



جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



محاضرات في مقياس:

تقنيات تسيير البورصة

مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر
تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

إعداد الدكتور:

خالد أحميمة

السنة الجامعية: 2025/2024



جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



محاضرات في مقياس:

تقنيات تسيير البورصة

مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر
تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

إعداد الدكتور:

خالد أحميمة

السنة الجامعية: 2025/2024

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
III	♦ فهرس المحتويات
V	♦ فهرس الجداول والأشكال
01	♦ المقدمة
03	♦ المحاضرة الأولى : مدخل مفاهيمي في البورصة والأوراق المالية (حالة بورصة الجزائر)
26	♦ المحاضرة الثانية: إجراءات الدخول للبورصة (العروض، الاكتتاب، الطرح العام والخاص للبيع والشراء)
43	♦ المحاضرة الثالثة: تنظيم البورصة (لجنة تنظيم بورصة الجزائر)
57	♦ المحاضرة الرابعة: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة
85	♦ المحاضرة الخامسة: التسعير والمقاصة في البورصة
100	♦ المحاضرة السادسة: التحليل الفني للأوراق المالية
111	♦ المحاضرة السابعة: التحليل الأساسي للأوراق المالية
126	♦ المحاضرة الثامنة: تقييم الأسهم والسندات
148	♦ قائمة المصادر والمراجع

قائمة الجداول والأشكال

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
98	أنواع أنظمة التسوية	(01)
124	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	(02)
144	يبين ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم	(03)

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(01)	العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين في البورصة	35
(02)	خطوات تنفيذ الاوامر	39
(03)	المضمون العام للتحليل الفني	104
(04)	الأعمدة البيانية	105
(05)	نموذج لشمعة يابانية	105
(06)	خريطة النقطة والشكل	106
(07)	المتوسط المتحرك	107
(08)	مستويات الدعم والمقاومة	109
(09)	الإطار العام للتحليل الأساسي	113
(10)	منهج التحليل الأساسي	115

المقدمة

تعتبر البورصة العمود الفقري لسوق الأوراق المالية، وركن أساسي من أركان الهيكل المالي في أي اقتصاد ، حيث تشكل الأسواق المالية جانب مهم في تطوير أساليب التحول نحو اقتصاد السوق. ولتكريس هذا الاتجاه جاء المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق المالي الجزائري، الذي أسس لنظام القيم المنقولة المتداولة الصادرة من الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة وشركات المساهمة الخاصة في الجزائر.

إن إنشاء سوق للأوراق المالية، يقتضي توفر الشروط اللازمة لحماية الادخار العام وتحقيق الأهداف العامة الاقتصادية المسطرة من طرف الدولة، وهذا يتطلب توفير الإطار القانوني والتنظيمي اللازمين، لإنشاء سوق للقيم المنقولة على درجة عالية من الكفاءة، يشجع الأفراد والشركات للاستثمار فيها.

على هذا الأساس جاءت هذه المطبوعة المعنونة بـ " تقنيات تسير البورصة " الموجه لطلبة سنة أولى ماستر اقتصاد نقدي ومالي للإلمام بالقواعد الأساسية لهذا المقياس والتحكم في كيفية تسير وتنظيم والتداول داخل البورصة، من خلال المحاضرات المرتبطة بهذا المقياس، ومن الأهداف التعليمية للمقياس التعرف على كيفية تسير وتنظيم البورصة؛ التعرف على كيفية التداول في البورصة؛ التعرف على كيفية الاستثمار في البورصة؛ التعرف على كيفية تقييم الأسهم والسندات.

إننا نأمل من خلال هذا العمل أن نوفر لطلبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير عموماً ولطلبة سنة أولى ماستر اقتصاد نقدي ومالي خصوصاً والمعنيين بمقياس " تقنيات تسير البورصة " في المقرر الدراسي خصوصاً مرجعاً يتناول أهم الموضوعات الرئيسية التي يشملها المقياس، وذلك بنوع من التبسيط والشرح الذي يمكن الطالب من الفهم والإستيعاب.

المحاضرة الأولى:

مدخل مفاهيمي في البورصة

والأوراق المالية

أولاً: نشأة وتعريف البورصة.

1. نشأة البورصة وأصل الكلمة:

تعود أصل كلمة بورصة (Bourse) إلى مصدرين أولهما إلى اسم عائلة أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه "فان دير بورص" (van den Bourse) وكان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (Brouges)، حيث كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع في التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

أما المصدر الثاني فهو اسم فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس (Trois Bourse)، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.

وهناك رواية أخرى ترى أن كلمة بورصة هي كلمة فرنسية تعني "كيس النقود"، وكان سبب إطلاق هذه اللفظة على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية، ويرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس.

ويعتبر المؤرخون أن عام 1339 هو تاريخ أول ظهور لمفهوم البورصة في مدينة بروج البلجيكية، وتعود البدايات الأولى للظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف بإسم البورصات. وذلك عند نشأة وتأسيس الشركات المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية سميت بالأسهم في القرن السادس عشر والسابع عشر وقامت هذه الشركات من الإقتراض من الناس عن طريق أدوات الدين المعروفة اليوم بالسندات، وبعد ذلك نشأت الحروب بين الدول، الأمر الذي أعوزهم للإقتراض من الشعوب والمؤسسات أيضاً بهذه الأدوات، وكان التداول بهذه الأدوات عندما ظهرت، ويتم في البورصات التي يتداول فيها السلع والأوراق التجارية، ولم يكن بينها خط فاصل ثم انشقت بعد ذلك ليتم التداول على الأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق. وبعدها تأسست أول مرة بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1773م، وبعدها تأسست بورصة باريس عام 1808م، ثم بورصة نيويورك عام 1821م، ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في العالم ومنها العالم العربي.

2. تعريف البورصة:

قبل الشروع في تعريف البورصة يجب التمييز بين العديد من المفاهيم :

السوق : ويعرف السوق على أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو نقدي أو لعناصر الانتاج ، خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة.

السوق المالي: مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال، ويمكن تعريفهما باعتبارها مصطلحاً له دلالاته الخاصة، ومفهومه المحدد، بأنها: " كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي، تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض، وتداول هذه الأدوات".

ويعرف السوق المالي بأنه السوق الذي تتداول فيه الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل (الأسهم والسندات) وأدوات مالية جديدة كالمشتقات المالية وعقود الخيار.

من خلال ما سبق يمكن توضيح بأن السوق هو مكان مخصص لتداول السلع وكذلك الخدمات، والأصول المالية وليست السلع فقط، كما يوضح أن السوق يتكون من ثلاث أركان أساسية وهي:

البائع والمشتري والسلعة أو الخدمة محل التبادل.

وهناك عدة تعاريف للبورصة، هي:

التعريف الأول: البورصة هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان، والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التداول أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعاً والشراء بسهولة وسرعة ويسر.

التعريف الثاني: البورصة هي مكان تعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعوداً أو هبوطاً.

التعريف الثالث: البورصة هي أماكن يجتمع فيها عدد كبير من الأشخاص تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة وبنظام محدد، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين

ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن البورصة " هي سوق منظمة تتداول فيه الأوراق المالية والسلع بأشكالها المختلفة بين البائعين والمشتريين عن طريق الوسطاء الماليين والسماصرة من أجل تحقيق رغباتهم والحصول على أكبر عائد من الأموال.

3. أنواع الأسواق المالية:

يمكن أن يقال بأن السوق المالي كل لا يتجزأ، ومع ذلك يمكن القيام بتقسيمها على اعتبار تعدد العناصر المكونة لها، وفي الحالتين فإن الهدف من ذلك واحد وهو المزيد من التعريف بها، وعلى ذلك يقصد بأنواع الأسواق المالية:

"تحليل مكوناتها الرئيسية وتقسيمها إلى أجزاء وعناوين بنيت على أسس واعتبارات معينة".

وتنقسم الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها إلى قسمين : سوق النقد

وسوق رأس المال

1. سوق النقد : السوق التي تتعامل في أدوات الدين القصير الأجل. تعتبر السوق النقدية أحد المصادر الأساسية في تأمين السيولة النظام المصرفي. وفيها أيضا تجد البنوك التجارية المجال المناسب في عرض قدر هام من مواردها المالية البالغة السيولة. ويقوم البنك المركزي بالتأثير على عمل هذه السوق بدرجة كبيرة من خلال الإجراءات والضوابط التي يضعها لتنظيم وتوجيه عمل هذه الأسواق، والإشراف والرقابة عليها وذلك من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية، رغم أن هذا الدور والتأثير يختلف حسب طبيعة الاقتصاد وإدارته ودرجة تطوره.

2. سوق رأس المال : ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل(الأسهم والسندات)، حيث يكون لهذه السوق مكان، كما أن السعر يتحدد على أساس قوى العرض والطلب.

وتنقسم الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول إلى قسمين :

1. السوق الأولية : تعرف السوق الأولية بأنها " تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة على الجمهور، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب".

2. السوق الثانوي : وهي التي يجري فيها تداول الأدوات المالية ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص لآخر.

وبدورها تنقسم الأسواق المالية الثانوية من حيث مكان التداول إلى قسمين :

1.2. السوق المنظمة : هي عبارة عن سوق تنعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية (منظمة) يلتقي فيها المتعاملين شراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين.

2.2. السوق غير منظمة : هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد ، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء المالية المنتشرة جغرافيا ضمن حدود السوق ويتداول بها الأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة ويطلق عليها أيضا السوق غير الرسمية، والمعاملات التي تتم في هذه السوق بعاملات المنضدة ، ويتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال السريعة كالخطوط الهاتفية وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة ، التي تربط بين المتعاملين.

وتنقسم السوق غير منظمة إلى سوقين أو قسمين :

1.2.2. السوق الثالثة : هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة ، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المسجلة في تلك الأسواق ، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أو كبيرة ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية

1.2.2. السوق الرابعة : يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة ، ووجدت هذه الأسواق لحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار. وسمة هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة ، وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنتظمة ، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق.

ثانيا: نشأة وتطور البورصة في الجزائر

تعتبر البورصة العمود الفقري لسوق الأوراق المالية، وركن أساسي من أركان الهيكل المالي في أي اقتصاد حر، حيث تشكل الأسواق المالية جانب مهم في تطوير أساليب التحول نحو اقتصاد السوق.

ولتكريس هذا الاتجاه جاء المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق المالي الجزائري، الذي أسس لنظام القيم المنقولة المتداولة الصادرة من الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة وشركات المساهمة الخاصة في الجزائر.

إن إنشاء سوق للأوراق المالية، يقتضي توفر الشروط اللازمة لحماية الادخار العام وتحقيق الأهداف العامة الاقتصادية المسطرة من طرف الدولة، وهذا يتطلب توفير الإطار القانوني والتنظيمي اللازمين، لإنشاء سوق للقيم المنقولة على درجة عالية من الكفاءة، يشجع الأفراد والشركات للاستثمار فيها.

ولأن بورصة الجزائر من البورصات الناشئة رأينا من الضروري التعرض إلى نشأة وتطور نظام البورصة في الجزائر.

1- نشأة وتأسيس سوق للأوراق المالية في الجزائر:

جاء قرار إنشاء سوق القيم المنقولة في الجزائر بعد الإصلاحات التي مست الاقتصاد الوطني مباشرة بعد الأزمة المالية العالمية التي عرفها العالم سنة 1986، وخاصة بعد الانخفاض الهيب في أسعار النفط في السوق الدولية، وانعكاسه على الدخل القومي باعتبار أن مداخيل الجزائر من العملة الصعبة يأتي بنسبة كبيرة من المحروقات، فبدت ملامح تكريس نظام اقتصادي جديد، بصور مراسيم تنفيذية متتالية تخص القيم المنقولة.

1-1- تكريس التوجه الاقتصادي الجديد:

ان فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يندرج في إطار التحول إلى اقتصاد السوق الذي دخل حيز التطبيق سنة 1988، بعدها صدرت عدة قوانين تكرر مسارا جديدا للدولة الجزائرية، وهذا بالتخلي التدريجي عن الاقتصادي الموجه إلى منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية، والشروع في خصخصة البعض منها ، ومن ثم فان الشركات التي كان تمويل استثماراتها مضمون من طرف الجهاز المصرفي والخزينة العمومية، أصبحت تلجأ إلى القروض البنكية طويلة الأجل كحل بديل للحصول على رؤوس الأموال لتمويل مشاريعها بسبب الإصلاحات العميقة التي مست القطاع المصرفي بصور قانون 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض، والذي استعاد البنك المركزي دوره كبنك البنوك وقيامه بالمهام التقليدية.

2-1- صدور مراسيم متعلقة بالقيم المنقولة:

إن تقسيم رأس مال المؤسسات العمومية وتوزيعه على صناديق المساهمة، ينتج عنه بالضرورة تحويل هذه المؤسسات إلى شركات مساهمة، هذه الشركات لا يمكن تصورها دون إنشاء سوق مالية تتبادل

فيها الأسهم وما هذه السوق إلا البورصة (Bourse)، وبناءا عليه صدر المرسوم التنفيذي رقم: 91-169 الصادر في 28 مايو 1991 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة . وفي نفس اليوم صدر مرسوم تنفيذي آخر تحت رقم: 91-170 الذي حدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها ، وأخيرا وفي نفس تاريخ صدور المرسومين السابقين صدر أيضا المرسوم التنفيذي رقم: 91-171 ويتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

أما المرسوم التنفيذي رقم: 91-170 فبين شكل كل ورقة مالية سواء كانت سهم أو سند والأحكام المتعلقة بها، بينما المرسوم التنفيذي رقم: 91-171 فحدد وظائف شركة البورصة والأعضاء المكونين لها.

2- إنشاء بورصة القيم المنقولة:

إن وضع الإطار القانوني لبورصة القيم المنقولة جاء بعد صدور سلسلة من المراسيم التشريعية التي وضعت الأساس القانوني والتنظيمي لإنشاء بورصة في الجزائر، وذلك بصدور المراسيم التشريعية والتنظيمية التي أشرنا لها، بالإضافة إلى تكييف البيئة القانونية من خلال التعديلات التي تسمح بإنشاء مثل هذه الهياكل الاقتصادية، ومن بين هذه القوانين خاصة القانون 90-10 يتعلق بالقرض والنقد والمرسوم التشريعي 93-08 المعدل والمتمم للقانون التجاري.

فالمرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23/05/1993، حيث عرفت المادة الأولى منه بورصة القيم "تؤسس بورصة القيم المنقولة، وتعد إطارا لتنظم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم". أين تضمن هذا القانون إنشاء بورصة القيم المتداولة ومقرها الجزائر العاصمة، وهو المكان الوحيد الذي تتم فيه عقد الصفقات وتداول الأوراق المالية من طرف الحكومة وشركات المساهمة. كما تم إنشاء بموجب هذا المرسوم هيئتين لتنظيم ومراقبة وسير عمليات البورصة وهما:

✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):

✓ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

ولجعل البورصة مهيأة للتشغيل عمد المشرع لإصدار قوانين أخرى تتعلق بالنظام العام وشروط وكيفية التعامل فيها، سواء تعلق الأمر بالبورصة كهيئة أو المؤسسات والأفراد المتدخلين، ومن بين هذه القوانين، المرسوم التنفيذي رقم: 94-176 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو

المؤسسات، التي يمكن تقييمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء (البنوك، شركات التأمين، صناديق المساهمة)، التي حلت من طرف الدولة في سبتمبر 1995.

3- مراحل تطور سوق المالية بالجزائر:

إن تطور السوق المالية بالجزائر مر بعدة مراحل أساسية، وأن البورصة وجودها يتعلق بتوفر جميع الظروف، لذا فقبل حصر هذه المراحل نأخذ فكرة وجيزة عن مرحلة ما قبل إنشاء البورصة، وتليها المرحلة التحضيرية، وبعدها تأتي جاهزية كل الهياكل الإدارية والتقنية لمزاولة النشاط كمرحلة فعلية.

3-1- المرحلة ما قبل إنشاء البورصة:

عدم وجود بورصة سابقا يعود إلى النظام الاقتصادي المتبع في الجزائر آنذاك أي قبل إعادة هيكلة الاقتصاد الوطني والإصلاحات التي مست القطاع المؤسساتي بعد 1988، فعدم وجود سوق القيم المنقولة كان نتيجة لأسباب تتعلق بتمويل الاستثمار والتي تركز النظام المالي الموجه من خلال العمليات المالية التالية:

- الاستثمار ارت كانت مضمونة من طرف الجهاز المصرفي والخزينة العمومية

- تمويل القروض طويلة الأجل بواسطة بنك التنمية أو مباشرة

- تمويل القروض متوسطة وقصيرة الأجل من طرف البنوك الأخرى

- لجوء الخزينة العمومية إلى البنك لتمويلها أو إعادة الخصم.

إن هذه العمليات تدخل في إطار تنظيم الادخار العمومي، ومن ثم تمويل كل الاستثمارات التي تباشرها الدولة، وفي هذا السياق فإن بؤر إنشاء السوق المالية الجزائرية يعود إلى نهاية الثمانينات التي عرفت عدة إصلاحات سواء على المستوى السياسي، القانوني والاقتصادي حيث وجدت الحكومة نفسها

مضطرة لإيجاد حلول اقتصادية خاصة فيما يتعلق بتوفير المبالغ المالية الضرورية لتغطية العجز في المدفوعات وتمويل الاستثمارات الإنتاجية والشروع في خصخصة المؤسسات وإصدار التشريعات اللازمة لإنشاء سوق مالي سيساهم في امتصاص الاكتناز النقدي، وترقية الادخار على المدى الطويل بتنشيط وإنعاش الهياكل المالية، وأصبح التخطيط المالي البديل أمرا واقعا بعد صدور مراسيم حكومة "ميلود حمروش" التنظيمية.

2-3- المرحلة التحضيرية (1990-1996):

وتعتبر هذه المرحلة بمثابة نقطة الانعطاف في مسار الاقتصاد الجزائري حيث حصلت العديد من الشركات على استقلالها ، وبالموازاة مع ذلك تم إنشاء صناديق المساهمة وكمحصلة لهذه الاجراءات أنشأت في بداية المرحلة مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة (SVM) التي تشبه البورصة في الدول العظمى من حيث إطارها التنظيمي، ولخصوصية هذه المرحلة فإنه من الأفضل تقسيمها إلى فترتين أساسيتين:

3-2-1- بداية التأسيس (1990-1992):

وبالفعل وكنتيجة للإصلاحات السابقة وعزم الدولة على تحقيق هذا الكيان الاقتصادي تم تأسيس شركة القيم المنقولة بتاريخ 09/11/1990 من طرف صناديق المساهمة برأس مال قدره 3 200 000 دج موزعة بالتساوي بين الصناديق الثمانية وهي: صندوق المناجم، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق الكيمياء- البتروكيميا- الصيدلة، صندوق الاتصال الإلكتروني والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات، صندوق المواد الغذائية الفلاحية، يديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد الصناديق.

إن ضعف رأس مال الشركة صعب من أداء مهامها المتمثلة أساسا في وضع الأطر التنظيمية التي تسمح بإنشاء سوق للأوراق المالية وتوفير الشروط اللازمة لذلك، إلا أن عدم وضوح المهام وغموض قانونها الأساسي عرقل أداء مهامها على الوجه الأفضل، ولاستدراك هذا الخلل تم رفع رأس مال الشركة إلى 9 320 000 دج أين تغير اسمها و أصبح بورصة الأوراق المالية (BVM).

وأبرز نتائج هذه المرحلة صدور المراسيم التنفيذية الثلاثة، 171/91 ، 170/91 ، 169/91 الصادرة بتاريخ 28 ماي 1991 والمتعلقة بالقيم المنقولة المتداولة وتأسيس الهيئات الأساسية الثلاثة:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)؛

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)؛

- الوسطاء في عملية البورصة (IOB).

3-2-2- فترة التجسيد (1993-1996):

تميزت هذه الفترة بصدور المرسوم التشريعي 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 الذي سمح بإدخال بعض التعديلات على القانون التجاري، خاصة شركات الأسهم وحدد القيم المنقولة الممكن تداولها، كما تم رفع المبلغ الأدنى للإنشاء شركات المساهمة من 300 000 دج إلى 5 000 000 دج في

حالة اللجوء إلى الادخار العلي و 1 000 000 دج في الحالة المخالفة. وبالتالي، فإن شركة المساهمة يمكن أن تدرج في البورصة بإصدارها لقيم منقولة حسب المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري. وبهذا أصبحت شركات الأسهم وسيلة فعالة لتعبئة الادخار الذي يمكن استثماره في البورصة.

3-3- المرحلة الفعلية (1996 إلى يومنا هذا):

يمكن القول أنه في بداية هذه المرحلة أصبح كل شيء جاهز من الناحية القانونية، والتقنية

والإدارية لإنشاء بورصة في الجزائر، حيث صار ممكنا نظرا للأسباب والترتيبات التي تم التطرق لها في المرحلتين السابقتين، وتطبيقا لأحكام المرسوم التنفيذي 94-175 الذي يعتبر كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني وتجميع رؤوس الأموال وتحويل الاستثمارات لدعم برامج التنمية.

وعملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تحضير الشروع في فتح سوق الأوراق المالية الجزائرية، أين عمدت إلى توفير الإمكانيات المادية والفنية باتخاذ جملة من التدابير تمثلت في الاستعانة بالخبرة الأجنبية (كندا، فرنسا، تونس ..) كون عمليات البورصة تتطلب كفاءة عالية من ناحية المؤهلات. التي يجب أن تتوفر في الإطار العام والوسائل المادية المستعملة.

وفي يوم 1997/05/25 كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

وعليه أصبحت بورصة الجزائر واقع بعد تردد دام أكثر من خمس سنوات من تاريخ صدور المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة (BVM)، وفي 1997/01/02 قامت سوناطراك بإصدار قرض سندي لتكون بذلك أول متعامل يدرج سوق البورصة في الجزائر، بعدما حصلت على أول تأشيرة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ: 1997/11/18.

نشير إلى أن بورصة الجزائر أحصت منذ إنشائها خمس شركات تم تخصيصها عن طريق السوق المالية، والتي رفعت أرسمها لها الاجتماعي بغرض الدخول للبورصة وهي: مجمع رياض سطيف، مجمع صايدال، فندق الأوارسي، شركة التأمين "أليناس"، مصبرات روية.

ما يمكن ملاحظته أن سوق القيم المنقولة بالجزائر حديثة النشأة مقارنة بالبورصات العربية، حتى بالنسبة لنظيرتها المغاربية بورصة تونس والمغرب.

4- أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين، كالآتي:

1-4- سوق سندات رأس المال:

تتكون من الآتي:

1-1-4- السوق الرئيسية:

الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

✓ مجمع صيدال، الناشط في القطاع الصيدلاني؛

✓ مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، الناشطة في القطاع السياحي؛

✓ أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات؛

✓ أن - سي - ا-روبية، الناشطة في قطاع التغذية؛

✓ مؤسسة بيو فارم: الناشطة في قطاع الصيدلاني.

2-1-4- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03- 97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق لنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

وقد انصبت تعديلات تنظيمية على القبول في هذا السوق_سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقى بورصة، سواء لنسبة لعملية الإدراج، وكذا طوال فترة حيا داخل سوق البورصة، ومارقي البورصة هو مستشار مرافق، يجب أن يكون وسيطاً معتمداً في عمليات بورصة أو بنكاً أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون و استراتيجيات الأعمال، مع تمتعه لخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفاً به ومسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويقوم المرقى بدور أساسي في مراقبة احترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

2-4- سوق سندات الدين:

تتكون من الآتي:

1-2-4- سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

4-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) : مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، و سست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة جمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

5- عوامل ضعف أداء بورصة الجزائر

عرفت بورصة الجزائر منذ إنشائها جملة من المشاكل والصعوبات حالت دون أدائها الدور المنوط بها وهو خلق سوق للأوراق المالية يؤدي دوره الكامل على درجة عالية من الكفاءة لاستكمال الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الدولة بعد أحداث أكتوبر 1988 وتضمنها دستور 1989 الذي سمح بظهور هيئات اقتصادية جديدة من بينها البورصة لتأهيل الاقتصاد الوطني، إلا أن العوائق المختلفة كانت سببا في وجود بورصة لا ترقى إلى نظيراتها الناشئة فما بالك بالبورصات المتطورة، وذلك لعدة عوامل منها سياسية وقانونية ، وعوامل اقتصادية ، وعوامل اجتماعية وثقافية .

5-1- عوامل سياسية وأمنية:

هناك علاقة بين البورصة والأوضاع السياسية المحيطة ، فالمحيط السياسي يؤثر على المنشأة باختلاف النظام السائد في البلاد، فنشاط البورصة وأدائها الناجح له صلة بالقرار السياسي فالإرادة السياسية تعبر عن رغبة الجهات الوصية في تحقيق هدف ما ، وذلك بوضع أهداف واستراتيجيات توجب عليها معرفة ومتابعة الأوضاع باستمرار واتخاذ القرار المناسب والقيام بالسلوك المناسب في الوقت المناسب، وعليه فان قرار إنشاء بورصة جاء في وقت تمر فيه البلاد بمرحلة انتقالية سواء على الصعيد السياسي أو الأمني، ومن المعروف أنها افتتحت في 23 مايو 1993 وهي سنوات تمثل مرحلة حرجية في تاريخ الجزائر الحديث نظرا لعدم وجود استقرار في الجهاز التنفيذي، حيث انه من المعلوم أن المستثمرين وهم احد الأطراف المتدخلة في البورصة تبنى سياستها الاستثمارية بناء على عوامل سياسية وأمنية.

5-2- عوامل قانونية وتنظيمية:

إن الشركات الكبرى المؤثرة في اقتصاد الجزائر هي شركات عمومية حيث لا يمكن أن تقتني أسهمها إلا صناديق المساهمة عند الاكتتاب، في هذه الحالة يكون الاكتتاب حصري ويتم بطريقة إدارية، فالقانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 115 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في: 15/05/1993 يكرس أحكام هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية التي تشمل الأسهم والسندات، وهذا ما يؤكد طرح معظم الشركات العمومية المدرجة في البورصة لسندات لأنها لا تتحمل خسائر إلا في حالة إفلاس الشركة.

كما أن نظام بورصة الجازنر يأخذ بمبدأ وحدة الجدول "إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سعر وحيد يتضمن سوقا لسندات ل رأس المال وسندات الديون"، أضف إلى ذلك الإطار التشريعي الضيق الذي لا يواكب التطورات الاقتصادية والتباطؤ في سن التشريعات والتي تستجيب ومتطلبات اقتصاد السوق، والدليل على ذلك قرار مجلس مساهمات الدولة بتجميد الاجراءات الرامية إلى دخول 20 مؤسسة عمومية للبورصة كآلية للخصخصة.

ومن بين العوامل التنظيمية، التباعد الزمني في إصدار القوانين المنظمة لعمل البورصة والذي يمكن توضيحه من خلال النقاط التالية :

- تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بينما تم تعيين أعضائها في تاريخ 1995/12/27 والتنصيب الرسمي لها تم في شهر فيفري 1996.
- صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في: 1993/05/23 الذي نص على إدارة شركة القيم المنقولة إلا أن الجمعية العامة لم تنعقد إلا بتاريخ 1997/05/23.
- صدر القانون المنظم لم ازولة الوسيط المالي في البورصة بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس غالبية شركات الوساطة كان في سنة 1999.

- في سنة 2003 صدر قانون 03-204 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 لتجريم بعض الممارسات التي من شأنها المساس بالمعاملات في البورصة أي بعض مرور 10 سنوات عن صدور القانون 93-10.

- في سنة 2012 تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب تعديل النظام العام لبورصة الجزائر.

3-5- عوامل اقتصادية:

تلعب البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا وحيويا أين تدور اكبر الصفقات التجارية ولها دور أساسي وفعال سواء على مستوى التحويل أو الاستثمار، إلا أن هذا المفهوم لا يتماشى والقاعدة الاقتصادية في الجزائر لأن غالبية الشركات الخاصة هي عبارة عن شركات تضامن، أو ذات مسؤولية محدودة وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة، التي تشترط أن تكون الشركة شركة مساهمة، إضافة إلى أن معظم المؤسسات ينحصر نشاطها في قطاع الخدمات وبالتالي فهي لا تملك مؤهلات للمخاطرة في البورصة، وكما سبق الإشارة إليه انه لا يمكن تصور وجود بورصة دون الشروع في خصصت العديد من المؤسسات العامة إلا أن هذه السياسة تتطلب المرور بمراحل، إذ تعتبر أصعب مراحل الإصلاح الاقتصادي، ونظرا للصعوبات والنتائج التي تترتب عن تنفيذها. كما أن معظم المؤسسات

الاقتصادية العمومية التي تنشط في محيط احتكاري ستعرضها الخصخصة إلى المنافسة، وهو ما ي يصعب من الاندماج مع المحيط التجاري الخاص، هذا من جهة ومن جهة هناك عوامل أخرى كان لها دور سلبي على السوق المالية منها خاصة :

5-3-1- مشكلة التضخم:

حيث عرفت الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي معدلات قياسية في نسبة التضخم وهذا بسبب لجوء الدولة إلى الإصدار النقدي وهو ما تزامن مع انطلاق بورصة الجزائر، حيث من الناحية الاقتصادية يؤثر على عائد الأوراق المالية و حجم العمليات المتداولة في البورصة.

5-3-2 الاقتصاد الموازي:

الدافع الرئيسي نحو الاقتصاد الموازي أو ما يسمى اقتصاد الظل، هو الخوف من أعباء المدفوعات الضريبية و اشتراكات الضمان الاجتماعي ويمثل هذا النمط الاقتصادي الوسيلة المفضلة لبعض للمستثمرين الخواص الذين ينشطون في بيئة خارج الإطار الرقابي للدولة، حيث يحقق لهم أرباح كبيرة بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة.

5-3-3 ضعف المعلومات والشفافية:

ويقصد هنا بالمعلومات التي تصل إلى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير – بما يجعل أسعار الأسهم تصل إلى المتعاملين دون تكاليف باهظة، و أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومة على عكس بورصة الجزائر حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة للحصول على تقارير تصدرها الشركات المسعرة في البورصة، في الوقت الذي تقدم فيه بورصات الدول المتقدمة تقارير مرفقة بتحليل وأراء حالية و مستقبلية لخبراء في عالم المال والأعمال . إضافة إلى طبيعة الوسطاء وهي مشكلة من شركات تأمين وبنوك ملك للدولة، وغياب وسطاء طبيعيين وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة .

5-4- عوامل اجتماعية وثقافية:

5-4-1 عوامل اجتماعية:

إن الهدف الرئيسي من الاستثمار في البورصة بشكل عام هو تحقيق عوائد مالية متوقعة، حيث تبنى قرارات الاستثمار على توقعات مستقبلية مما يعني أن الربح وارد "الخسارة كذلك"، ولذا نجد الفرد الجزائري يميل إلى الاكتناز بدل المخاطرة في البورصة ، نظرا لثقافته المحدودة عن سوق الأوراق المالية وهذا ارجع بالرجة الأولى إلى غياب ثقافة إعلامية مالية واقتصادية في المجتمع، إضافة إلى طبيعة الفرد

الجزاري الذي يفضل الكتمان عن قيمة ثروته، لأن التعامل في السوق المالي يعرض العديد من الأفراد والشركات إلى الرقابة الجبائية.

كما أن هناك شرح كبير بين الإدارة المالية الجزائرية والمستثمرين بسبب البيروقراطية الإدارية، حيث يستغرق سحب مبلغ عادي عدة أيام مما ينفّر المستثمرين في الاكتتاب في البنوك، وعوامل تاريخية مرتبطة بالأمية وعدم الثقة في الأداة والخوف من المغامرة، أضف إلى ذلك ثقافة التكفل في المجتمع الجزائري تجعله يتحمل مسؤوليات غيره (الأبناء، الأرشدين، الإخوة، الأخوات...)، فهذه الانشغالات تحد من ثقافة المغامرة وتحمل مخاطر البورصة.

5-4-2-عوامل ثقافية:

وبحكم أن الشعب الجزائري يدين بالإسلام فإن التعامل في البورصة يسبب للعديد الحرج ومخالفة أحكام الدين بسبب نوعية الأوراق المتداولة، فإذا كان السهم يمثل سند ملكية فإن السند يمثل سند مديونية ويعتبر قرض ربوي لأن الوسطاء المتعاملون في السوق المالي بنوك تجارية ربوية . ويبقى أن مفهوم البورصة جديد بالنسبة للمواطن الجزائري وما ينطبق على المواطن العادي ينطبق على المسير، كما أن في الجزائر أسواق بديلة أكثر ضمانا كالأستثمار في العقارات وامكانية الاقتراض من البنوك بدلا من شراء سندات بالنسبة للأشخاص الذين لا يهتمهم سعر الفائدة.

ثالثا: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

يعد سوق الأوراق المالية الفضاء الواسع الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بمختلف أنواعها الأصلية، الهجينة والمشتقة، حيث يحكم هذه الأوراق نظام وآليات ضبط صارمة، عند إصدارها أو تداولها، سواء من قبل الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة والخاصة. كما خص المشرع الجزائري سوق القيم المنقولة بثلاث أنواع من الأوراق المالية وتتمثل في سندات الملكية، وسندات الدين، بالإضافة أوراق مالية هجينة شبيهة بالسهم والسند، وتخضع من حيث تنظيمها إلى أحكام القانون التجاري.

أ- الأسهم (Les Actions):

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، نظرا لأهميتها في المجال الاقتصادي والمالي باعتبارها تمثل سندات ملكية في شركات الأموال، فهي أحد مصادر التمويل خاصة بالنسبة للمنشآت التي هي في حاجة إلى أموال لتوسيع استثماراتها، ونظرا لهذه الأهمية فضلنا تعريف السهم وخصائصه، والأسهم التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر بناء على أحكام القانون التجاري.

1- تعريف الأسهم:

السهم عبارة عن مستند ملكية في رأس مال الشركة، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق مع الاستفادة من الحقوق وتحمل المخاطر، والسهم هو حق المساهم في شركة الأموال وفق قواعد القانون التجاري الجزائري، وتمثل الأسهم حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها، وحق الانتخاب وحق الأفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة. وفي هذا الإطار ورد تعريف له:

"L'action est un titre de propriété négociable d'une part ou fraction du capital sociale d'une société par action SPA Qui est soit à la création, ou bien à l'occasion d'une augmentation de son capital"

ولم يهتم المشرع الجزائري بوضع تعريف للسهم إلا في سنة 1993، حيث عرفته المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها".

بينما لم تهتم معظم التشريعات بتعريف السهم على غرار المشرع الفرنسي، وإنما اكتفى بالتمييز بين نوعين من الأسهم العينية والنقدية من خلال المادة 267 من قانون الشركات التجارية. نفس الشيء بالنسبة للمشرع المصري في قانون 159-81 المعدل بالقانون 98-03 حيث اكتفى بالإشارة أنه "يقسم الشركة إلى أسهم متساوية القيمة".

وتحتوي هذه الورقة على قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، كما يحتوي السهم على اسم الشركة المصدرة لهذه الورقة المالية، ونوعها ورقمها وعدد الأسهم داخل كل ورقة وقيمتها الاسمية، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في الدفاتر المحاسبية، وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي، "تحدد القيمة الاسمية للسهم عن طريق القانون الأساسي" وقيمة سوقية عبارة عن سعر السهم الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض في السوق المالية، وتوقعات نشاط المؤسسة وبناء على القيمة الدفترية وهي عبارة عن قيمة السهم بالدفاتر المحاسبية.

معادلة حسابية

وعليه فإن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة، وقد حصر المشرع الجزائري إصدارها من قبل هذا الشكل من الشركات فقط.

2- خصائص الأسهم:

سيتم التعرض لبعض خصائص الأسهم وبصفة عامة، وإسقاطها على خصائص الأسهم التي نص عليها القانون التجاري الجزائري بصفة خاصة.

1-2- التساوي في القيمة:

يبقى التساوي في قيمة الأسهم مهما بلغت كمية الإصدار، أما إذا اختلف الإصدار فلا مانع من اختلاف القيمة السوقية لها، وتساوي الأسهم في القيمة لا يعني أن جميع الأسهم متساوية في الحقوق ما والالتزامات، وهذا نظرا لطبيعة الأسهم، فهناك الأسهم العادية باتجاهاتها الحديثة والأسهم الممتازة وباتجاهاتها المختلفة والحديثة أيضا.

2-2- الاشتراك في الجمعيات العمومية:

أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة، والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على عقود الشركة، وحقوق أخرى بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.

3-2- عدم قابلية الأسهم للتجزئة:

أي أنه لا يجوز تجزئة السهم وعليه فإن التعدد في الملكية لا يسري في مواجهة الشركة، لأن شركات المساهمة لا تعير اهتمام للأشخاص وإنما للسهم كورقة مالية، وقد نص المشرع الجزائري على هذه الخاصية في أحكام القانون التجاري من خلال المادة 715 مكرر 32 "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

4-2- قابلية للتداول:

يتميز السهم بقابليته للتداول بالطرق التجارية، وتوفر هذه الخاصية مرونة كبيرة في السوق المالي، حيث يمكن التنازل عن السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية، وتختلف طرق تداولها حسب طبيعة التداول (تظهير، ميراث...). ويبقى السهم قابل للتداول حتى بعد حل الشركة ولغاية التصفية.

5-2- خاصية الملكية:

المساهمون شركاء أو ملاك الشركة، لهم الحق في الإدارة والتصويت، الحصول على الأرباح وتحمل الخسائر.

◀ الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر

من خلال أحكام القانون التجاري يمكن أن نميز القيم المنقولة التي يمكن إصدارها ومن ثم يمكن تداولها في بورصة الجزائر، وهي في الأصل قيم مرتبطة برأس المال ونميز أنواع الأسهم التالية:

1- الأسهم العادية (Les Action Ordinaires) :

هي صكوك ملكية وتعد منشآت الأعمال مصداق لخلق هذه الأسهم، بحيث يوضح كل صك اسم ونوع السهم وقيمه ولا يتميز بأي أفضلية، ويعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله الحصول على عوائد ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، إذ تمثل نسبة الديون على حقوق الملكية في هذه الأسهم ضمانا للبنوك.

وقد عرفها المشرع الجزائري: "الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتاب وفاء لجزء من أرس مال شركة تجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو منها عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت يجوز بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون. وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك منها الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء وتتمتع الأسهم العادية بجميع الحقوق والواجبات"

2- الأسهم الممتازة (Les Action Privilegiées) :

هي صكوك ملكية ذات قيمة اسمية وقيمة دفترية وسوقية شأنها شأن السهم العادي، يتمتع حاملها بحق الأولوية عند توزيع الأرباح أو الحصول على قيمة السهم عند التصفية، وتعرف بأسهم الأصوات المتعددة الممنهجة.

كما يعرف أيضا على أنه السهم الوسيط بين السهم العادي والسند، حيث تشبه الأسهم العادية في كونها جزء من أرس المال وتقرب من السند في نسبة الأرباح السنوية، لكن لا يوجد التزم قانوني بدفع هذه الألت ازمات، وتدفع بق ارر من مجلس الإدارة،³ وقد أوردها المشرع الج ازيري في المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري، لكن استعمل مصطلحات لا تتطابق مع معناها ومدلولها حيث يشير إلى وجود امتيازات معينة، لكن من جهة نجده يستعمل عبارة الأسهم العادية الاسمية.

3- أسهم التمتع (Action Jouissances) :

هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركات تعويضا للمساهمين القدامى عند استهلاك أسهمها الأصلية ويكون منصوص على هذا المنح في القانون الأساسي للشركة حتى يبقى المساهم على صلة بالمؤسسة. تم النص عليها في القانون التجاري حيث عرفها "أسهم التمتع هي أسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبق من المساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

للإشارة أن المشرع حظر امتلاك الأسهم عن طريق القرعة "يحظر استهلاك الأسهم عن طرق

سحب القرعة تعد كل مداولة تتخذ خرقا لهذا المنع باطلة".

4- السهم الخصوصي:

حيث تم إدراجه في إطار تنظيم عملية خصخصة المؤسسات بموجب المرسوم التنفيذي رقم:

96- 133 المحدد لشروط وكيفية ممارسة السهم الخصوصي.

ب- السندات (Les Obligations):

كما سبق وأشرنا فإن القيم المنقولة عبارة عن أوراق مالية متداولة تتمثل أساسا في الأسهم والسندات،

هذه الأخيرة تعتبر من أهم الأدوات المالية المتعامل بها في البورصة، ومن خلال هذا

نستعرض أولا تعريفا للسند وخصائصه ، ثم أنواع السندات التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر .

1- تعريف السند:

السند عبارة عن صك مديونية يثبت دين على الجهة التي أصدرته، وهذه الجهة قد تكون الدولة أو

شركة مساهمة، عليها أن تدفع فوائد عند تاريخ استحقاق معين بحيث تمثل قروض طويلة الأجل.

ويمكن أن تمثل قروضا طويلة أو متوسطة الأجل، فهي عبارة عن التزامات تعاقدية تصدرها

منشآت الأعمال المختلفة، كما يمكن أن تصدرها الدولة، فهي بذلك تعهد برد أصل المبلغ والفوائد في

تاريخ محدد وأجل استحقاق معين.

أما المشرع الجزائري فقد عرفها على أنها : "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول تخول

بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية".

من خلال هذا التعريف يتضح أنه اقتبس نفس تعريف المشرع الفرنسي مع اختلاف في شروط

وأحكام إصدار السندات فعلى سبيل المثال: حصر المشرع الجزائري إصدار السندات على شركات

المساهمة فقط عكس المشرع الفرنسي الذي وسع من دائرة الأشخاص المصدرة من خلال التعريف

التالي:

"Les obligations peuvent être émises non seulement par des sociétés par

action, mais aussi par des groupements d'intérêt économique, des personnes

morales de droit public, les associations".

2- خصائص السندات:

هناك خصائص أساسية تميز السند عن غيره من الأوراق المالية وهي كالتالي:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته وتصدر بأجال محددة تلتزم الجهة المصدرة برد قيمتها خلالها.

- تساوي القيمة الاسمية للسندات ويمكن أن يصدر بأقل من القيمة الاسمية (خصم وإصدار).

- يعتبر السند مضمون ضمانا عاما من أموال الشركة حيث يحق للحامل مطالبة الشركة بحقوقه في إفلاس الشركة مع باقي الدائنين.
- إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة حيث تمتد تواريخ استحقاق السندات من سنة إلى خمس سنوات، وهي سندات قصيرة الأجل وتكون متوسطة وطويلة الأجل من خمس سنوات إلى عشرة سنوات.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للأرباح.
- يعتبر السند ضمن الأوراق التجارية القابلة للتداول.
- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.
- إدماج الشركة في أخرى يمكن للمساهمين إنهاء المديونية، ومن حق حملة السندات استرداد قيمة السندات خلال ثلاث أشهر.

السندات المتداولة في بورصة الجزائر

أقر المشرع بإصدار سندات في القانون التجاري الج ازئري حيث تعتبر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وتختلف حسب الجهة المصدرة لها وم ازيها المختلفة.

أولا . أنواع السندات:

1. من حيث جهة الإصدار نميز:

أ. سندات حكومية:

وتصدرها الخزينة العمومية، أي أن الدولة هي المدينة والدائنون هم (البنوك، الشركات العمومية وخاصة ، لتغطية العجز في الميزانية العامة والتحكم في الأزمات وتشجيع الادخار لدى الأفراد.

ب. سندات خاصة:

وهي السندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات المالية لتمويل استثماراتها بدل اللجوء إلى أسهم جديدة، وتعتبر هذه أكثر مخاطرة من السندات الحكومية لأن الشركات تكون عرضة للإفلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد الدين.

2. من حيث طبيعتها:

أ. السندات العادية: (Les Obligations Ordinaires)

وهي السندات الصادرة بالقيمة الاسمية أي بالقيمة المبينة عليها والتي يجب على المكتتب أن يدخلها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد .

ب. السندات ذات المعدل الثابت: (Les Obligations à Taux Fixe)

هذا النوع من السندات يقدم عائدا ثابت سنويا ومحدد عند الإصدار إلى نهاية حياة القرض حيث يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض الفائدة .

ج. السندات المشاركة:

يعطي هذا النوع من السندات ليس فقط الفوائد الدورية إنما أيضا في جزء من الأرباح حيث يعتبر هذا النوع من الاتجاهات الحديثة للسندات.

د. السندات ذات المعدل المتغير: (Les Obligations à Taux Variable)

وهي خلاف للأولى حيث يحصل حاملها على عائد متغير حسب معدل الفائدة المتغير في السوق أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

ثانيا. قبول السندات في التداول في بورصة الجزائر:

1. شروط القبول:

- بالنسبة للسوق الرئيسية المخصصة للشركات الكبرى تم تعديل شروط القبول على النحو التالي:
- يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات أرسمالها في التداول أن يكون لديها رأس محرر لا تقل قيمته عن 500 000 000 دج .
- يجب أن يتم توزيع سندات الرأسمال الموزعة على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهما في أجل أقصاه يوم الإدخال.

- قيم القروض المصدرة من الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المكتتبين

2. شروط الإدخال:

- في حالة إصدار السندات يتوجب على شركات المساهمة أن :
- أن يكون نشاطها الفعلي مند سنتين على الأقل مند تاريخ تقديم الطلب.
- تقديم مئ ازنيتين مصادق عليهما من طرف المساهمين.
- أن يحرر رأس المال كليا.
- مزاولة الشركة لنشاط دائم.

ثالثا: قيم منقولة أخرى:

بالإضافة للأسهم والسندات فهناك أوراق مالية أخرى يتم تداولها في البورصة والذي بدوره المشرع الجزائري تناول قيم منقولة أخرى في القانون التجاري، وهي أوراق مالية حديثة أملتھا الظروف الاقتصادية،

والمعاملات المالية والتجارية التي تتطلب التعامل بمثل هذه الأوراق، وتختلف التشريعات في تقسيماتها لمثل هذه القيم بما يتماشى وقد ارتها الاقتصادية والتكنولوجية لكل دولة، أما تقسيم المشرع الجزائري فاعتمد التقسيم الثنائي لهذه القيم المركبة سندات قابلة للتحويل والسندات المجزأة.

1- السندات القابلة للتحويل: (Les Titres Transformables)

هذا النوع من السندات يمنح مازيا لحاملها بإمكانية تحويلها إلى أسهم، وبذلك يصبح من المساهمين العاديين، وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مسبقا ونميز صنفين من هذه السندات.

1-1 سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم: (Les Titres Convertibles En Actions)

وهذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عادية وخلال فترة معينة تحقق فيها المؤسسة أرباحا مما يشجع المستثمرين الإقدام عليها. وقد سمح التشريع الجزائري بإصدار سندات استحقاق قابلة إلى التحويل إلى أسهم من طرف شركات المساهمة في نص المادة 715 مكرر 114، "يجوز للشركات المساهمة المستوفية للشروط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 82، إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم". وأحكام المواد من 715 مكرر 116 إلى 715 مكرر 125 مكرر، 188 من القانون التجاري الجزائري. وعليه وحسب مضمون المادة 715 مكرر 82 الفقرة الأولى، فإنه لا يسمح بإصدار سندات عليها الاستحقاق إلا لشركات المساهمة التي مر على إنشائها سنتين وتمسك محاسبة منتظمة ومصادق من قبل جمعية المساهمون، وأرس المال مسدد بالكامل.

1-2 . سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم:

هي السندات التي تمنح حق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركات في حالة الزيادة في رأس المال، حيث تتم الزيادة عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا تم الاتفاق على غير ذلك. هذا الحق أيضا حصري لشركات المساهمة التي أجاز لها المشرع إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم، هذه السندات تسمح لأصحابها حق اكتتاب أسهم للشركة المصدرة وفقا لشروط محددة مسبقا وخلال آجال معينة محددة في عقد الإصدار.

2- السندات المجزأة: (Les Actions Démembres)

هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص سلطات المساهمة والسندات التي تمثل حق المديونية، إذ لا يعتبر أصحاب هذه السندات المحزأة بمثابة مساهمين، ولا أصحاب سندات وتتضمن سندات شهادات الاستثمار، تصدرها شركات خاصة أو عامة. فشهادات الاستثمار ناتجة من تجزئة الأسهم إلى شهادات الحق في التصويت وشهادات الاستثمار التي تشارك في نتائج الشركة.

1-2- شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت:

حسب نص المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري، "تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال وتجزئة الأسهم الموجودة"، وتخضع في تنظيمها إلى أحكام المواد 715 مكرر 61، 715 مكرر 62، 715 مكرر 63، 715 مكرر 67، 715 مكرر 69، 715 مكرر 70، 71 مكرر من نفس القانون.

2-2- سندات المساهمة: (Les Actions Participatifs)

تنص المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري "يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات مساهمة"، وبالتالي فهذه السندات أيضا تصدر عن شركات المساهمة دون غيرها، حيث يحصل أصحابها على عائد من جزء ثابت، والآخر متغير حسب طبيعة نشاط الشركة، وقد أقر المشرع الجزائري بإصدار سندات المساهمة من قبل شركات المساهمة ودون أن يفرق بين الشركات العمومية والخاصة وتخضع لأحكام المواد 715 مكرر 73 إلى 715 مكرر 80 مكرر من نفس القانون.

المحاضرة الثانية:

إجراءات الدخول للبورصة

أولاً: إجراءات الدخول للبورصة:

إن تسجيل المنشأة بالبورصة له شروط وإجراءات ينبغي توافرها لضمان السوق منها ما يتعلق بالسوق وعدد المساهمين، ومنها ما يتعلق بالقيم محل طلب إدراج المؤسسات سواء من القطاع العام والخاص . ويجب أن تتوفر في الشركات التي يمكن قبول قيمتها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة شروط مسبقة تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وإجراءات تنظيمية لإدخال هذه القيم، وبالمقابل يمكن شطب المنقولة المسعرة بالبورصة.

أ- شروط الإدراج في البورصة:

هناك شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج وأخرى يجب أن تتوفر في المؤسسة موضوع طلب الإدراج.

1- الشروط الخاصة بالقيم موضوع طلب القبول:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة مساهمة؛
- أن تتم تحديد قيمة كل سهم؛

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛

- القرض السندي المصدر من الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد المكتتبين.

2- شروط خاصة بالمؤسسة موضوع طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس مال الشركة 100 000 000 دج؛

- إصدار 20 % على الأقل من رأس مالها في شكل قيم منقولة؛

- نشر الوضعية المالية لسنتين الأخيرتين قبل الطلب الدخول؛

- أن تكون حققت أرباحاً خلال السنة المالية السابقة لتاريخ إيداع الطلب؛

- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها البورصة؛

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي معتمد؛

- أن تقدم تبريراً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي.

ب- الإجراءات التنظيمية لإدخال القيم المنقولة:

تطبيقاً لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي 10-93 فإن شركة القيم المنقولة (SGBV) تكون مكلفة

بإجراءات الدخول وفي هذا السياق يتم قبول إدخال السندات التي قررت اللجنة قبولها وفق ثلاث إجراءات نموذجية.

1. العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:

هذا الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها. ويحدد البيان المعلن عن الإدخال عن طرق العرض العمومي بسعر أدنى شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المتدخلين، والسعر الأدنى الذي يقبلون به للتنازل عنها، وطرق توزيع السندات بين الأمرين وكذلك شروط الإدخال الخاصة عند الاقتضاء.

تتولى شركة تسيير القيم المنقولة جمع كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء ليتم فرزها حيث يتم قبول الأوامر التي تتوافق مع العرض ولها سعر محدد أما الأوامر التي يبتعد حدها عن العرض الأدنى بصورة غير عادية فهي أوامر ملغاة.

1- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

تتمثل هذه العملية في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بقبول السندات بسعر محدد مسبق. تتولى شركة تسيير البورصة إعلام الجمهور بنوعية العملية المراد القيام بها وعدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور وكيفية توزيعها.

أ. توزيع السندات على الأمرين:

تحدد طريقة التوزيع ونسبته ضمن إطار الاتفاقية المبرمة مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ويتم تحديد الحد الأقصى من نسبة الأسهم التي يمكن أن يمتلكها كل صنف من مقدمي الأوامر.

ب. العرض الاسمي:

هو الشرط الذي يتضمن أوامر اتفاق اسمية ولا يجوز لأي مشتري أن يصدر إلا أمرا واحدا يودع لدى أحد الوسطاء.

ج. الإجراء العادي:

من خلال هذا الإجراء تستطيع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال الشركة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل السند مباشرة في جدول الأسعار ويعرض للتداول ضمن شروط التسعير في السوق، ابتداء من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير البورصة وفقا لشروط السوق ويستعمل الإجراء العادي في الحالات التالية:

- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية؛

- إدخال سندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم؛

- إدخال القيم المثالية للسندات المسعرة سابقا.

ج- إجراءات شطب القيم المنقولة:

عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصياغة قواعد شطب للقيم المنقولة من جدول الأسعار إما مؤقتاً أو نهائياً ، إذا استدعى الأمر ذلك بهدف حماية المستثمرين ويمكن أن تشطب القيمة من الجدول الرسمي لتسعيرة البورصة وفقاً لثلاث حالات:

1- شطب القيم المنقولة بطلب من شركة تسيير البورصة:

بعد تدقيق شركة تسيير البورصة وتحليلها لسوق القيم ومصالح الحاملين وتقدير العناصر الآتية:

- المعدل اليومي للمعدلات المعبر عنها بالدينار والسندات وكذا عدد أيام التداول مقدرة على السندات التي كانت في السندات محل تسعيره.

- دفع الأرباح خلال السنوات المالية الثلاث الأخيرة

- نسبة رأس المال الموزع على الجمهور بالاتفاق مع شركة تسيير القيم المنقولة تحدد اللجنة الحد الأدنى الذي على أساسه يقدر شطب القيمة ، وتكون مراجعة هذا الحد محل إعلان ينشر من طرف شركة القيم المنقولة.

إن شطب سند رأس المال يعني أن كل السندات المرتبطة به أو التي ترجع إليه مثل سندات

الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، إضافة إلى الحقوق المتعلقة بهذا السند، إلا أن سندات

الديون فتبقي في جدول أسعار سندات الاستحقاق إلى غاية تسديدها ويمكن لشركة تسيير البورصة أن تقصي بشطب بعض التسعيرة فقط.

2- شطب القيم المنقولة تلقائياً:

يتم شطب القيم المنقولة تلقائياً عند حلول أجل السند كما في حالة تسديد سندات الدين أو بمناسبة زوال الشركة المصدرة كما هو الحال على مستوى شركة الخطوط الجوية التي حل أجل استحقاقها في سنة 2009.

3- شطب القيم المنقولة اختيارياً:

يتم هذا الشطب من طرف المصدر عن طريق عرض عمومي للسحب وهو الأسلوب الذي اتخذته رياض سطيف عند مغادرتها لسوق البورصة سنة 2006 ، وتتم العملية بالطريقة التالية:

- تقديم طلبات سحب السندات المسعرة إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للحصول على الموافقة المسبقة.

- تقوم شركة تسيير البورصة بنشر بلاغ فتح العرض بمجرد أن يتم التصريح بقبوله.

- يبين هذا البلاغ أنه يتم الإعلان عن شطب مجموع سندات وأسهم الشركة المعنية من جدول

الأسعار وبالنتيجة إغلاق العرض العمومي للسحب.

- تقوم شركة تسيير القيم بنشر السعر والشروط التي من خلالها تعرض الشركة خلال 30 يوماً إليها على الأقل

إعادة شراء كل السندات التي ستقدم .

- نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- ينشر قرار اللجنة في الجريدة الرسمية لجدول التسعيرة.
- ثانيا: الشروط الاجرائية لإدراج المؤسسات العمومية الاقتصادية في بورصة القيم المنقولة.
- تعتبر القواعد الإجرائية للقيد في البورصة قواعد مهنية بحتة صادرة عن كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في شكل أنظمة وتعليمات، وأخرى صادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في شكل مقررات.
- هيمنة القواعد على هذه الجزئية ارجع إلى طبيعتها التقنية البحتة التي لا يمكن للمشروع ولا للسلطة التنفيذية استيعابها كما لا يمكن ترك تنظيمها لمحض إرادة الأطراف.
- لذلك يتم تحضير الشركة للدخول إلى البورصة إضافة إلى تأشير من قبل اللجنة على المذكرة الإعلامية
- أ- تحضير المؤسسة للدخول إلى البورصة:
- تجسد المؤسسة قرارها بالدخول إلى البورصة، بتحضير ملف القيد الذي ستودعه لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بغرض الحصول على تأشيرة المذكرة الإعلامية من طرف اللجنة.
- 1- تقديم طلب القبول لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
- تودع المؤسسة الراغبة في قيد قيمتها المنقولة في البورصة طلبا لدى اللجنة، مرفقا بملف حددته اللجنة بموجب التعليمات رقم 01/98.
- يختلف الملف باختلاف القيم المرغوب قيدها فنجد سندات أرس المال وسندات الدين.
- 1-1- ملف طلب قيد سندات أرس المال:
- نصت اللجنة على محتوى ملف طلب قيد سندات أرس المال في المادة الثانية من التعليمات رقم 01/98، وهي كما يلي:
- وثائق عامة:
- وتتضمن ما يلي:
- طلب قيد سندات أرس المال في البورصة يحضره ويوقعه الممثل الشرعي للمؤسسة.
- معلومات خاصة بالمؤسسة: تسميتها، شكلها القانوني، أرس مالها، عدد الشركاء فيها.
- معلومات عن تسجيل المؤسسة بالسجل التجاري، تاريخ القيد، رقم القيد، يثبتها مستخرج من السجل التجاري الصادر عن المركز الوطني للسجل التجاري، ونسخة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية لدى السجل التجاري
- معلومات عن الأوراق المالية محل القيد: نوعها، عددها، السعر المقترح لإدخالها.

- وضع أسهم المؤسسة لدى المؤتمن المركزي وتعين ماسك الحسابات.
- وصفا عاما عن نشاط المؤسسة و فروعها إذا وجد لها فروع.
- مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقا لتعليمات اللجنة
- تعهد باحت ارم المؤسسة للقواعد السوق .
- قائمة تعرف بمسيري المؤسسة، أعضاء مجلس الإدارة، أعضاء مجلس الرقابة، مجلس المحاسبة، وكل من يشغل وظيفة هامة داخل الشركة، تحدد القائمة بأسماء ورتب ومؤهلات العلمية لكل واحد منهم، مع ذكر الوظائف التي يشغلها هؤلاء خارج الشركة إن وجدت.
- قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة.
- ◀ وثائق تتضمن معلومات عن أرسمال الشركة:
وتتضمن مايلي:
- بيان بمصدر أرسمال المؤسسة وتطوره منذ نشأتها وكل الزيادات والتخفيضات التي ط أرت عليه مرفقا بجدول يظهر رسملة المؤسسة، la capitalisation de la société المحددا القيمة الاسمية لكل صنف من قيم الشركة وقت طلب القيد.
- إذا كانت المؤسسة ممن أقدمت على إصدار أسهم عليها ذكرها مرفقة بالوثائق المثبتة لها، ولكل العمليات التي قامت بها خلال السنوات الثلاث التي تسبق طلب القيد، بما فيها عدد الأسهم المصدرة، تاريخ الإصدار، قيمة الإصدار ونتائج الإصدار.
- عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة .
- لائحة تعرف بالمساهمين المهمين في المؤسسة الذين يمتلكون نسبة تفوق % 5 من الأسهم، ونجد أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.
- وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال .
- تقارير توزيع الأرباح، كيفية توزيعها ومقاديرها.
- عدد المساهمون الذين يملكون الأسهم المعنية بالإدخال.
- شهادة توزيع أسهم المؤسسة من تاريخ تقديم طلب القيد.
- ◀ وثائق اقتصادية ومالية:
- بيان بالنشاط الصناعي و التجاري للشركة وبتطوره منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ طلبا لقيد.
- تنظيم المؤسسة وهيكلتها وإعادة هيكلتها إن حصل أي تعثر.
- درجة المنافسة التي تخضع لها المؤسسة وموقعها بين المؤسسات المنافسة.

- بيان بالوضعية المالية للمؤسسة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفقا بجدول مقارنة بمحاسبية المؤسسة خلال هذه المدة.
 - نسختان من حسابات المؤسسة مرفق بمحاضر المؤسسة تقارير محافظ الحسابات.
 - وثائق تبرر ديون المؤسسة إن وجدت وسبل اقت ارضها سواء عن طريق السوق المالية بطرح السندات أو عن طريق المصارف، مع وصف دقيق لكلتا الحالتين.
 - الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريحات الضريبية للسنوات الثلاث التي تسبق تاريخ القيد.
 - وصف شامل لمال التمويل الذي ستحصل عليه الشركة نتيجة قيدها في البورصة.
- ◀ الوثائق القانونية:

- نسختان من القانون الأساسي للمؤسسة مرفقة بتعديلاته والتصديق عليه (.) 1
 - نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري
 - نسخ من تقارير الجمعية التأسيسية، الجمعية العامة العادية وغير العادية للمؤسسة التي قررت فتح أسماها للجمهور مرفقة بمداولات مجلس الإدارة .
 - نسختان من ق ارر مجلس الإدارة الذي يرخص بواسطته إدخال القيم المنقولة في البورصة.
 - عينتا من شهادات الأسهم الم ارد إدخالها في البورصة
 - نسختان من وثيقة تثبت وضعية المؤسسة تجاه كل من صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق التقاعد، وكذا اتجاه الض ارب
 - نسخة من كل العقود المهمة التي تبرمها المؤسسة والتي تخرج عن إطار نشاطها المألوف.
- 2-1- التأشيرة على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة:

تنص المادة 30 من النظام رقم 03/97 على إلزام المؤسسة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة، أن تودع مذكرة إعلامية لدى اللجنة للتأشير عليها

حصر المشرع هذا الازم على الشركات فحسب، ليكون بذلك قد أقصى الدولة و الجماعات المحلية من إعداد و نشر المذكرة الإعلامية، الأمر الذي لم تحترمه اللجنة حينما ألزمت كل الفئات بنشر مذكرة مؤشر عليها من قبل اللجنة وذلك بموجب المادة الثالثة من النظام رقم 02/96.

اتخذت اللجنة موقفا مغاى ار من خلال المادة 08 من النظام رقم 02/96 الذي يفهم منه أن الهيئات المحلية مستثناة من إعداد المذكرة الإعلامية ، جاء نص المادة 08 كما يلي : " تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها

السندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع انجازها ، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة ،ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

تدل عبارة " على سبيل الإعلام " على أن اللجنة لا تمارس سلطتها في رقابة الإصدار التي تطرحها من امتياز السلطة العامة ،تضاف هذه المادة إلى بقية الأدلة التي ذكرت أين يتدخل القانون العام في تسير شؤون السوق المالية ليضع بذلك حدود لسلطة اللجنة، حرصا من اللجنة على نوعية الإعلام وضمنا منها لمصالح المدخرين والمستثمرين لها أن تطلب كل المعلومات والوثائق المكملة، كلما تبين لها الغموض أو النقص فيما قدم لها، وذلك في أجل أقصاه شهر من تاريخ استلام ملف طلب القبول، حيث يتم انجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية فالمذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على معلومات تقديرية هامة تساعد المستشار على الحكم على المؤسسة ولغرض الحصول على تأشيرة القبول وتحتوي أساسا على معلومات خاصة بالعملية وأخرى بالمؤسسة المذكورة آنفا. أما المنشورة الدعائية فهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه خصوصا للجمهور.

2- صدور قرار بقبول القيد أو (الإدراج) في البورصة:

تفصل اللجنة في أجل شهرين من تاريخ استلام ملف طلب القيد المودع لديها من قبل المؤسسة، ترد عليه إذا استوفي الملف كل الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة، فتصدر قرار بقبول قيد القيم للمؤسسة في البورصة.

يعتبر الأجل الممنوح للجنة للرد على طلب القيد في بورصة القيم المنقولة (شهرين) أجل طويل بالنظر إلى طبيعة العملية التي تقتضي السرعة ،فالمؤسسة المرشحة للقيد قد سطرت سياسة استثمار يجب لا فقدت أو انتقضت أهميتها ،لهذه الأسباب أو غيرها اختصرت لجنة ٍوأأن تنفذها في أقرب الآجال السوق المالية الفرنسية هذا الأجل إلى عشرين يوم فقط.

تملك اللجنة صلاحية رفض كل طلب قيد في البورصة إذا كان مخالفا لمصلحة السوق والمدخرين، حسب ما نصت به المادة 29 من النظام رقم 03/97.

حيث تلتزم المؤسسة بإبرام اتفاقية القيد مع شركة تسير (أولا) وإجراءات إدخال الشركة (ثانيا) .

1-2- إبرام إتفاقية القيد مع شركة تسير البورصة.

تلتزم المؤسسة التي حصلت على موافقة اللجنة على طلبها المتضمن قيد قيمها المنقولة في البورصة، بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقا بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى "ش.ت.ب.ق" ،تبرم المؤسسة اتفاقية التسجيل ،la convention d'inscriptions مع شركة تسير البورصة بواسطة وسيط معتمد . تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال والإجاء المناسب للإدخال.

◀ أنواع التسجيل.

حددت شركة البورصة شروط وإجراءات التسجيل لديها مسبقاً بموجب قرارها رقم 01/98 ميز هذا القرار بين نوعين من التسجيلات وهما: التسجيل الأولي و التسجيل الإضافي.

✓ التسجيل الأولي: خاص بالشركة التي ترغب في إدخال قيمها المنقولة في البورصة لأول مرة.

✓ التسجيل الإضافي: خاص بالشركة التي سبق لها وأن قيدت قيمها في مصاريف التسجيل الأولي والتي

تقدر بـ 200000 دج للأسهم و 300000 دج بالنسبة للسندات، أما عن التسجيل الإضافي فتقدر

مصاريفه بـ 100000 دج للأسهم و 150000 دج للسندات،

تلتزم الشركة التي تبرم اتفاقية التسجيل أن تدفع مصاريف سنوية أخرى هي أتاوى إبقاء السندات في سجلات

البورصة، تدفع عند نهاية كل سنة من الاتفاق بمبلغ جزء منه ثابت قدره 500000 دج، وجزء متغير هو

10000 دج، عن كل 100 أمر يسجل في سجل شركة تسير البورصة .

2-2- النشرة الرسمية للتسعيرة:

تنشر شركة تسير البورصة في النشرة الرسمية للتسعيرة، تفاصيل اتفاقية التسجيل المبرمة بينهما و بين الشركة

المرشحة للقيد الممثلة في الوسيط المعتمد. يجب أن تتضمن هذه النشرة مايلي:

- وصف الشركة العارضة وصفا دقيقا بشكل لا يترك لبسا لدى المستثمرين.

. التعريف بالوسيط أو الوسطاء المكلفين بالإدخال ومتابعة عمليات البورصة.

. عدد الأسهم و السندات المعروضة للبيع نوعها والحقوق المرفقة بها.

. سعر العرض.

. مدة العرض.

. توزيع العرض إذ رغبت الشركة في تحديد نسبة معينة كحد أقصى.

ثالثا: قواعد البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية:

سنقوم بعرض قواعد البيع والشراء للأوراق المالية والتي تنطلق من اصدار الأوامر البورصية الموجهة لوسطاء

المرخص لهم بالعمل في البورصة الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة،

باعتبارهم من بين الأجهزة الفاعلة فيها.

1- كيفية اصدار الأوراق المالية في السوق الأولية:

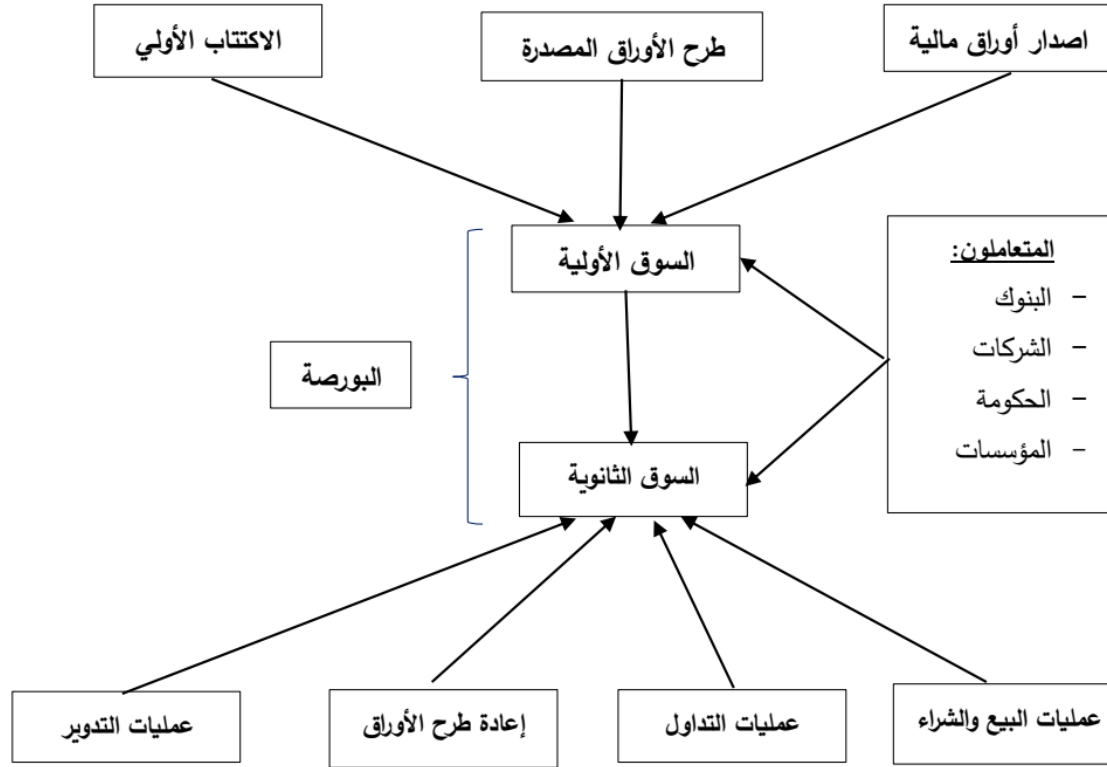
يتم اصدار الأوراق المالية في السوق الأولية ويطلق عليها سوق الإصدار أو الاكتتاب الأول، حيث تقوم

الجهة العارضة (بنك، شركة، حكومة...) بطرح أوراقها المالية للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الاسمية.

وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار في السوق الأولية، حيث تنشأ بموجبها وتدخل أوراق مالية جديدة

(أسهم، سندات، صكوك) في البورصة لأول مرة، ويشترط في إصدار الورقة المالية أن تكون عن طريق السمسار أو عضو منظم كبنك أو شركة، ويتم تدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحياتها بين أكثر من شخص في السوق الثانوية. المخطط التالي يوضح العلاقة الموجودة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين في البورصة، فيما يلي:

الشكل رقم (01): العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين في البورصة.



يتم قيد الأوراق المالية في البورصة بتقديم طلب من قبل الجهة المصدرة لتلك الأوراق لقيدتها في جدول الأسعار بالبورصة خلال مدة معينة، تحددتها لجنة البورصة اعتباراً من تاريخ قفل باب الاكتتاب في تلك الأوراق، وعلى الجهة المصدرة تقديم جميع الوثائق اللازمة للقيد، وأن تؤدي رسوم الاشتراك وغيرها من المبالغ المنصوص عليها في اللائحة الداخلية للبورصة، ولا يجوز التعامل في غير الأوراق المالية المقبولة في جدول الأسعار أو في الجدول المؤقت، ولا يجوز تداولها في غير المكان المخصص لها في البورصة، أو في غير المواعيد المحددة لذلك. تمثل قواعد وإجراءات التعامل في السوق الأولي الذي يحكم تحركات المتعاملين فيها، لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

إن الوسطاء الماليين يساهمون في خلق السوق الأولي، باعتبار أن نشاطهم الرئيسي يتمثل في مقابلة البائعين بالمشتريين للأوراق المالية ذات إصدارات جديدة، بالإضافة إلى ذلك، يقومون بشراء الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من المصدر عند سعر متفق عليه، على أمل إعادة بيعها إلى جمهور المستثمرين بسعر

أعلى، أي أنهم يقومون بعملية تغطية الاكتتاب في الإصدار الجديدة، بالإضافة إلى أن يضمن تغطية هذه الإصدارات في حالة عدم تغطية الاكتتاب بواسطة جمهور المستثمرين. يتمثل العائد الذي يحققه الوسطاء في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للورقة المالية، ومقابل ذلك قد يتعرض الوسطاء إلى مخاطر عدم وجود مشترين لها، إلا أنهم إذا ما قاموا بالوساطة بين البائع والمشتري مقابل عمولة فلا يتعرضون لأيّة مخاطرة، وهناك أكثر من طريقة لبيع الأوراق المالية الجديدة من خلال الوسطاء، حيث يتم الاقتراض أو المساهمة وفقاً لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال)، كما يتم وفقاً لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب.

يقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولية بدور كبير في انجاز هذه الاتفاقيات بنوعها، وتتمثل هذه الطرق في بيع الأوراق المالية الجديدة في السوق الأولي، فيما يلي:

◀ طريقة أقصى جهد:

في ظل هذه الطريقة لا يقوم الوسطاء بتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، ولكنهم يبذلون قصارى جهدهم في بيع هذه الأوراق المالية، ويتم ارجاع الأوراق المالية غير المباعة إلى المصدر، وتستخدم هذه الطريقة في حالة بيع الأوراق المالية لنوع معين من الشركات وهي الشركات الجديدة صغيرة الحجم، حيث يواجه الوسطاء درجة عالية من المخاطر في حالة تغطية عملية الاكتتاب، في حين ترى الشركة المصدرة أن شركتها الجديدة سيتم بيعها بسهولة، وبالتالي فهم يفضلون القيام بترويج هذه الأوراق على أساس أقصى جهد، بمعنى أنهم يبذلون قصارى جهدهم في عملية البيع، ومن جهة أخرى قد ترى الشركة المصدرة أن إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية سيتم بيعها بسهولة نظراً لشرائرها في السوق، وللأداء المالي الجيد الذي تتمتع به، وعليه قد تقرر الشركة استخدام أقصى جهد لانخفاض تكلفتها عنه في حالة قيام الوسيط بتغطية الاكتتاب.

◀ طريقة الوكالة:

لا يشترط إصدار نشرة اكتتاب في بعض الإصدارات الجديدة، فقد يقوم المصدر بالبيع مباشرة لمجموعة من المستثمرين مع استخدام خدمات وسطاء عمليات البورصة كالبانوك، فمثلاً قد يتم البيع مباشرة إلى مؤسسات مالية ويقتصر دور الوسطاء هنا على البحث عن مشترين مقابل أتعاب محددة، ويقتصر هذا النظام على إصدار السندات والأسهم الممتازة. أما في حالة إصدارات الأسهم العادية، ففي العادة يتم عرضها مباشرة على حملة الأسهم العادية بالشركة (اكتتاب خاص)، ويقتصر دور الوسطاء في بيع الأسهم التي لم يتم تغطيتها عن طريق المساهمين الحاليين للشركة، وحتى يقوم الوسطاء الماليين بوظيفتهم على أكمل وجه، يجدر بهم القيام بأربع مهام رئيسية هي:

- توزيع النصح والإرشاد والمشورة بشأن حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة، وهو ما يعني في الواقع احتمال إعادة النظر في القرارات المبدئية التي سبق أن إتخذتها الشركة

في هذا الشأن.

- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما قد يتطلب ذلك من اتصالات بجهات أخرى، مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.

- التعهد بتصريف كل الكمية أو أدنى حد منها، وقد يدفع الوسطاء مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهدوا بتصريفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد الوسطاء على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار، دون أن يلتزموا بتصريف قدر محدد منه، ويكون مقابل ذلك عمولة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وفي حالات أخرى قد يقتصر دور الوسيط على القيام بمهمة وكيل البيع، الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه، وعادة ما ينص الاتفاق على أن يكون الوسيط جاهز ومتعهدا لشراء ما تبقى بعد ذلك.

- التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء الوسطاء الذين يتعاملون معهم من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه. تعتبر هذه المهمة أساسية لعملية الإصدار، إذ يبدأ التمهيد لها منذ التفكير في إصدار الورقة، ففي البداية يتم التفاوض بين الشركة والوسطاء على حجم الإصدار ونوعه، أي ما إذا كان أسهم أو سندات،

ثم يبرم اتفاق يتضمن كافة الشروط ما عدا السعر الذي ستباع به الورقة، وكلها أنشطة تلعب دورا أساسيا في التأثير على مهمة التوزيع.

◀ طريقة تخطيط الإكتتاب:

يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيما كانت استجابة السوق، بمعنى يتحمل الوسيط كامل المخاطرة على أمل تحقيق أرباح من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وهي من أكثر الطرق مخاطرة بسبب احتمالية تعرضه للخسارة. مثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة أو مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة)، وأرادت الحصول على قرض (اقتراض مباشر) أو إصدار سندات (اقتراض غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي، وليكن مصرفا كبيرا يتولى إدارة هذه العملية. ويقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع وسطاء آخرين بالاكتتاب في هذا القرض أو هذه السندات بالكامل، ويعرف المصرف الأول بالمصرف الرائد، بينما تعرف المصارف الأخرى المشتركة معه في العملية باسم المصارف المشاركة، وبالطبع قد تنجح هذه المجموعة من الوسطاء الماليين والتي تعرف باسم "مجموعة الإدارة" في إعادة تسويق

العملية (القرض أو السندات) أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتبتين آخرين وقد لا تنجح. المهم أن المدين الأصلي قد ضمن -عن طريق الاكتتاب الكامل- الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، ويسري المنطق نفسه بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.

- ان الإصدارات الجديدة التي يتم طرحها للاكتتاب العام للجمهور عند تأسيس الشركات المساهمة العامة أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء، ويحقق الطرح العام الأولي مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي:
- توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل.
- إمكانية تحسين الصورة المؤسسية عبر الزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور.
- يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية وعدم تركيزها.
- مرونة أكبر في تسويق وتوزيع الإصدارات الجديدة.
- تحقيق مكاسب لفريق الإدارة والعاملين من خلال خطط خيارات الأسهم وبشكل قد ينعكس على سعر السهم وضمان الأداء المشترك للشركة.

مقابل هذه المزايا، قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على الشركة من خلال تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح والابلاغ عن المعلومات، الذي قد يفقد الشركة مكانتها التنافسية أمام الشركات المقارنة التي تروم لطرح أسهم.

2- تكاليف وآليات تنفيذ الصفقات في بورصة الأوراق المالية:

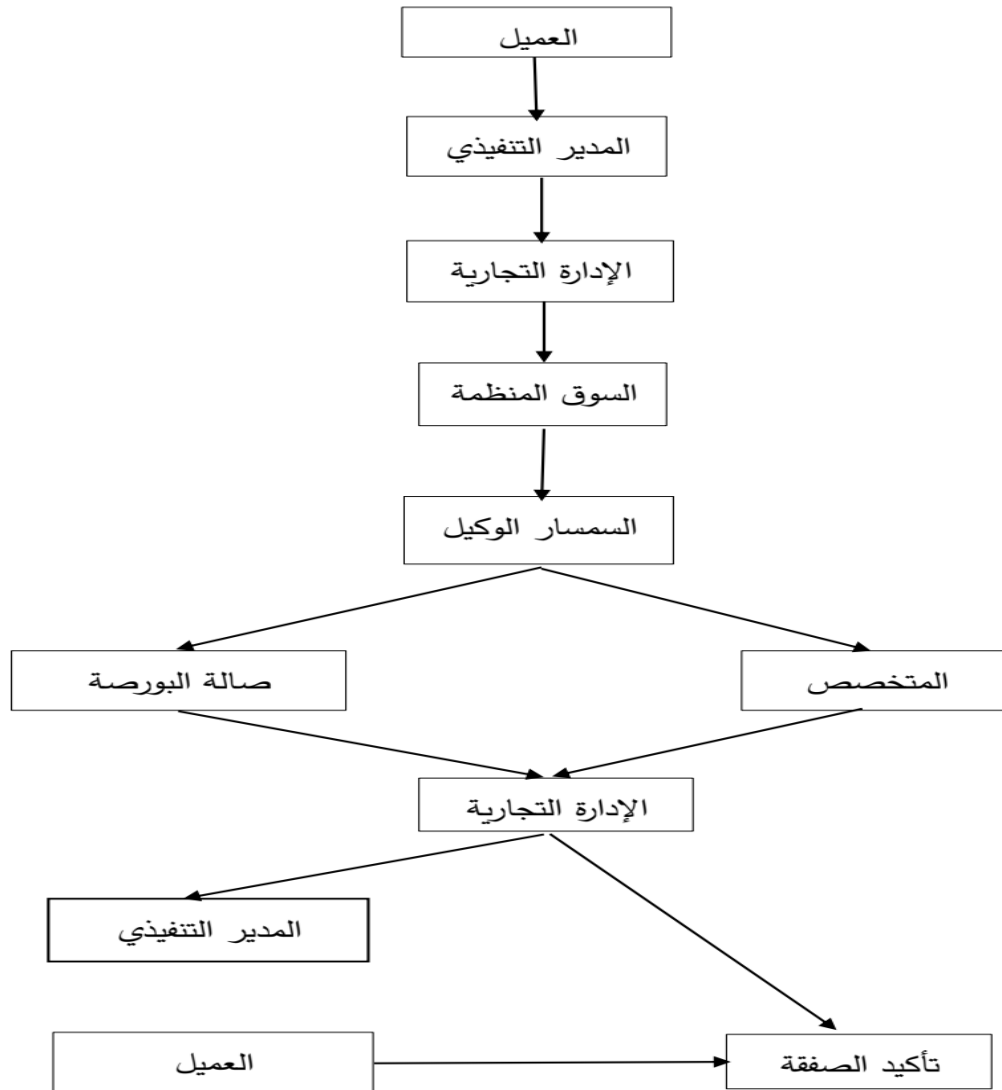
يشترط توافر عدد من الترتيبات لكي يتم التداول والإتجار في الأوراق المالية بين المستثمرين وسماسرة وتجار الأوراق المالية، ومن بين هذه الترتيبات تتمثل فيما يلي:

2-1- تنفيذ وتسوية الصفقات:

يتم تنفيذ طلبات العملاء في البورصة من خلال عملية مواءمة بين العرض والطلب. فمثلاً في بورصة نيويورك تجرى الصفقات بأن يطلب العميل من السمسار أو المدير التنفيذي لبیت السمسرة الذي يرغب في التعامل معه أن يشتري أو يبيع له أسهم معينة مسجلة للتداول في بورصة نيويورك، فيقوم السمسار أو المدير التنفيذي بتسجيل المعلومات عن الأمر ثم إبلاغه للإدارة التجارية لبیت السمسرة والتي يطلق عليها أحياناً إدارة الأوامر، والتي تقوم بدورها بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة حيث يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة البورصة وعلى الفور يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين بالبورصة باستلام الأمر من الكاتب المختص، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المختص الذي يتعامل في تلك الأسهم، وبمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه مباشرة إلى الإدارة

التجارية لبيت السمسرة بنفس الطريقة التي استلمه بها، والتي ترسل بدورها التقرير الى المدير التنفيذي الذي استلم الامر من البداية ليقوم بتبليغه للعميل، كما ترسل الإدارة التجارية خطابا الى العميل أيضا للتأكد. ففي سوق الأوامر يتم اتباع نفس القواعد الأولوية المطبقة على نظام التداول داخل المقصورة، ويتم ادخال أوامر البيع والشراء من خلال شاشات المقصورة الخاصة بشركات السمسرة التي يتم تنفيذ العملية بواسطتها، وذلك من خلال برنامج منفصل يسمى OTC (التداول خارج المقصورة). ويعتبر هذا السوق مخصصا لتداول الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، ولكنها غير ملتزمة بقواعد القيد والافصاح الخاصة بالبورصة. الشكل التالي يوضح خطوات تنفيذ الأوامر:

الشكل رقم (02): خطوات تنفيذ الاوامر



أما بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الامر، فهي محددة قانونيا في البورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجرى تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع

المتخصص أيضا، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار، مع الإشارة الى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم. ان عملية التسوية قد تكون نقدية، وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسرة أو ما يسمى التعامل بالمكشوف. أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر، أو ابقائها في بيت السمسرة الوكيل،¹ وقد لا تنتقل شهادة الملكية باسم المستثمر بل باسم بيت السمسرة الذي يتعامل معه. وفي الحالة الأخيرة يتسلم المستثمر إقرار شهري من بيت السمسرة يؤكد ملكيته للأسهم. ان تسجيل الأوراق باسم بيت السمسرة يعني قيامه بالخدمة التي تتطلبها تلك الأوراق ومن بينها تحصيل توزيعات الأسهم أو فوائد السندات، ومن ناحية أخرى يفضل بعض المستثمرين أن تكون ملكية الأسهم بأسمائهم. لأن الشركة المصدرة للأسهم لا ترسل تقاريرها المالية الا للشخص المسجل السهم باسمه، كما أن حق التصويت لا يكون الا لهذا الشخص.

لضمان حسن سير وجدية الصفقات فقد صدرت في الولايات المتحدة تشريعات من البنك المركزي ولجنة البورصة والأوراق المالية تتيح الفرصة لإنشاء مؤسسات تراقب تنفيذ وتسوية الصفقات، كما تساهم في تبسيط الإجراءات التي تنطوي عليها. ويتم العمل في هذا الشأن على مرحلتين:

◀ المرحلة الأولى: المتمثلة في المقارنة وتقوم بها مؤسسات متخصصة في الولايات المتحدة، أكبرها المؤسسة الوطنية لتسوية المعاملات في الأوراق المالية. حيث تتولى في الأربعة أيام الأولى (من الخمسة أيام التي ينبغي أن تنهي فيها ما يتعلق بالصفقة) مقارنة التقارير المرسله من السماسرة المشاركين في العملية. وفي حالة اكتشاف تباين في المعلومات ترسل إليهم مذكرة بذلك، وعادة ما يتم ذلك من خلال أطراف الحاسوب.

◀ المرحلة الثانية: هي التسوية فتتمثل في تسجيل العملية في الدفتر أو الملف المخصص لذلك، والمحتفظ به في الحاسوب. وقد أتاح هذا الدفتر فرصة لتلبية رغبة لبيوت السمسرة والمؤسسات المالية بأن تتم التسوية دون تسليم فعلي لشهادة الملكية، وأن يكتفي بحفظها لدى جهة مؤتمنة. وبالنسبة للمعاملات في بورصة نيويورك، والبورصة الأمريكية، والسوق غير المنظمة يحتفظ بالشهادات لدى الشركة المؤتمنة للإيداع DTC والتي تعد أكبر المؤسسات التي تعمل في هذا المجال هناك.

2-2- تكاليف تنفيذ الأوامر والصفقات:

بالرغم من صعوبة فصل الأوامر عن التنفيذ في تعاملات البورصة، الا أن الفصل الفردي يساعد على إيضاح آلية شراء وبيع الأوراق المالية، فبعد تنفيذ الأوامر لا بد من تسوية الصفقات حيث يجرى تسليم الأوراق المالية للعميل واستلام المبلغ. يقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصصين بحيث يصبح العميل المالك القانوني للأوراق المالية مع دفع المقابل من عمولة ورسوم. كما قد تكون التسوية نقدية بائتمان أو ما يسمى

التعامل كما بالمكشوف. قد تكون العمولة غير معقدة وتترك للتفاوض بين الزبون والوسيط، في البورصات الأمريكية، كما قد تكون مقيدة من قبل لجنة السوق كما هو حال كثير من البورصات. لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة بالحسبان عند الرغبة في التحقيق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ، ويمكن تقسيم التكاليف إلى:

◀ التكاليف المباشرة:

التكاليف المباشرة تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة، تتمثل في:

- ✓ عمولة السمسار: تمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.
- ✓ الخصم على السعر: الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.
- ✓ الضرائب والرسوم المستحقة للأطراف المتعاملة في البورصة: يتحمل المستثمر تكلفة تتمثل في مجموع الضرائب والرسوم التي تفرضها الحكومة من جهة، واللجنة المختصة بالقيم المنقولة.
- ✓ عمولات البنوك: يلتزم المستثمر الذي يلجأ إلى أحد الفروع البنكية لإيداع أوامره بدفع عمولة إضافية نظير الخدمات التي يقدمها له على تلك التي تعطي للوسيط.
- ✓ ربح صناع السوق : الضريبة على هام. الفرق ما بين سعر الشراء والبيع تدعى بضرائب صناع السوق (المتخصصين والتجار). حيث تطبق ضريبة على الربح، والمتمثل في الفرق الذي يحصلون عليه بين السعر الذي تشتري الأوراق المالية وسعر بيعها، ويعرف بالهام. أو المدى، وذلك مقابل الوساطة التي يقومون بها بين البائعين والمشتريين الحقيقيين لهذه الأوراق، الذين يرغبون في تحقيق ما يريدونه بسرعة، ويمكن لصناع السوق "تجار الأوراق" الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتلبية معظم الطلبات لأن توقيت الرغبات يكون متباين مما يحملهم تكاليف فرق هذه المدة، وهي ما تعرف بـ "تكلفة الاحتفاظ بمخزون الأوراق المالية" أو "سعر الانتظار"، وتضم معدل العائد المطلوب مقابل مخاطرة عدم التنوع وارتفاع معدلات الفائدة كذلك التقص في المعلومات. ويضاف سعر الانتظار إلى سعر الشراء مما يمكن صناع السوق من تحديد البيع ومن ثم تحقيق هام. ربح مدروس.
- ✓ حقوق الدخول والخروج ومصاريف التسيير: تتعلق هذه المصاريف، عموما بهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية وتخص:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: بالإضافة الى مصاريف التسيير المتعلقة بالعمليات التي تجرى في البورصة، هناك حقوق دخول للبورصة وحددت هذه المصاريف بـ 4,75 كحد أقصى في التشريع الفرنسي، أما مصاريف التسيير فحددت بـ 1% كحد أقصى.
- الصناديق جماعية للتوظيف: حددت هذه المصاريف في التشريع الفرنسي على النحو التالي: حقوق الدخول والخروج بنسبة 4 % كحد أقصى، أما مصاريف التسيير فحددت بنسبة 1 % كحد أقصى.
- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة: في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.

ان التكاليف المباشرة السابقة الذكر تدعى بـ "تكاليف المعاملات"، إضافة الى ذلك، هناك تكاليف مباشرة أخرى التي ينبغي على المستثمر أن يعطي لها اهتماما والتي تضم العناصر التالية:

- التكاليف الناجمة عن الزيادة السعرية في قيمة الأوراق داخل الأوامر المتعلقة بالكميات الكسرية.
- تكاليف الفوائد على الاقتراض وكذا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير نقدية.
- الضرائب المتعلقة بالتوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

◀ التكاليف غير المباشرة:

التكاليف غير المباشرة ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية أي توجيه الأموال الى استثمار الفرصة المثلث. وقد يكون حساب الأخيرة صعب نسبيا الا أن تقديره ممكن، ولا بد أن يأخذ بالحسبان وصولا الى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأسهم، وبذلك فان مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل بمجموعها التكاليف الكلية للعملية.

المحاضرة الثالثة:

تنظيم البورصة (لجنة تنظيم

بورصة الجزائر)

ان بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية لها هيكل ينظمها ويحكمها وفق القوانين واللوائح الصادرة عن الجهات المؤهلة لذلك . تضم البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل بتكامل حتى تضمن سير العمليات في البورصة وسير البورصة في حد ذاتها، بالإضافة الى فتح فرص الاستثمار على مصرعيه المحلي والأجنبي وكذا ترقية الاقتصاد الوطني. ومن بين هذه الهيئات تتمثل فيما يلي :

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):

لقد تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في: 1993/05/23 ، تم تثبيتها في فيفري 1996 ، كما خضعت لتعديلات أخرى سيما وأنها تعتبر المحرك الأساسي والسلطة العليا للبورصة، تركز مهامها بصفة رئيسية على تطبيق القوانين المتعلقة بالسوق المالي، ولا يقتصر تطبيقه من الناحية المادية فقط، بل تم توسيع صلاحياتها لتشمل مجموعة من السلطات بهدف ضبط سوق القيم المنقولة، والمتمثلة في كل من سلطة التنظيم والرقابة وأخي ار سلطة العقاب لقمع المخالفين لقوانين وأنظمة السوق المالي.

تقوم هذه اللجنة أيضا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، كما تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول الى البورصة. وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض وللاكتتاب العام، وذلك في 1997/11/18. ثم رياض سطيف وصيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في 1998/03/31 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير "SICAV".

ان المشرع الجزائري منع رئيس اللجنة وأعضائها من القيام بأي صفقة أو تداول في السوق المالية الجزائرية، ضمانا لحسن سيرها في ظروف شفافة. كما أعطاهم صلاحيات واسعة فيما يخص الرقابة واكتشاف التلاعب بالأسعار والممارسات التي من شأنها التأثير عليها كنشر الاشاعات، وفرض العقوبات المناسبة، شأنها في ذلك شأن مثيلاتها في البورصات العالمية.

1- الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، حسب المادة (20) من قانون (03-04) المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم (93-10) المتعلق ببورصة القيم المنقولة، من رئيس وستة أعضاء.

يتم تعيين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربعة سنوات، وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعاً للتوزيع الآتي:

- قاضي 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 المجلس الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.
- تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبة قيم المنقولة ومراقبتها، بالسر على :

- حماية ادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلي للدخار.

- لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر.
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

تعتبر اللجنة العنصر الرئيسي فيما يخص اصدار القرارات، اذ يكمن دورها في :

- اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بالسوق المالية.
- اتخاذ قرارات منح التأشيرات للمصدرين.
- اصدار الموفقات، التأهيلات أو التسجيلات والاعت ارفات بمهني السوق.
- فتح إجراءات متعلقة بالعقوبات.

2- صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة :

لقد زود المشرع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بعدة صلاحيات من أجل تنفيذ الإجراءات والقوانين التي تضمن بها حسن سير آليات التداول داخل البورصة، ومن بين هذه الصلاحيات تتمثل فيما يلي:

2-1- صلاحيات تنظيمية :

- تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع الى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي سيتم سنها على الخصوص فيما يلي:
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

- واجبات الاعلام المفروضة على الشركات عند اصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو

القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير حافطة القيم المنقولة.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

2-2- صلاحيات الاعتماد والتأهيل:

تعتمد اللجنة على ما يلي: الوسطاء في عمليات البورصة، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك، وتؤهل ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

2-3- صلاحيات المراقبة والحراسة والتحقيق:

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد والتحقق من العناصر التالية:

- احت ارم المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.

- امتثال الشركات التي تلجأ الى الطلب العلني على الادخار لواجبات الاعلام التي تخضع لها.

- ادراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.

- حسن سير السوق.

وتؤهل اللجنة من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات

مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.

2-4- صلاحيات التأديبية والتحكيمية:

تنشأ ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة غرفة تأديبية وتحكيمية تتكون من رئيس وعضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وكذا قاضيين يتم تعيينهما من طرف وزير العدل. ويتولى الرئيس أمانة الغرفة.

✓ في المجال التأديبي: تختص اللجنة بالنظر في كل اخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

✓ في مجال التحكيم: تتولى اللجنة بالنظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة والذي يقع:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة.

5-2- صلاحيات الاستشارة:

على غرار ما يمارس في الخارج، قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإنشاء المجلس العلمي الذي يهدف الى:

- اعلام الهيئة ووزارة المالية بشأن التطورات الاكاديمية في المجال المالي.
 - رصد التطورات على الجانب التنظيمي والابتكارات فيما يتعلق بأنشطة اللجنة.
 - الشروع في البحوث المتعلقة باهتمامات اللجنة برئاسة أستاذ جامعي وخبير معترف به.
- يتألف المجلس العلمي من خبراء وأساتذة جامعيين (المحلية والأجنبية) وأعضاء اللجنة، تقدم اللجنة الدعم في مجال السكرتارية من خلال اقتراح مواضيع وورش العمل أو الندوات.
- كما يرصد المجلس لأفضل استخدام للخبرات المتاحة حيث تستفيد منها اللجنة بشكل خاص لتحديث القوانين والأنظمة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقضايا المتعلقة وتقديم الاقتراحات في هذا المجال.
- وقد أنشأت هيئات عديدة للأوراق المالية لجان علمية أو استشارية للمساعدة في الفكر الأكاديمي في مجال الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد حيث تم بناء جسور بين الجامعة والقطاع المالي.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) :

تأسست شركة تسيير بورصة القيم بموجب المرسوم التشريعي رقم المؤرخ في: 1993/05/23، المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000 دج تمثل اطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم احترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها . كما تعتبر جهاز من أجهزة البورصة حدد لها القانون مهمة تسيير السوق بوضع الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لإقامة السوق، تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات.

1- مهام شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

يتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومن المهام التي تقوم بها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تتمثل فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

2- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

تتمثل في مجموعة من المؤسسات التي تساهم في عمليات البورصة قد تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تتمثل في:

✓ البنوك الوطنية:

بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).

✓ شركات التأمين الوطنية:

الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA).

✓ البنك الخاص:

وتتمثل في : يونيون بنك (UB).

3- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

تتمثل في مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة قد تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تتمثل في:

- بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛

- القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛

- البنك الوطني الجزائري (BNA)؛

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):

يتمثل الوسطاء في عمليات البورصة في البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة. ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

حدد المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في: 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. كما كلفوا (IOB) بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية والمتمثلة فيما يلي:

- التفاوض لحساب الغير.

- الارشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

- التسيير الفردي للحافطة بموجب عقد مكتوب.

- تسيير حافطة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

- التفاوض للحساب الخاص.

- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

- ارشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وادماج وإعادة شراء المؤسسات.

حسب المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم (93-10)، يخول الوسطاء في عمليات البورصة، حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، القيام بما يلي:

- يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقينهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.

- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارس هذا الحق حيال

- زبائنهم. يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا من أن رؤوس الأموال التي يأتهم عليها

- زبائنهم لإنجاز عمليات البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونيا.

كما يجب عليهم (IOB) أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه، وتنظيمهم، ووسائلهم التقنية والمالية، وما يجب عليهم تقديمه من ضمانات وكفالات وشرف مسؤولهم وأعاونهم وخبرتهم، وأمن عمليات زبائنهم.

لقد تم تعديل المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم (10-93) بالقانون (04-03) المؤرخ في: 17 فيفري 2003، أن الوساطة في البورصة لا يمكن أن تمارس من طرف الوسطاء الا بعد حصولهم على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبذلك يعد الاعتماد شرط ضروري يمكن الوسيط من القيام بمهامه بصفة منتظمة في البورصة وبدونه لا يمكن الوسيط اكتساب هذه الصفة.

حسب المادة 07 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم (01-15) المؤرخ في 15 أفريل 2015 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، تنص على أن :

- الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة، كما يجب عليه وضع إجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية وكشف وتسيير تضارب المصالح اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدم له الاعتماد لممارسته.

- يجب تكييف الوسائل المناسبة مع طبيعة وأهمية وتعقيد وتنوع النشاط أو الأنشطة الممارسة. كما تعتمد على تطور النشاط والإطار القانوني والتنظيمي.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السهر بشكل دائم على أن تكون الوسائل والإجراءات المذكورة أعلاه مجتمعة في أي وقت.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السعي لتفادي تضارب المصالح، وفي حالة عجزه على ذلك عليه بحلها لصالح الزبون.

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة، مكلف بالسعي إلى احترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

◀ الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:

يتضمن سوق المال في الجزائر من الوسطاء في عمليات البورصة تتمثل في:

- بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
- القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
- البنك الوطني الجزائري (BNA)؛

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).

- بي أن بي باريبا الجزائر؛ - سوسيتي جينرال الجزائر؛ - تل مارككتس؛

- بنك البركة الجزائر، بنك السلام الجزائر.

رابعا: المؤتمر المركزي:

ينشط المؤتمر المركزي تحت اسم "الجزائر للمقاصة" أو "الجزائر للتسوية"، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، كما أن المساهمة في رأس مالها مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة، للشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة. يتكون رأسمال المؤتمر المركزي على السندات المقدر مبلغه بـ 65 مليون دج من مساهمات مؤسسيه، وهم:

البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوارسي، مؤسسة الرياض- سطيف. تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما. يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمر المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمر المركزي على السندات.

تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم. يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمديرين الرئيسيين للمؤتمر المركزي على السندات، الى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. بناء على تقرير الذي أصدرته اللجنة وبصفة احتياطية يمكن الوزير المكلف بالمالية عزل المدير العام للمؤتمر المركزي على السندات و/أو المديرين الرئيسيين واستخلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مديرين جدد من طرف مجلس الإدارة.

◀ مهام المؤتمر المركزي على السندات :

تتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة، على وجه الخصوص في:

✓ حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.

✓ متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب الى حساب آخر.

- ✓ إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- ✓ التقييم القانوني للسندات وترميزها وفقا للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

✓ نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

خامسا: ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC) :

يوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية. يتمثل مسك الحسابات- حفظ السندات، في مفهوم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم (02-03)، في تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب، أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات، وكذا حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفاءات خاصة بكل اصدار للسندات.

يهدف نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم (02-03)، إلى تحديد شروط تأهيل نشاط السندات وإدارتها الموصوف بمسك الحسابات-الحفظ، وممارسة هذا النشاط طبقا لأحكام المادة 19 مكرر 1 من المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في: 23/05/1993 المعدل والمتمم، والتي تنص على: "عندما يستخدم مصدر السندات، سواءا كانت دولة أو جماعات محلية أو هيئة عمومية أو شركة ذات أسهم، حق اصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها الا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة ماسك الحسابات وحافظ السندات".

يجب على المؤسسات التي تلتزم بالتأهيل بصفة ماسك الحسابات-حافظ السندات أن تقوم بما يلي :

- تقديم طلب تأهيل الى اللجنة.

- الالتزام باحترام دفتر الشروط المشار اليه في المادة 08 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم (02-03)، والمتمثلة في: الوسائل والإجراءات على الخصوص الموارد البشرية، والمعلوماتية، والمحاسبة، وترتيبات حماية الزبائن وترتيب المراقبة الداخلية. وتحدد هذه الشروط من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويجب على ماسك الحسابات-حافظ السندات أن يكون قادرا في أي وقت أن يثبت بأنه يحترم هذه المقتضيات.

- الالتزام باحترام قواعد مسك الحسابات-الحفظ المحددة من طرف اللجنة.

- تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات-حفظ السندات حائز على شهادة في التعليم العالي ويتوفر على تجربة مهنية كافية.

حسب المادة 12 من هذا النظام رقم (02-03)، يتعين على ماسك الحسابات-الحافظ على السندات أن يبلغ في أقصر الآجال كل صاحب حساب بما يلي:

- كل تنفيذ للعمليات وكل الحركات التي تشمل السندات والنقود المقيدة باسمه.
- العمليات الجارية على السندات التي تقررها الكيانات المصدرة والتي تتطلب ردا من صاحبها.
- الاحداث التي تعدل حقوق صاحب السندات على السندات المحفوظة، عندما يفوض ماسك الحسابات-الحافظ

بالتفكير في أن صاحب السندات لم يبلغ بذلك.

- العناصر الضرورية للإعداد تصريحه الجبائي.

يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تصدر قرار بسحب التأهيل من ماسك الحسابات-حافظ السندات، للأسباب التالية:

- بطلب من المؤسسة.

- تلقائيا إذا أصبحت المؤسسة غير مستوفية لشروط تأهيلها.

- إذا لم يمارس تأهيله في أجل 09 شهرا، ونشاطه لمدة 12 أشهر.

- إذا كان من شأن مواصلة نشاطه الاضرار بمصالح زبائنه.

◀ مهام ماسكو الحسابات حافظو السندات :

ماسك الحسابات-حافظ السندات هم البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة، والمهام التي تقوم بها تتمثل فيما يلي:

- ✓ يتولى حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم صاحبها.
- ✓ ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، النقل، التحويل،...).
- ✓ يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح، الفوائد، نقل الحقوق،...).
- ✓ اعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافطة، العمليات على السندات،...).

سادسا: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM):

لقد تم تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في السوق المالي الجزائري بمقتضى الامر رقم (08-96) المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. تعتبر هذه الهيئات بمثابة محف ازت حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف الى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة الى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمارية واضحة، يتطلب انشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وتوجد في الجزائر حاليا شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي "شركة الاستثمار المالي SICAV CELIM".

حسب المادة 01 من الامر رقم (96-08) المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف

الجماعي في القيم المنقولة، نميز فئتين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وتتمثل في :

1- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:

هي عبارة عن شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول. تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الامر. وتصدر أسهم هذه الشركة ويعاد شراؤها، في كل وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم بقيمة تصفوية، تضاف اليها أو تخصم منها نفقات وعمولات حسب الحالة. ويتم تحديد كفاءات حساب القيمة الصفوية من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تخضع هذه الشركة للقواعد التالية:

✓ لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال.

✓ لا تخضع التنازلات عن الأسهم الى شرط موافقة المساهمين.

✓ يجب تسديد الأسهم بأكملها عند اكتتابها.

✓ تعقد الجمعية العامة خلال 4 أشهر من اقفال السنة المالية، ويجوز عقدها حتى في حالة عدم بلوغ النصاب.

✓ يجب أن تدفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال 6 أشهر كأقصى أجل بعد اقفال السنة الحسابية.

✓ يجوز القيام بتغييرات أرس المال دون أجل محدد وبقوة القانون، مع مراعاة القوانين الأساسية

وأحكام المادتين 11 و 12 من هذا الامر.

2- الصندوق المشترك للتوظيف:

هو عبارة عن ملكية مشتركة لقيم المنقولة، تصدر حصص هذا الصندوق ويعاد شرائها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية، تضاف اليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة. ولا يتمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية. كما تعتبر حصص هذا الصندوق قيما منقولة ويجوز أن تكون موضوع قبول للتسعيرة في بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

نصنف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حسب القطاع الذي تمثله وطبيعة الأصول التي تكون المحفظة: الصناديق النقدية، صناديق السندات، صناديق الأسهم، صناديق متنوعة.

حسب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم (04-97) المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، المادة 01 من هذا النظام تنص على أن: هدف هذا النظام هو تحديد إجراءات التأسيس والتسيير وكذا قواعد الحذر والاعلام والمراقبة المتعلقة بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة". تحدد القيمة التصفوية للسهم أو الحصة لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من حاصل قسمة صافي الأصول على عدد أسهمها أو حصصها المتداولة، بينما صافي أصول هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة الفرق بين مجموع أصولها وديونها، وعند تحديد هذا الصافي يجب أن يأخذ في الحسبان : القيم الزائدة أو الناقصة المؤجلة، النتيجة رهن التخصيص، الاحتياطي، والنتائج المحققة خلال الدورة الحالية.

ك إدارة وتنظيم سوق الأوراق المالية (stock market management):

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها فيما يلي :

1. مجلس إدارة البورصة:

تتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، وتتفرع عنها لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

2. الجمعية العامة:

تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

3. اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

تختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالبا ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

4. هيئة التحكيم:

تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

5. مجلس التأديب:

يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.

6. مندوب الحكومة:

يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

المحاضرة الرابعة:
الوسطاء الماليين وأوامر
البورصة

أولاً: المتعاملون والوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية:

توجد العديد من الأطراف التي لها علاقة ببورصة الأوراق المالية، فنجد فئة الوحدات ذات الفوائض المالية (أفراد وشركات) والتي تدخل إلى البورصة عارضة لتلك الأموال، وفئة ووحدات تعاني من عجز مالي تدخل البورصة طالبة للتمويل، إضافة إلى فئة الوسطاء الماليين الذين لا يتم التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

إذن يمكن تقسيم الأطراف المتداخلة في بورصة الأوراق المالية إلى ثلاثة مجموعات أو فئات رئيسية، وهي:

✓ الطالبون للأوراق المالية؛

✓ العارضون للأوراق المالية؛

✓ الوسطاء الماليون.

أ- الطالبون للأوراق المالية:

يتم الطلب على الأوراق المالية من طرف المدخرين الذين يملكون فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، ويكون الطلب على هذه الأوراق أما في السوق الأولية "سوق الإصدارات" وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المدخر الأول" أو "عارض المال" أو "المستثمر المالي"، أو في السوق الثانوي "البورصة" وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المستثمر في الأوراق المالية". عموماً يمكن تقسيم طالبوا الأوراق المالية فيما يلي:

1 - المستثمرون الأفراد :

يشكل الادخار الفردي مصدراً هاماً للطلب على الأوراق المالية وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الانفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها في شكل أوراق مالية، مما يحققه ذلك من عائد على توظيف مدخراتهم. في العادة يطلبون آلاف الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية، أو مباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات، وتمثل حصة الأفراد والعائلات في البورصات نصيب مقدر حيث تتجاوز توظيفاتهم نسبة 81% في الولايات المتحدة الأمريكية وتبلغ ما بين 20% و 30% في دول كالمملكة المتحدة واليابان وفرنسا وألمانيا.

2 - المستثمرون التأسيسيون:

إن المستثمرون التأسيسيون عبارة عن هيئات الاستثمار المحلية والأجنبية التي تتحكم في أسواق أرس المال في أغلب الدول، وتختلف هذه الهيئات الرئيسية من دولة إلى أخرى في عدة نواحي تبعاً للإطار

المالي الوطني. كما يعتبرون من أهم المتدخلين في بورصة الأوراق المالية لأنها تتميز بسيولة عالية، لتوليها بجمع وتوظيف أموال زبائنها في شكل أوراق مالية، ومن بين أهم المستثمرون التأسيسيون تتمثل فيما يلي :

2-1- شركات التأمين:

تعتبر شركات التأمين من أهم شركات الادخار وهي من أهم الشركات وأكبرها حجماً، وتنقسم هذه الشركات الى مجموعتين: شركات التأمين على الحياة، شركات التأمين الأخرى (الحوادث، الشحن، الحريق).

تلعب شركات التأمين دوراً حيوياً في تجميع المدخرات الوطنية ثم إعادة استثمارها في أوجه استثمار تتعلق بخطط التنمية والازدهار الاقتصادي للمجتمع، كذلك لها دور كبير في إدارة الاخطار التي تتعرض لها وسائل الإنتاج المختلفة في المشاريع الإنتاجية، وبهذا ترفع شركات التأمين عبئ إدارة الاخطار عن الوحدات الإنتاجية تاركة للإداريين والفنيين فيما عدا إدارة أعمالها فقط . كما تساهم في تمويل وتوفير الاحتياجات المالية لمختلف أنشطة الأعمال، لحرصها على الاستثمار في الأوراق المالية قليلة المخاطرة، لأنها تتعامل في البورصة بأموال الغير لحسابها الخاص، ويمكن لشركات التأمين القيام بدور الوسيط في البورصة والتعامل بالأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة.

رغم الحجم الكبير الذي تقوم به شركات التأمين، إلا أن القوانين لا تسمح لها بالتوسع بالاستثمارات، وذلك لطبيعة تأسيس المؤسسة التي يفرض عليها المحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها كإحتياط لمواجهة الأخطار المستقبلية.

2-2- شركات الاستثمار:

هي عبارة عن شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزنة وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ،ويكون للمستثمر حصة من هذه التشكيلة حسب رأس ماله ويحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك. ويمكن تقسيم هذه الشركات إلى :

◀ شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تقوم هذه الشركات بتشكيل صناديق استثمار تصدر أسهم محددة تباعا للجهود ويكون عدد هذه الأسهم محددا، حيث لا تستطيع الشركة زيادة عدد هذه الأسهم الا في حالة اصدار أسهم جديدة لغايات زيادة رأس مالها كما يجري في شركات التمويل العادية.

◀ شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تقوم هذه الشركات بتشكيل صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة، حيث أن رأس مال المستثمر في هذه الصناديق غير محدد اذ تستطيع الشركة زيادة رأس المال كما تشاء، لهذا لا تتداول أسهم هذه الشركات في الأسواق المالية لان الشركة تقوم بشراء أسهم من بريد الانسحاب ويكون عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة والتي يتم تداول أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

3-2- صناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية، سواء العالمية أو المحلية. فهي تتمثل في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها

بصورة منفردة. فهناك الخبرة التي يمتلكها مديرو الاستثمار، والتي تضمن تحقيق عوائد أعلى مما قد يحققه المستثمر لو قام بتشغيل أمواله بمفرده، بالإضافة الى أن تجميع الأموال في صندوق استثماري واحد يؤدي الى تقليص العبء الإداري على المستثمرين، وكذلك الى الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر الفردي في الأسواق المالية. 1. تنقسم صناديق الاستثمار الى قسمين رئيسيين هما :

◀ صناديق استثمار مفتوحة :

يطلق على هذه الصناديق أيضا "الصناديق ذات رأس المال المتغير"، وهي عبارة عن الصناديق ذات رؤوس الأموال المتغيرة والتي تزداد وحداتها بإنشاء وحدات جديدة أو تنقص باسترداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم، وتباع تلك الوحدات للجمهور باستمرار عن طريق نشرات الاكتتاب ويحق للمستثمرين فيها استرداد قيم وحداتهم وفقا لصادفي قيمتها وقت الاسترداد الموضح باتفاقية الصندوق.

◀ صناديق استثمار مغلقة:

يطلق على هذه الصناديق أيضا "الصناديق ذات رأس المال الثابت"، وي طرح هذا النوع من الصناديق عدد ثابت من الوثائق عند الاكتتاب. وبالتالي تمثل قيمة هذا العدد حجم أرس مال الصندوق ولا يجوز

له تغيير هذا الحجم ولا يكون لديه أي الت ازم تعاقدى لش اراء تلك الوثائق مرة أخرى، لذلك المساهم الذي لا يرغب في بيع وثيقته عليه أن يعرضها على غيره من المساهمين أو يلجأ الى بورصة الأوراق المالية إذا كانت تلك الوثائق مقيدة ومتداولة بالبورصة، أو بيعها خارج المقصورة إذا كانت غير مقيدة أو متداولة.

4-2- صناديق التقاعد:

تقوم هذه الصناديق بجمع ادخارات العمال باقتطاع جزء من رواتب وأجور الموظفين والعمال حتى يصلون الى سن التقاعد، ثم تعيد لهم هذه الأموال المقتطعة طيلة فترة عملهم بمجرد انتقالهم الى مرحلة التقاعد. تلعب صناديق التقاعد (المعاشات) دورا كبيرا في تحريك سوق أرس المال، لأن المبالغ المجمعة من الاقتطاعات يتم توظيفها في البورصة على شكل استثمارات طويلة الاجل، لغرض تحقيق العوائد والاستفادة من الفرق الزمني بين مدة الاقتطاع ومدة الاستحقاق للعمال، عوض الاحتفاظ بالأموال مجمدة لديها، محققة بذلك الأمان والربحية.

5-2- صناديق التوفير:

هي عبارة عن الصناديق التي تمتلكها البنوك والشركات المالية، وتعتبر من أهم الصناديق التي تهتم إدارة المحافظ وذلك للعلاقة القوية بين المستثمر والاستثمار، فالمستثمر هو صناديق الاستثمار التي تمتلكها البنوك والشركات المالية والتي بدورها الرائد الأساسي لعملية الاستثمار. يمكن تقسيم صناديق التوفير إلى:

➤ صناديق توفير عامة:

هي عبارة عن صناديق تدار بواسطة البنوك والشركات المالية، وهدف هذه الصناديق القيام بالتنمية الاقتصادية ويتم ذلك بواسطة إدارة ناجحة للمحافظ الاستثمارية.

➤ صناديق توفير خاصة:

هي عبارة عن صناديق يعود رأس المال فيها الى أفراد عملوا على توفير مبالغ من أجل استثمارها في هذه الصناديق، وذلك من أجل تنميتها في إدارة المحافظ الاستثمارية.

6-2- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية:

تقوم هذه الهيئات بدور مهم في جمع المدخرات من الافراد والهيئات المالية، نظرا لما تملكه من خبرة واسعة في مجال سوق الأوراق المالية، اذ تقوم بتلبية حاجات المستثمرين الذين لا يملكون الرغبة في الاستثمار المباشر في السوق، أو الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم من حين لآخر. تتكون هذه الهيئات عموما مما يلي:

◀ شركات الاستثمار برأس مال ثابت (SICAF):

يسمح هذا النوع من المؤسسات الأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة القيم المنقولة بشراء وبيع الأوراق المالية لفائدة المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة. حيث لا يمكن للمساهمين في هذه المؤسسات حق حيازة والتصرف المباشر على قيمة الأصول الصافية، ولا يمكنهم الخروج من هذه المساهمة، إلا ببيع حصتهم في سوق الأوراق المالية، ويتم توزيع العوائد الصافية المحققة بناء على قرار تصدره الجمعية العامة للمساهمين.

◀ شركات الاستثمار برأس مال متغير (SICAV):

يتكون رأس مال شركات الاستثمار برأس مال متغير من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغير بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا بسبب دخول وخروج المساهمين نتيجة بيع وشراء حصصهم. تهدف هذه الشركات إلى تلبية حاجيات المستثمرين الذين يتخوفون من الاستثمار المباشر في السوق أو ليس لديهم الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم، فيساهمون في هذه الشركات قصد تخفيف العبء والاستفادة من المزايا الضريبية التي تمنح لهم، كما أن أسهم هذه الشركات تتميز بأنها قابلة للاسترداد والتحويل إلى أنواع أخرى من الأسهم التابعة لشركات أخرى من هذه الهيئات.

◀ نوادي الاستثمار:

هي عبارة عن مجموعة من المستثمرين الخواص الذين قاموا باستثمار أموالهم بصفة مشتركة، بهدف التسيير الجماعي والملكية الجماعية، لذلك قاموا بتوزيع أموال الاستثمار على عدد كبير من الاستثمارات. حيث يتفقون على تكوين هيئة متخصصة تقوم بتسيير المحافظ المالية في سوق الأوراق المالية، ويكون أرس مالها عبارة عن دفعات دورية. تساعد نوادي الاستثمار على نشر الوعي الاقتصادي والمالي وآليات عمل البورصات، كما أن هناك عدد محدد من الأعضاء لتكوين نادي الاستثمار، فإذا تجاوز ذلك العدد فيتحول إلى شركة وتكون مرفوعة بالإلزامية دفع الضرائب.

◀ الصناديق الجماعية للتوظيف (FCP):

تسمى كذلك بصناديق الدخل، وهي ذات مخاطر منخفضة وعوائدها السنوية مرتفعة، تعمل هذه الصناديق على جمع الأموال من صغار المستثمرين خاصة العائلات، وتتميز بوجود هيئة إدارية مستقلة، ولا يحق للمساهمين المشاركة في إدارتها وتسييرها. تحتوي هذه الصناديق على أسهم ذات

دخل شبه ثابت، وتكون هذه الأسهم من أسهم الشركات القوية تسميتها والمستقرة، لهذا تستهدف المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق دخول ثابتة مع قليل من المخاطرة، يمكن بالصناديق المتوازنة.

2-7- صناديق الضمان الاجتماعي:

هي عبارة عن خدمات اجتماعية تقدمها لمنحطها من أجل تأمين بما قد يحل بهم من مصائب تعيق حياتهم كمصاريف العلاج، العطل المرضية وتعويضهم عن الاضرار الناجمة عن حوادث العمل وغيرها. والمبالغ المالية المجمعة في الصندوق تقطيعها من أجور العمال بصفة دورية ومتتابة عادة ما يتم ذلك شهريا، أي في نهاية كل شهر وقبل تسليم الاجر للعامل، يتم اقتطاع مبلغ معين خاص بالتغطية الاجتماعية.

ان المبالغ المالية المقطعة من المنحطون في صناديق الضمان الاجتماعي، يتم توجيهها لشراء أسهم وسندات والتعامل بها في سوق الأوراق المالية، قصد تحقيق عوائد عوض الاحتفاظ بالأموال مجمدة لديها، والتي تمكنها من مواجهة وتغطية مختلف التزاماتها.

2-8- صناديق البطالة:

تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور ورواتب المنحطين فيها بشكل منتظم، على أن يقابل ذلك ضمان تقديم علاوات البطالة في أوقات الأزمة، أين يجد المنحط نفسه بدون عمل. ان الفارق الزمني بين عملية الاقتطاع وعملية تسديد هذه العلاوات، تقوم هذه الصناديق بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في بورصة الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية، من أجل إمكانية تغطية مصاريفها المتزايدة.

2-9- صناديق الودائع والضمانات:

تعتبر صناديق الودائع والضمانات من أهم الآليات المعتمدة للاستثمار في المدى الطويل في القطاعات الاستراتيجية، وفي المناطق التي يعزف عنها المستثمرون الخواص، نظرا للدور الفعال الذي تلعبه هذه الصناديق في تنشيط الاستثمار.

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من آلاف الذين يريدون وضع أموالهم فيها بهدف الحصول على ضمانات للمحافظة على المؤونات الكافية، من أجل مجابهة الطوارئ التي قد تحدث مستقبلا وكذلك الطلبات على السيولة. ان المبالغ المالية المجمعة في هذه الصناديق يتم اقتناء بها الأوراق المالية لتوظيفها في البورصة لتحقيق عوائد مقبولة.

3- المتعاملون الآخرون:

بالإضافة الى ما سبق، هناك متعاملون آخرون الذين بإمكانهم التدخل في البورصة لطلب الأوراق المالية من أجل الاستثمار، ومن بينهم نذكر ما يلي:

3-1- المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة:

تحتاج المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة الى رؤوس أموال كبيرة لقيامها باستثمارات مختلفة، لذلك تلجأ الى البورصة بإصدار أوراق مالية جديدة لتوسيع نشاطاتها، عن طريق استثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، اما بغرض استثمار أموالها الفائضة عندها من أجل تحسين مواردها المالية، أو تتولى عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء هدفها القيام بعمليات المقاصة والتسوية من خلال توليها عملية تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية الوضعيات المالية الناتجة عن عمليات التداول وعمل المقاصة المترتب عليها.

3-2- البنوك التجارية:

تعتبر البنوك من أهم المتدخلين في بورصة الأوراق المالية خاصة البنوك التجارية، حيث تقوم بتوظيف مدخرات زبائنها في البورصة مقابل الحصول على عمولات من خلال تسيير محافظهم المالية، إضافة الى ذلك تقوم بتقديم الضمانات على الصفقات التي يعقدها السماسرة بتوفير القروض الموجهة لتمويل عمليات شراء القيم المنقولة. كما تقوم هذه البنوك أيضا، بممارسة نشاطها في البورصة لحسابها الخاص وذلك بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

3-3- الجمعيات ذات الطابع غير الربحي:

تعد الجمعيات والتنظيمات الثقافية والعلمية والرياضية ذات الطابع غير ربحي، من بين المؤسسات التي تنشأ لمساعدة قطاعات مختلفة من المجتمع والتي هي بحاجة الى هذه المساعدات، لذلك تقوم بتوظيف جزء من السيولة المتوفرة لديها باقتناء الأوراق المالية في البورصة بغية تحقيق عوائد من أجل أن تتوسع في أنشطتها المختلفة.

أما بخصوص مصدرين الأوراق المالية أو الطالبون لرؤوس الأموال، فقد حصر المشرع الجزائري مصدرين الأوراق المالية في : الدولة والجماعات المحلية؛ شركات الأسهم؛ وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

وللاستفادة من هذا التمويل وضع المشرع الجزائري مجموعة من الشروط للأشخاص المعنوية المعنية.

1- الدولة والجماعات المحلية:

"تعتبر بورصة القيم المنقولة إطاراً تشريعياً لتنظيم ومسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم" من خلال مضمون المادة يتبين أن المشرع سمح لكل من الدولة والجماعات المحلية بإصدار أوراق مالية. من ذلك فقد أدرجت كل من الدولة والجماعات المحلية ضمن فئة المصدرين، وهذا في مضمون المادة 57 من النظام رقم 03-97 ونص المادة 08 من نظام لجنة البورصة رقم: 02-96 "تقوم الجماعات المحلية عند لعملية إصدارها سندات عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني بوضع بيان يصف المزمع إنجازها..."

2- شركات الأسهم (Sociétés Par Actions):

ويتعلق الأمر بالشركات سواء كانت عمومية أو خاصة والتي تستوفي الشروط القانونية التي لبورصة حددتها لجنة تنظيم عمليات كالاتي:

- أن يكون نشاطها الفعلي من سنتين على الأقل من تاريخ تقديم الطلب.
- أن لا يقل رأس مال الشركة الذي تم وفاءه عن 5000000 دج.
- أن توزع على الجمهور 20 % من رأس مال الشركة.
- نشر قوائم مصادق عليها للكشوف المالية للسنتين الماليتين السابقتين التي تسبق تقديم الطلب.
- تقديم تقرير تقييمي عن أصول الشركة منجز من طرف مندوب الحسابات في تقرير حول الرقابة الداخلية للشركة.
- إثبات وجود هيئة المراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة التي تسبق طلب القبول.
- تلتزم الشركة بتعيين وسيط (IOB).
- إيداع مشروع مذكرة إعلامية عند تقديم طلب القبول إلى اللجنة لتؤشر عليها.
- أن يحرر رأس المال كلياً.

3- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

وتتألف هيئات التوظيف الجماعي من صنفين من المؤسسات هما:

- شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير (إ.ر.م.م).
- الصندوق المشترك للتوظيف (ص.م.ت).

ب- فئة العارضون للأوراق المالية:

عارضوا الأوراق المالية (المقرضون) هم الذين لديهم فائض في السيولة ولا يرغبون في تركها جامدة من غير توظيفها، لذلك يدخلون البورصة بغرض استثمار أموالهم، حيث يتم الحصول على الأموال النقدية المطلوبة عن طريق الإصدار المالية في السوق الأولية.

يسمى عارضوا الأوراق المالية في السوق الأولية بالمصدرين، بينما في السوق الثانوية بالبائعين، حيث يتمثل الدور الذي يقومون به في البورصة في تجميع رؤوس الأموال بإصدار أوراق مالية، وفي الغالب يتشكل هؤلاء مما يلي:

1- الحكومة وهيئاتها التابعة:

تعتبر المؤسسات السيادية كالبنوك المركزية، سلطات النقد المركزية ووزارات المالية والخزانة التي تصدر الصكوك والسندات الحكومية، من بين المتعاملين الأساسيين في سوق الأوراق المالية وبالأخص في سوق السندات، نظرا لما تقدمه من سندات متنوعة وبأقل مخاطرة مقارنة بالسندات التي تصدر من جهات غير حكومية. ومن بين الأهداف التي تسعى من وراءها الحكومات لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية مايلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة للدولة وتمويل المشاريع التنموية التي تهدف الى تطوير الاقتصاد الوطني.
- التحكم في نشاط البنوك من خلال التأثير على سيولتها، وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة.
- تطوير الوعي الادخاري للمجتمع بهدف ضمان الحصول على الموارد اللازمة لتمويل الاقتصاد.
- إعادة توزيع الموارد المالية في المجتمع بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية للدولة.

2- المؤسسات والشركات المرخص لها:

تتمثل عادة في شركات المساهمة العامة والشركات الصناعية والتجارية الكبيرة والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك وأسهم وسندات لتمويل احتياجاتها وتقوم بعرضها في السوق الاولى للاكتتاب فيها تمهيدا لإدراجها في السوق المالي.

3- مؤسسات الجهاز المصرفي:

تتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي في السوق الأولى لتصريف الأوراق المالية كالبنوك مثلا، تقوم بإصدار الأوراق المالية وتتدخل في السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية لصالحها ولصالح عملائها، وتعتبر بنوك الاستثمار هي المتخصصة في هذا الشأن، كما أن البنك المركزي قد يتعامل في أسواق الأوراق المالية بغرض تحقيق أهداف السياسة التمويلية أو حتى لأغراض تجارية بحتة.

أهمية المستثمرون وأشكالهم:

يهدف المستثمر إلى توظيف مدخراته في سوق الأوراق المالية من أجل توسيع تنمية ثروته وتحقيق أرباح على المدى المتوسط والبعيد، إلا أن الأحكام المطبقة عليه تختلف حسب أهمية وشكل المستثمر.

1- أهمية المستثمرون:

يعتبر المستثمر القلب النابض في البورصة بالنظر إلى الدور الكبير الذي تلعبه هذه الفئة على مستويات عديدة:

- توفير الأدوات الاستثمارية؛

- توفير سيولة كبيرة يتم توجيهها إلى سوق القيم المنقولة بغية استغلالها بطريقة مثلى والخصوص شركات التأمين التي تملك رصيد ادخاري كبير.

- التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- أشكال المستثمرين:

1-1- المستثمر المؤهل:

يرجع أصل هذا المفهوم إلى الولايات المتحدة الأمريكية، بعدها انتقلت هذه الصفة إلى فرنسا بموجب القانون المؤرخ في 02 جويلية 1998 في إطار تعريف "الإعلان العلني للادخار" حسب أحكام الفقرة الثانية من المادة 411-02 من التقنين النقدي والمالي، يعتبر مستثمرا مؤهلا كل "كل شخص معنوي يتمتع بصلاحيات وإمكانات لازمة لتفادي المخاطر المتعلقة على الأدوات المالية". وينقسم المستثمر المؤهل إلى نوعين مستثمر بطبيعته، ومستثمر بناء على تصريح أو إعلان.

- المستثمر المؤهل بطبيعته، وتشمل مؤسسات محترفة مثل (بنك فرنسا، الخزينة العمومية،..)

- المستثمر المؤهل بناء على تصريح، وهي فئة من المستثمرين تعمل لحساب الآخر.

2-2- المؤسسات الاستثمارية :

وهي مؤسسات تقوم بتنشيط السوق المالي من خلال توظيف جزء من أصولها في الأوراق المالية، وتوفير السيولة اللازمة، إلى جانب الاعتناء بتسيير حافظة صغار المستثمرين، نظرا لمركزها القانوني. للإشارة المشرع الجزائري لم يعرف المستثمر ضمن المنظومة القانونية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية، واكتفى بذكر الأشخاص الذين يشكلون طائفة المستثمرين.

المستثمرون في بورصة الجزائر:

في الأصل يوجد نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، حيث نجد صغار المستثمرين وتمثلهم الأفراد والقطاع العائلي بصفة عامة ، وتسمى هذه الفئة بصغار المدخرين، أما الفئة الثانية فهي تتمثل في مؤسسات سواء كانت هيئات عامة أو خاصة ، والملاحظ أن المشرع الجزائري وسع من دائرة المستثمرين ليشمل بذلك الأشخاص الطبيعيين وهذا على خلاف فئة المصدرين.

1- الأشخاص الطبيعيون:

تعتبر هذه الفئة الحلقة الضعيفة في السوق المالي، ويبقى دورها محوري في ترقية البورصة على الأقل في المستقبل القريب نظر لوجود فائض كبير من النقود في يد آلاف ارد مدخر في البيوت.

2- الأشخاص المعنويون:

تمثل القاعدة الأساسية لتواجد سوق الأوراق المالية وتتمثل هذه المؤسسات في :

1-2- المستثمرون التأسيسيون:

وتشمل الهيئات المالية التي يكون لها دور كبير في تجميع المدخرات من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيفها في شكل قيم منقولة (أسهم، سندات)، وهم أكبر فئة لديها سيولة عالية تسمح لها لبورصة بأن تكون أهم المتدخلين في البورصة .

2-2- البنوك والمؤسسات المالية :

البنوك بصفة وباختلاف أنواعها من خلال دورها الأساسي بتجميع الفائض وتوظيفه لإعادة استثماره (منح القروض، الاحتفاظ بالأوراق المالية ..).

3-2- المؤسسات المالية المختلفة:

ونعني بالخصوص شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، البنوك التجارية العمومية والخاصة ، بالإضافة إلى هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الصناديق المشتركة للتوظيف. للإشارة أن المستثمرين من أهم المتدخلين في البورصة، بالإضافة إلى وظيفتهم الأصلية استثمار فيها القيم المنقولة تؤدي البنوك والمؤسسات المالية دور الوساطة عندما يقومون بعملية شراء أوراق متداولة باعتبارها نشاط أصيل بالبنك، والاستثمار من خلال عمليات الوساطة في إطار الأحكام التشريعية والتنظيمية " التفاوض لحساب الغير".

التزامات المستثمرين:

كما للمصدرين التزامات فإن للمستثمرين التزامات أيضا أقرها القانون من بين هذه الالتزامات.

1- التصريح بتجاوز حدود المساهمة:

يعتبر هذا التصريح عنصر ار مشتركاً في غالبية التشريعات من ناحية المبدأ، لكن بإتباع أحكام قانونية مختلفة، حيث أن المشرع الج ازتري حدا حذو المشرع الفرنسي في تحديد بعض الت ازمات المستثمر من بين هذه الالت ازمات حسب المادة 65 مكرر 1 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق بالبورصة المعدل والمتمم بالقانون 03-04 وتتضمن حالات التصريح التالية.

- التصريح بالحد الأدنى للمساهمة في حالة امتلاك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت تمثل أكثر من الجزء العشرين أو العشر أو الخمس أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت تكون أسهما متداولة في البورصة، إذا تحقق هذا الشرط يكون ملزم بـ :

- التصريح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في أجل أقصاه خمسة عشر يوما من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة .

- التصريح وفي نفس الأجل خمسة عشرة يوما في حالة ما أصبح رأس مال المساهم به أو عدد حقوق التصويت دون مستوى الحدود المنصوص عليها سابق.

ما يمكن ملاحظته أن المشرع الجزائري اكتفى بمضمون الالتزام ولم يفصل في الإجراءات المتبعة ولا كيفية تطبيق هذه الالتزامات، فقد أحالنا إلى لائحة تصدر من لجنة تنظيم عمليات البورصة وم ارقبتها رقم وهي اللائحة 03-03 التي جاء ت مفصلة ومحددة لإجراءات التصريح بتجاوز حدود رأس المال المتداول.

2- التصريح ببعض الشروط:

وهو أحد الالتزامات الملزمة للمستثمر، وهو التصريح ببعض المواثيق هي التزامات معمول بها في التشريعات المقارنة، على عكس المشرع الجزائري الذي لم يرتب أي التزام فيما يخص التصريح ببعض الشروط رغم أهميته القصوى، والذي نأمل أن يدرج ضمن التعديلات اللاحقة حيث تمثل بعض الالتزامات ضرورة لإل ازم المستثمر بإرسال كل الشروط المتعلقة بالاتفاقات وما تتضمنه من شروط أفضلية التنازل أو الاقتناء.

ج- الوسطاء الماليين:

تدخل في سوق الأوراق المالية وسطاء ماليون المعتمدون من السماسرة والشركات والبنوك والمؤسسات المالية والمدخرين منشطى السوق وأصحاب رؤوس الأموال، باعتبارهم المحرك الرئيسي للسوق المالي في تسيير وإدارة حقوق المستثمرين والمدخرين، أي يقومون بدور حلقة وصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. حيث يقوم الوسيط بعقد

عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد المحددة مقابل عمولة يتلقاها، كما يتولى أيضا بتقديم النصح والإرشاد للمتعاملين

قصد جلب أكبر عدد من المستثمرين وتحفيزهم للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

انطلاقا مما تقدم، سنتطرق في هذا العنصر الى النقاط التالية:

1- ماهية الوسطاء الماليين:

تحتل الوساطة المالية مركزا هيويا في سوق الأوراق المالية فهي تشكل همزة وصل بين الاعوان التي تقوم بالادخار ولها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي هي بحاجة الى السيولة لتمويل الاستثمار.

ان المؤسسات المالية التي تقوم بالوساطة تؤدي دورا كبيرا في سوق الأوراق المالية بحيث تقوم بدعم المؤسسات المتعاملة عند إصدارها للأوراق المالية، كما أنها تساهم في خلق السوق الثانوية عن طريق توفير مختلف وكلما المعلومات الضرورية وتنفيذها لمختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون بشأن شراء وبيع القيم المنقولة، كانت تلك المؤسسات الوسيطة متطورة أدى ذلك الى تنشيط أداء سوق الأوراق المالية وتطورها وتفعيل معاملاتها المالية مما يؤدي الى جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات واستثمارها وبذلك يتطور النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

تعرف الوساطة المالية بأنها: "عبارة عن تقريب بين شخصين يريدان التعاقد نظير أجر يسمى العمولة، وتكون عادة نسبة مئوية من قيمة الصفقة الم ارد اب ارمها، حيث أن الوسيط المالي قد يكون شخصا طبيعيا أو معنويا، كما أن هناك نظم قانونية تتيح للأفراد فرصة الاختيار بين ممارسة مهنة الوساطة كأشخاص طبيعيين أو كأشخاص معنويين".

كما عرفت أيضا على أنها: "النشاط الذي يسمح بعملية الإقراض والاقتراض، حيث عادة ما تقوم مؤسسات وجهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين والمقترضين النهائيين، فهي بذلك تنقسم الى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين ومن ثم - في عملية منفصلة - يقوم بالإقراض الى المدينين النهائيين".

عرف كذلك بأنها: "شخص معنوي متمثل في شركات لها كيان قائم يقوم ببعض أو جميع أعمال الأوراق المالية نيابة عن العميل بموجب تفويض منه، وبناءا على تراخيص رسمية صادرة من هيئة السوق المالية، ويترتب عليه التزامات وضمائنات يجب استيفاؤها منه".

من خلال هذه التعريفات، يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم: "عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين ذوي علم وكفاءة بكل المعلومات الخاصة بالبورصة، يقومون بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية نيابة عن العملاء بموجب تفويض منهم، تبعا للقوانين التي تحكم رأس المال في دولة ما، ويتحصل الوسيط مقابل نشاطه عمولة محددة من العميل سواء حقق أرباحا أم لا من عملية البيع والشراء".

2- أهمية الوسطاء الماليين:

يلجأ المتعاملون في البورصة الى الوسطاء الماليين من أجل اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية، نظرا للدور الجوهرى الذي يؤديه الوسطاء في البورصة، فهم يتكفلون بمساعدة وتوجيه المؤسسات بمجرد دخولها الى البورصة ومزاولة نشاطها. ولهذا تتجلى أهمية الوسطاء عند المتعاملين في بورصة الأوراق المالية عموما في النقاط التالية:

2-1- الحد من تكاليف المعلومات المفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري:

تتطلب عملية شراء أو بيع الأوراق المالية المعرفة المسبقة بالمؤسسات صاحبة القيم بخصوص حالتها المالية وسمعتها في السوق وغيرها من المعلومات الأخرى التي تفيد في اتخاذ القرار الاستثماري. وبما أن المتعامل الفعلي أو المحتمل في مثل هذه الأوراق المالية ليس بالضرورة من أهل الاختصاص والخبرة في معرفة هذا الميدان معرفة دقيقة، وبما أن اختيار المتعامل السعي بنفسه لمعرفة المعلومات المفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، فإن تحقيق هذا الامر يستدعي منه صرف مبالغ كبيرة للحصول على هذه المعلومات وفهمها لبناء صورة صحيحة تساعد على أخذ القرار السليم. بما أن الوسطاء في البورصة هم على دراية تامة بالمعلومات المفيدة التي تساعد على اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب، فإن طلب مثل هذه الخدمة يكون غير مكلف مقارنة بالطريقة السابقة.

2-2- الحد من تكاليف الصفقات:

ان المتعاملين في البورصة، يوجد البعض منهم لا يملكون سيولة كبيرة، ومنه، فإن الصفقات التي يقومون بها تكون صغيرة في حين أن المصاريف المرتبطة بها تكون مرتفعة. في هذه الحالة يتجلى دور الوسيط المالي في البورصة في الحد من التكاليف، حيث يقوم بجمع عدد كبير من الصفقات ثم يتولى عملية دفع المصاريف عليها بشكل مشترك، وينتج عن هذه العملية الحد من تكلفة هذه الصفقات كل على حدى.

2-3- الخبرة والتخصص:

هناك من المعاملات المالية والعقود التي تحتاج حين تنفيذها الى مهارات وتقنيات خاصة لا تتوفر معرفتها الا لدى بعض الوسطاء المختصين، الامر الذي يجعل المتعاملين في البورصة الى اختيار هؤلاء الوسطاء الذين يتميزون بالخبرة والتخصص في ميدان عملهم.

3- شروط ممارسة دور وسيط البورصة:

من أجل ممارسة وظيفة الوساطة المالية في البورصة، تم وضع شروط صارمة من أجل حماية حقوق وأصول الأطراف المتعاملة في البورصة، وأيضا من أجل ضمان القيام بالمعاملات المالية بكل كفاءة وفعالية، وقد تختلف تلك الشروط من بلد الى آخر، بالإضافة الى وجود شروط تتعلق بالشخص الطبيعي وأخرى تتعلق بالشخص المعنوي، ويمكن تلخيص أهم الشروط الواجب توفرها فيما يلي:

3-1- الشروط المتعلقة بالشخص المعنوي:

حتى تقوم المؤسسات المالية بدور الوساطة في عمليات البورصة، لابد أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط، نذكر من بينها:

- توفر حد معين من أرس المال والذي يكون مختلف من بلد الى آخر.
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- توفر الوسائل المادية اللازمة مثل الكمبيوتر، الفاكس، الهاتف، ...الخ، لضمان الاتصال الحسن.
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.
- الحصول على الاعتماد من طرف لجنة البورصة بعد توفير كل الشروط اللازمة.
- بالإضافة الى الشروط السابقة، يجب أن يتوفر لدى مؤسسات الوساطة البورصية عنصران أساسيان هما: الحفاظ على الخصوصية التامة للعميل وأداء دورها بقدر عالي من الكفاءة. لذلك يجب التدقيق عند اختيار المؤسسة الوسيطة التي ستوفر القدر الكافي من التفهم لطلبات العميل وتبني استراتيجية استثماراته.

3-2- الشروط المتعلقة بالشخص الطبيعي:

- تتمثل أهم الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي، فيما يلي:
- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك.
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
- اثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف.

- أن لا يمارس أية أعمال تجارية غير أعمال البورصة، وأن لا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف.

- اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.

بالتالي، فعلى وسيط البورصة أن يحترم بعض القواعد التي تساعد حتما في سلك الطريق السليم في علاقاته مع العملاء واتخاذ القرارات الملائمة، خاصة إذا ما تعارضت مصالحه الشخصية مع مصالح أحد العملاء، بالإضافة إلى أن احترام تلك القواعد من شأنه أن يعود بالنفع على الوسيط ذاته وعلى مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى البورصة بصفة عامة.

4- وظائف الوسطاء الماليين:

تتمثل الوظائف العامة للوساطة المالية فيما يلي:

- تتمتع مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين.

- توفر مؤسسات الوساطة فرص ادخار لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون ادخالها بدون التقيد بحد أدنى للاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين.

- ان الوظائف المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.

- تقدم مؤسسات الوساطة خدمات أفضل للمقترضين، حيث تغطي احتياجاتهم بمبالغ كبيرة وتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة والتي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين واقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.

بالإضافة إلى الوظائف السابقة، هناك وظيفة أساسية التي تقوم بها الوساطة المالية والمتمثلة في عملية تحويل الأموال بين وحدات المجتمع ذات الفائض المالي ووحدات المجتمع ذات العجز المالي، وبإمكانها القيام بوظائفها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

5- قواعد وأدبيات مهنة الوسطاء الماليين في البورصة:

تتطلب مهنة الوساطة المالية في البورصة الالتزام ببعض القواعد والأدبيات، والتي تعتبر عاملا مهما يسمح بتوفير جو من الثقة لدى المتعاملين وجلبهم لتوظيف أموالهم في هذا الميدان بكل أمان، وهذا يعود بالنفع على الوسيط وعلى مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى قطاع الأوراق المالية بكامله. ومن بين هذه القواعد يمكن ذكر ما يلي:

5-1- الإخلاص في العمل:

على الوسيط المالي في العمليات البورصية أن يظهر إخلاصا كاملا في كل تعاملاته، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه، وساروا وفق توجيهاته الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم المنقولة. ويتجلى إخلاص الوسيط في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة انشغالاته، وإعلامهم المستمر بكل ما يتعلق بأصولهم.

5-2- جلب احترام وثقة الجمهور:

من أجل كسب عدد كبير من العملاء يقوم الوسيط بممارسة كل نشاطاته في إطار يسمح له بإعطاء صورة جيدة تجاه المتعاملين حتى يكون محل ثقة واحت ارم. ولا يجوز للوسيط أن يقوم بأية عملية لصالح العميل الا في إطار ما يسمح به العقد المتفق عليه بين الطرفين وفي حدود ما يسمح به القانون.

5-3- سرية المعلومات المتعلقة بالعميل:

يضع العميل ثقته في الوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية، كما يحصل الوسيط على معلومات دقيقة عن مداخله. ومن الواجب أن يلتزم هذا الأخير باحت ارم السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة أو سياسات العميل الاستثمارية.

◀ الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر:

تنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة وم ارقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية".

من خلال مضمون المادة السابقة يتضح أن الحضور إجباري للوسطاء في عمليات البورصة نظرا لدور الوسيط وأهميته. إذ لا يمكن إجراء أي مفاوضة تتناول فيها قيمة منقولة داخل البورصة دون وسيط.

1- أهمية الوسيط:

- تقديم الخدمات الأساسية للمصدرين والمستثمرين.
- تدعيم السوق الأولي بالمعلومات الكافية
- تأمين تدفق المعلومات بين مختلف الفئات المتعاملة على مستوى البورصة
- تفاوض في القيمة المنقولة في البورصة لا يمكن أن تنفذ إلا عن طريق الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

من خلال النقاط يتضح أن للوسيط أهمية قصوى لا يمكن الاستغناء عنها سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا .

2- مهام الوسطاء:

يمارس الوسطاء في حدود الأحكام القانونية حسب المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المهام التالية:

- التفاوض لحساب الغير وللحساب الخاص؛
- تقديم الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- التسيير الفردي للمحافظة المالية بموجب عقد مكتوب؛
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى؛
- السعي على إنجاح عمليات الاكتتاب في جميع الأوراق المالية المصدرة؛
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها - إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأس مالها وإدماج وإعادة الأوراق المالية المصدرة، هذه المهام تتم م ارقبتها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا لما هو منصوص عليه في اللائحة العامة للجنة.

3- شروط اعتماد الوسطاء:

قبل التعديل كان المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة يسمح للشخص الطبيعي من ممارسة الوساطة في البورصة حسب المادة 06 من هذا المرسوم وعليه فإن الشخص الطبيعي يجب أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط لممارسة الوساطة شأنه شأن الشخص المعنوي.

3-1- شروط اعتماد الوسطاء الطبيعيين:

- أن يبلغ سنه 25 سنة عند تاريخ تقديم طلب الاعتماد؛
- أن يكون جزائري الجنسية؛
- أن يكون حاصل على شهادة جامعية في التخصص مع تكوين في مجال الشؤون التجارية وتسيير القيم المنقولة؛

- خبرة مهنية مقبولة؛ - أن يتمتع بأخلاق حسنة؛
- أن يكون له محل معين لممارسة النشاط؛
- أن يقدم كفالة بمبلغ 500000 دج وللجنة البورصة أن تشترط مبلغ أكثر حسب طبيعة

النشاط المضمون كما سبق الإشارة إليه فإن الوسطاء الطبيعيين لم يعد لهم وجود بعد تعديل المرسوم التشريعي 93-10 بالقانون 03-04، وهذا ارجع إلى ربما إلى طبيعة نشاط بورصة الج ازئر التي لم ترتقي بعد في الوقت الحالي إلى المستوى المطلوب.

3-2- شروط اعتماد الوسطاء المعنيون:

لاعتقاد الوسيط المعنوي في عمليات البورصة يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية:

- أن يكون الوسطاء شركات مساهمة (البنوك، مؤسسات مالية، شركات التأمين، صناديق التقاعد)؛
- أن يكون أرس مال الشركة 1000000 دج كحد أدنى، ويمكن للجنة اشتراط قيمة أكبر حسب طبيعة العمليات؛

- أن تكون رؤوس الأموال الخاصة من أرس المال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من نتيجة الدورة المالية؛

- حيازة عملات معينة لممارسة النشاط؛

- أن يكون لها مسير على الأقل تتوفر فيه الشروط القانونية.

وبلغ عدد الوسطاء في بورصة الج ازئر خمس وسطاء تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي كالتالي:

أ. شركة الراشد المالي: وتضم كل من:

بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، شركة التأمين وإعادة التأمين.

ب. المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف: وتضم كل من:

بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين، البنك الوطني الجزائري

ج. المؤسسة المالية العامة: وتضم:

القرض الشعبي الجزائري، صندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

د. شركة توظيف القيم المنقولة: وتضم:

بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

هـ. شركة UNION BROKE RAGE : المؤسسة من طرف البنك المتحد

4- أشكال الوسطاء وخصائصهم:

للوسطاء أشكال بحيث ينحصر دور كل وسيط في نشاطات معينة بالرغم من اتصافهم بنفس الخصوصيات العامة التي يجب أن تتوفر في الوسيط، يختلف شكل الوساطة باختلاف الاعتماد المتحصل عليه من لجنة تنظيم عمليات البورصة وغيرها.

4-1. أشكال الوسطاء:

وهناك نوعين من أشكال الوسطاء الماليين، وهم:

أ. وسطاء النشاط الكامل:

وهنا دور الوسيط لا يتوقف على عند التفاوض على القيم المنقولة داخل البورصة أو خارجها، بل يتعداه إلى وساطات أخرى والعديد من الخدمات وتتمثل أساسا في:

- تسيير المحفظ المالية وحفظ السندات بالأرصدة المطابقة.
 - تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب.
 - تداول القيم المنقولة لحسابه الخاص.
 - توظيف القيم المنقولة لحساب الغير وذلك بموجب توكيل، أو بموجب عقد تفويض حسب أحكام المادة 13 من المرسوم التشريعي 93-10 المنظمة بموجب النظام 97-05 الذي تم إلغائه بعد إنشاء المؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 وتطبيق نظام التسوية والتسليم.
- ب - وسطاء النشاط المحدود:

يمارس الوسطاء ذوي النشاط المحدود مهمة التفاوض في القيم المنقولة دون النشاطات الأخرى إذ يتحدد نشاط الوسيط بطلب منه، أو بق ارر من اللجنة تلقائيا أي أن لا يتدخل الوسيط في البورصة إلا لحساب زبون معين دون إجر اراء عمليات لحسابه الخاص.

4-2- خصائص الوسطاء: أن يتصف الوسيط بخصائص التالية وأبرزها :

- التسجيل في البورصة على أنه ممثل إحدى شركات الوساطة؛
- الأمانة في تنفيذ أوامر وطلبات العمليات ويظهر إخلاصا نظرا للثقة التي وضعها فيه العملاء؛
- أن تكون العلاقة بين الوسيط وعميله قائمة على الارتياح؛
- التوفيق بين طلبات العملاء حتى لا يحدث تعارض؛
- الالتزام بالسرية فيما يتعلق بمعلومات العملاء؛
- التحليل المعمق للمعلومات.

ثانيا: الأوامر البورصة الأوراق المالية.

تعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة هي نقطة البدء في تعاملاتها، وبموجب تلك الأوامر يصدر العميل أمره الى السمسار الذي يرتضيه يخطره فيه برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسعى هذا الامر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، وأمر بيع إذا كانت الرغبة هي البيع وهذه الأوامر بنوعها يطلق عليها أوامر البورصة.

يتم شراء وبيع الأوراق المالية من قبل السماسرة فقط داخل المقصورة أثناء المواعيد الرسمية للبورصة، حيث يخصص لكل سمسار غرفة صغيرة مزودة بأحدث وسائل الاتصال لضمان سرعة التنفيذ والسرية. ويتلقى السمسار الأوامر من قبل عملائه محددة اسم الورقة المالية، عددها والسعر، ويتم تنفيذ العقد وفق لطلبات العميل داخل المقصورة حيث ينادي السمسار بصوت مرتفع مبينا اسم الورقة المالية التي يرغب بيعها أو شرائها، ويتقدم اليه السمسار الذي يرغب في شراءه أو بيع هذه الأوراق لحساب عملائه، حيث يتم الاتفاق على الكمية والسعر، فان تم الاتفاق تدون العملية بدفتر خاص وتتم الإجراءات من قبل مراقب المقصورة، والذي سجلها في سجل خاص ويرسل الى الموظف المتخصص بالكتابة على لوحة الأسعار التي تبرز المتعاملين وسعر التعامل في هذا الوقت لهذا النوع من الأوراق، أما ما تبقى من العملية بين السمسار والعميل يقوم السمسار بإرسال الخطاب الى العميل يبين كل التفاصيل المتعلقة بالصفقة كالكمية والنوع والسعر في فاتورة مفصلة. إن هذه السيورة تتطلب الوقوف عند كل مرحلة من المراحل الأساسية لها، ونستهلها بمفهوم الأوامر، كما هو مبين فيما يلي:

1- مفهوم الأوامر:

يتم التعامل بين العملاء والسماسرة بواسطة أوامر وتعليمات يصدرها العميل للسمسار، سواء كانت أوامر بيع أو شراء. لقد عرفت هذه الأوامر على أنها: "عبارة عن طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون الى وكلائهم السماسرة (أو يقومون بها بأنفسهم الكترونيا) والتي يجرى تنفيذها فيما بعد".

وتعرف أيضا على أنها: "عبارة عن التعليمات أو الأوامر التي يمنحها العميل للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر".

لضمان حسن تنفيذ الأوامر لابد أن يحدد صاحب الأمر تسمية الورقة المالية ورودها في تسعيرة البورصة وبيان نوعها، السعر، الكمية والتاريخ، بالإضافة الى حجم الطلبية (قد تأخذ حجم الطلبية التي يرغبها العميل في صورة دائرية أو كسرية) والمدى الزمني (يعتبر الزمن من أهم المتغيرات في الأمر

وعنصرها هاما في تغيير المعلومات ،حيث يهدف العملاء الى تحديد الفترة طبقا لرؤيتهم الاستثمارية واستشارة المحللين الماليين).

2- أنواع الأوامر:

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتنقسم أوامر العملاء الى أربع مجموعات رئيسية تختلف باختلاف معايير تصنيفها، والمتمثلة فيما يلي:

1-2- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

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

✓ أوامر السوق:

يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر لأن السعر يتحدد فيه من خلال تلاقي قوى العرض مع قوى الطلب، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر.

ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجرى التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان العميل يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغيّر ملموسا في السعر الذي يتم التعامل

به في السوق. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر الا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها. وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك مثلا قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة الى أخرى عادة ما تكون محدودة، وفي ظل السرعة الهائلة في إبرام الصفقات عادة ما يكون الفرق بين السعر المتوقع والسعر الفعلي في حدود (1/4) نقطة أي 25 سنتا. وان كانت هذه ليس قاعدة عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة وذلك في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب، بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.

✓ الأوامر المحددة:

يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار سوى الانتظار لاغتنام الفرصة المناسبة، ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر. وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ. هذا وبدلاً من أن ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة، والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للسمسار، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

تعتبر أهم ميزة لهذه النوعية من الأوامر -على عكس أمر السوق- أن المستثمر يعرف مقدماً على وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع. بينما أهم عيوبها هو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً. لذلك فإنه يفضل ألا تكون الأوامر محددة 100%، بل يعطي السمسار نوعاً من المرونة لكي يتحرك ضمن دائرتها.

هناك أوامر مشتقة من الأوامر المحددة لسعر التنفيذ من بينها:

- الأمر الذي يقضي بأن ينفذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو يرفض كله.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد بمجرد وصوله ولا يعتبر لاغياً.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو جزء منه بمجرد وصوله، أما الجزء الذي لم ينفذ فيعتبر لاغياً.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالشراء، وذلك بشرط أن لا يكون

سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق الذي أجرى عليه التعامل، ويشترط أن يكون السعر السابق

مماثل للسعر الذي قبله أو أقل منه، أو أن يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق مطروحاً منه

الحد الأدنى للتغير في السعر وذلك إذا ما كان السعر السابق مساوياً للسعر الذي قبله أو أعلى منه،

ويطلق على هذا الأمر "Buy Minus Order".

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالبيع، وذلك بشرط أن لا يكون سعر

التنفيذ أقل من السعر السابق الذي أجرى عليه التعامل، وبشرط أن يكون السعر السابق أعلى من

السعر الذي قبله أو مساوياً له، أو أن يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق مضافاً إليه الحد

الأدنى من التغير في السعر، وذلك إذا كان السعر السابق مساويا للسعر الذي قبله، أو أقل منه، ويطلق على هذا الأمر "Sell Plus Order".

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الامر تتراوح بين يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، وتتمثل هذه الأوامر في:

✓ أوامر ذات زمن محدد:

هي أوامر مشروطة بزمن محدد كيوم، أو أسبوع أو شهر، كما قد تكون بتاريخ محدد، وبالتالي يظل الامر ساريا الى غاية نهاية المدة المحددة، وبعدها يعتبر الأمر ملغى، أما إذا كان الأمر مطلقا فهو يومي ويعتبر لنهاية اليوم الذي صدر فيه باطلا إذا لم يتم تنفيذه.

إن الأوامر المحددة بيوم واحد تعد من أكثر الأوامر شيوعا، وغالبا ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم يكون أفضل يوم للتعامل. أهم ما يميز هذا النوع من الأوامر أن ظروف السوق إضافة الى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمؤسسة عرضة للتغير بين لحظة وأخرى ومن ثم ما قد يكون ملائما للمستثمر يوم ما قد لا يكون ملائما له في اليوم التالي.

أما الأمر المحدد بأسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فاذا صدر الأمر يوم الاثنين مثلا فانه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة الدول الغربية، وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية.

بينما الأمر المحدد بشهر ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر، مثلا إذا أصدر الأمر يوم 12 أبريل فان سريانه ينتهي بنهاية يوم 30 أبريل. ومدة الأمر قد تتحدد بفترة أكبر من شهر كشهريين أو ثلاثة أو أكثر بل قد يمتد لتتحول الى أمر مفتوح.

✓ الأوامر ذات زمن مفتوح:

الأمر المفتوح هو ذلك الأمر الذي يظل قائما إلى أن يتم تنفيذه أو الغائه من قبل المستثمر. هناك بورصات يشترط طلب تجديد وتأكيده هذه الأوامر منعا للتدخلات والمشاكل تحسبا لتأثير التغير في المعلومة. ويعيب الأوامر المفتوحة أنها تتضمن مخاطرة، وذلك من ناحيتين:

- مخاطر النسيان: اذ أن طول الفترة الزمنية التي يظل فيها الامر قابلا للتنفيذ قد يجعل العميل ينسى أنه أصدر أم ار مفتوحا، وإذا ما تم اخباره من قبل السمسار قد يكون الوقت غير ملائم للتنفيذ.

- مخاطر تغير المعلومات: قد تصل الى السوق معلومات مشجعة بشأن المنشأة المصدرة للورقة، في هذه الحالة يعطي السمسار الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبق الإشارة إليها، بينما قد لا تتاح فرصة بالمرة لأوامر البيع المفتوحة، كذلك إذا ما وصل السوق معلومات تشير الى انخفاض القيمة السوقية للورقة حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

هناك نوعان من الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ، متمثلة فيما يلي:

✓ الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة:

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، هي تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر. وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

✓ الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

هو عبارة عن الأمر الذي لا يحدد له فترة زمنية معينة للتنفيذ، إلا أنه يشترط إتمام الصفقة عند وصول سعر السوق الى السعر الذي يحدده المستثمر أو الى سعر أفضل منه. ويناسب هذا النوع من الأوامر المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كاف للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها، أما أهم عيوبه فيتمثل بأن الأمر لا ينفذ إذا كان السعر المحدد مختلفا قليلا عن سعر البيع أو الشراء.

2-4- الأوامر الخاصة:

من أهم أنواع الأوامر الخاصة، أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، والأمر الذي يترك للسمسار حرية التصرف حسب الظروف.

✓ أوامر الإيقاف:

يقصد بأوامر الإيقاف، هي عبارة عن الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، وتنقسم أوامر الإيقاف الى نوعين:

■ أمر إيقاف يتعلق بالبيع:

يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم الى المستوى المحدد أو انخفض عنه. فلو أن أحد المستثمرين يمتلك أسهم سبق أن اشتراها بسعر 50 وحدة نقدية للسهم الواحد، بينما السعر السائد في السوق 21 وحدة نقدية للسهم، وأنه يخشى انخفاض شديد في الأسعار، حينئذ يصدر أمر للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر الى 55 وحدة نقدية مثلا، وإذا لم يتمكن السمسار

من ابرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزماً بتنفيذه عند أي سعر يمكن اللحاق به. وهكذا يتحول أمر الإيقاف الى أمر سوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل، ذلك أنه يمكن للسمسار تنفيذ الصفقة عند السعر المحدد أو أي سعر أقل منه.

■ أمر إيقاف يتعلق بالشراء:

ان هذا الأمر يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير الى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن اصدار أمر إيقاف . فلو أن السعر الذي يباع به السهم في السوق 70 وحدة نقدية فقد يصدر الامر للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم 73 وحدة نقدية أو تعدها. ومرة أخرى سوف يتحول أمر الإيقاف الى أمر سوق. مع ملاحظة أنه في حالة أمر الإيقاف الذي يتعلق بالبيع يكون السعر المحدد في الامر أقل من سعر السوق، أما إذا تعلق الامر بالشراء فان السعر المحدد يكون أعلى من سعر السوق.

مزايا هذا النوع من الأوامر سواء كانت للبيع أو الشراء أنها تمثل أداة للحد من تضائل هام. الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يتكبدها العميل، الى جانب عدم حاجة المستثمر الى مراقبة حركة السوق. ومن أهم عيوب هذه الأوامر أنه إذا كان السعر المحدد قريباً من سعر السوق، فان تغيّر مؤقتاً في السعر يعني تنفيذ الامر، وبالتالي الحاق الضرر بالمستثمر بدلاً من تحقيق مصلحه. ومن جانب آخر، فاذا كان السعر المحدد بعيداً عن

سعر السوق، فان تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً. كذلك فانه طالما أمر الإيقاف يتحول الى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الامر، إن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولاً للمستثمر خاصة إذا ما كانت التغيرات السريعة وملاحقة.

✓ أوامر الإيقاف المحددة:

يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، أي أن هذه الأوامر تحدد سعر الإيقاف وحدود السعر الذي بموجبه يرغب الزبون في البيع أو الشراء، ويترتب عليه تحمل المخاطر إذا لم يصل سعر السهم الى السعر المحدد وبهذا لن يحدث أي بيع أو شراء. وإذا لم ينفذ البيع أو الشراء بواسطة السمسار عند وصول الأمر الى قاعة التداول، فان السمسار سيحول الأمر الى المتخصص والذي سينفذ الأمر بدوره إذا وصل السعر الى السعر المحدد أو أفضل منه . تسعى أوامر الإيقاف المحددة الى معالجة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة.

من أخطر عيوب هذه الأوامر أن أسعار الشراء قد تتغير بسرعة انخفاضاً في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد. في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يضاعف من تضائل القيمة السوقية للأوراق المالية للمستثمر.

✓ أمر التنفيذ حسب الظروف:

هي عبارة عن الأوامر التي تعطي الحق للسمسار في اب ارم الصفقة حسب ما ي اراه، وقد تكون حرية السمسار مطلقة من حيث اختيار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراءاً أو بيعاً، وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تهرم على أساسه الصفقة. ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين يثقون بشكل كامل في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار، بما يمكنه من التصرف بسرعة لاستغلال الفرص المتاحة من دون انتظار أوامر محددة من العميل. كما يناسب هذا النوع من الأوامر العملاء الذين يكونون في حالة غياب عن السوق (إجازة أو مرض) أو لا يريد أن يشغل نفسه بمحفظه أوراقه المالية. يتم ترتيب أوامر العملاء وتنفيذ العمليات وفقاً لأولية السعر فيأخذ السعر الأفضل أعلى مرتبة في ترتيب الأوامر وتنفيذ العمليات، فإذا اتفق عدد من الأوامر في السعر يتم ترتيبهم حسب توقيت ادخال كل منهم، أما الأوامر التي يتم إدخالها بشروط خاصة فتكون ذات أولوية أقل من الأوامر العادية أي التي تكون بدون شروط خاصة.

المحاضرة الخامسة:

التسعير والمقاصة في البورصة

أولاً: التسعير في البورصة:

أ- ماهية التسعير في البورصة:

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة بعدة طرق وذلك باتباع العرض والطلب لكل ورقة مالية متداولة، مما يؤدي ذلك الى تحديد سعرها في البورصة، ثم نشرها والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء الماليين عند سعر محدد. لذلك سنتطرق في هذا العنصر الى النقاط التالية:

1- مفهوم تسعيرة البورصة:

يقصد بالتسعير "تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية، وذلك عند بدء التعامل، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار ويسمى بسعر البورصة"، كما يعرف سعر البورصة على أنه "قيمة التوازن التي يتم عندها اب ارم الصفقات من خلال جلسات البورصة حيث يتم تسجيل السعر على لوحة البورصة بعد كل جلسة، كما يتم التوصل لسعر التوازن عند بدء التداول اليومي بعدة طرق مختلفة، وتبعاً لمحددات ذات أمد في الوصول الى هذا السعر وتنقسم الطرق الى قسمين رئيسيين هما: السعر الدوري والسعر المستمر".

تعرف كذلك تسعيرة البورصة على أنها: "قيمة التوازن التي تمت بها عمليات تداول الأوراق المالية خلال إحدى جلسات البورصة، والتي يتم تسجيلها في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، وتتم عملية تحديد سعر البورصة وفق تقنيات وطرق محددة، الهدف منها تحديد تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت معين، على نحو يعكس مختلف القيم التي تلتقي عندها طلبات الشراء والبيع لورقة مالية معينة، وذلك بتطبيق قانون العرض والطلب".

هناك ثلاثة تسعيرات للأوراق المالية، وهذا حسب توقيت عمل البورصة، وهي:

✓ **سعر الفتح:** هو أول سعر يحدد للورقة المالية المعينة بعد افتتاح البورصة، أي هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

✓ **أعلى سعر للورقة المالية:** هو أعلى سعر الذي تصل اليه الورقة المالية خلال جلسة التداول.

✓ **أدنى سعر للورقة المالية:** هو أدنى سعر تصل اليه الورقة المالية خلال جلسة التداول.

✓ **سعر الاقفال:** هو آخر سعر توازن يسجل للورقة المالية المعنية في نهاية جلسة عمل البورصة.

ان وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم. ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر

الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في اظهر تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

2- العوامل المؤثر على أسعار البورصة:

تتأثر أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا وانخفاضا اما بسبب الأداء الجيد للشركات المدرجة أسهمها في تلك السوق، أو بسبب عوامل أخرى مؤقتة، أو عارضة ليس لها علاقة بذلك الأداء. علما أن أسعار الأوراق المالية (أسعار التوازن) تتحدد بناء على قوى العرض والطلب، والتي تتأثر بعدة عوامل، من أهمها:

2-1- العوامل الخارجية:

تتمثل العوامل الخارجية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية في مختلف العوامل التي من شأنها التأثير على سلوك المدخرين والمتعاملين وكذلك الشركات المسعرة، يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- ✓ الظروف الاقتصادية: تتمثل في الظروف المحلية والدولية (الازمات) بما فيها من نمو اقتصادي، أسعار الصرف، ... الخ.

- ✓ السياسة النقدية: المنتهجة من قبل السلطات أو البنوك، وتتمثل أساسا في معدلات الفائدة، كمية النقود والتضخم... الخ.

- ✓ السياسة المالية: تتمثل في السياسة المنتهجة من قبل الحكومة من خلال الضرائب، الانفاق الحكومي، والاستثمار، كلها أمور قد تمس مباشرة أصحاب الفائض أو أصحاب العجز.

2-2- العوامل الداخلية:

ان العوامل الداخلية التي من شأنها التأثير على أسعار البورصة من خلال التأثير على العرض والطلب والمتعلقة أساسا بالشركة على سبيل الذكر لا الحصر:

- المتعاملون وسلوكهم، بنية السوق.
- النتائج المحققة والمحتملة.
- سمعة الشركة وطاقمها الإداري.
- المحللون الماليون وآرائهم والد ارسات.
- نوعية المعلومات المقدمة للمحللين ووسائل الاتصال.
- سياسة توزيع الأرباح في ظل نظرية الإشارة.
- حوكمة مجلس الإدارة إجراءات الحوكمة.

2-3- العوامل التقنية:

هي تلك العوامل التي يمكن ردها الى تنظيم البورصة والى تقنيات سيرها، وهي عوامل لها أثر محدد بخصوص الأسعار. ومن بين هذه العوامل تتمثل في:

- أن الوسطاء في البورصة بالدول المتقدمة يلعبون دوار هاماً في شأن تحديد الأسعار، ذلك لأنهم يتدخلون مباشرة في البورصة لإحداث تغي ارت تكوين الأسعار، ويمكنهم بذلك حتى احداث توجه يتبعه المتعاملون الآخرون.

- وجود صناع السوق في الأسواق المحدودة أو الضيقة يساهم في استقرار الأسعار وفي القضاء على التغيرات المفاجئة.

- التنظيم الجيد للبورصة المتعلقة بالعمليات الآجلة بشرط التعويض و/أو بالخيار تساهم في تنشيط التبادلات.

- كيفية فهم المعلومات التي تتضمنها جداول التسعيرة الرسمية حول الأسعار الخاصة بالأسهم والبيانات الأخرى المنشورة.

تجدر الإشارة الى أن التطور في النشاط له دور الرئيسي في التأثير على الأسعار بالبورصة، لأنه إذا كان متوقعا زيادة الأرباح والتوزيعات في أنشطة جديدة وزيادة في المبيعات، وعقد اتفاقيات فنية وتجارية جديدة، والاعلان عند توزيع أسهم مجانية، فهذه النواحي لها تأثير على رفع قيمة السهم. ويحدث العكس، فإذا كان متوقعا تقلص في النشاط، وحدوث أزمات السيولة النقدية واضطرابات وصراعات، والاعلان عن تخفيض أو ارجاء التوزيعات، فهذه الجوانب السلبية تؤدي الى انخفاض في قيمة السهم.

2-4- العوامل النفسية:

تلعب العوامل النفسية دوراً محورياً في تغيير الأسعار بالبورصة ارتفاعاً أو انخفاضاً، وهذه التأثيرات النفسية المختلفة تتركز في بعض الحالات على معلومات ذات أهمية وحقيقة كما قد تتركز على توقعات أو مجرد شائعات. ان المبالغة في تقدير لأثر المعلومات هي الصفة الأساسية للبورصة باعتبارها آلة تلتقط جميع الأخبار والمعلومات الهامة والتافهة، والمتعامل يشتري بناء على معلومات سارة أو غير سارة، كما قد يلجأ بعض المضاربين الى ترويج الشائعات لغرض توجيه المبادلات نحو فئة بغية اقتناص الفرص، خاصة إذا كان المتعاملون قليلو الخبرة أو غير راشدين مما ينعكس في الأخير على كفاءة البورصة وحسن سيرها، وهو ما يعرف بـ "المالية السلوكية".

2-5- عوامل أخرى:

إضافة الى العوامل السابقة الذكر، هناك عوامل أخرى يمكن أن تؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة تشمل الظروف السياسية الحروب والاستقرار السياسي ووعي المتعاملين ورشادتهم،....الخ.

ب- طرق تحديد أسعار الأوراق المالية:

ان عملية تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة يتم بعدة طرق متبعة في معظم البورصات العالمية، وتتمثل فيما يلي:

1- التسعير الدوري:

وفق هذا النوع من التسعير لا يتم تنفيذ أوامر العملاء المسلمة الى السماسرة أو الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزنة الى حين إتمام مبادلة متعددة الأطراف. حسب هذا الصنف هناك أربعة أنواع، تتمثل فيما يلي:

1-1- التسعير بالمناداة:

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في بورصة الأوراق المالية، ومعهم الأوامر الخاصة بالبيع والشراء، وذلك مع بداية الجلسة تتم بقراءة كل القيم محل التسعيرة في صباح كل يوم داخل المقصورة (صالة البورصة)، حيث يقوم سمسار مخصص وينادي بأعلى صوته أو بجهاز مكبر الصوت عن العروض الطلبات التي بحوزتهم، الى أن يتم الوصول الى سعر التوازن التي تباع به الورقة المالية المعنية في هذه الجلسة. ما يميز هذه الطريقة الفوضى العارمة بسبب ارتفاع الأصوات، بالرغم من كونها شفافة الى درجة عالية بالإضافة الى أنها تمكن المتعاملين من فهم ميكانيزمات البورصة بصفة مباشرة، لذلك يفضل استعمال إشارة اليد من قبل المتفاوضين من أجل القضاء عن الفوضى ويستعملون إشارات اليد، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسياً في حالة البيع.

1-2- التسعير بالدرج:

ان هذه التسعيرة تختلف عن التسعير بالمناداة كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، اذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في الدرج الخاص بها، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، حيث يقوم بمتابعة الصفقات وتحديد الأسعار المقابل لها ففي بداية كل جلسة تداول، يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كل

الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها مع إضافة كل الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، وذلك حتى يتسنى للوسيط تحديد سعر التعامل.

ان طريقة التسعير بالدرج تعترضها عدة عراقيل عند تطبيقها، وهذا بسبب:

- غياب المعلومات وصعوبة الحصول عليها.
- صعوبة إيجاد سعر مرجعي يستند عليه الوسطاء.
- عدم إمكانية تغيير الأوامر قبل آجال الاستحقاق.

3-1- التسعير بالصندوق:

هذه التسعيرة شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء اليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول الى حالة التوازن. تستخدم هذه التسعيرة عندما تكون طلبات الشراء وعروض البيع كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بفرز العروض والطلبات وتحديد السعر من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

4-1- التسعير بالمقابلة أو المقارنة:

هي عبارة عن تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة الى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو موازنة. حسب هذه الطريقة 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 الى تلبية أكبر كمية ممكنة من الأسهم. يتم حالياً استخدام وسائل الاعلام الآلي للقيام بهذه المهمة، بعد أن حل أنظمة التداول الالكترونية، محل التداول اليدوي. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب الى البورصة.

تستخدم هذه الطريقة لتحديد سعر الافتتاح في الجلسة التي تسبق جلسة التداول الرسمية، وتسمى بالفترة الافتتاحية، أو الجلسة الاستكشافية، وتختلف مدة هذه الجلسة من دولة لأخرى، ومن هنا عرف سعر الفتح بأنه:

"السعر الذي تتلاقى عنده أكبر كمية تراكمية لطلبات الشراء، مع أكبر كمية تراكمية لعروض البيع".

يتم تحديد سعر الفتح لسهم معين حسب هذه الطريقة، باتباع الخطوات التالية:

- تحدد الكميات التراكمية للطلبات، وذلك بترتيبها من السعر الأعلى الى السعر الأدنى.

- تحدد الكميات التراكمية للعروض، وذلك بترتيبها من السعر الأدنى الى السعر الأعلى.
- يتم اختيار السعر الذي سيتم به تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم.
- في حال تساوي الكميات التراكمية عند سعرين مختلفين، يتم الترجيح بالسعر الأقرب الى آخر سعر اقفال، وفي حال وقوع آخر سعر اقفال بين السعرين المختلفين، فان سعر الفتح يكون هو سعر الاقفال.
- يكون لشركات السمسرة الحق في تعديل أو الغاء طلباتها وعروضها أثناء الجلسة الاستكشافية، كما أنها لها الحق أيضا في تعديلها أو الغائها بعد ترحيلها الى جلسة التداول الرسمية.
- لابد من اشتراك عدد خمس شركات سمسرة على الأقل في كل من جانبي العرض والطلب، لتحديد سعر الفتح بنظام السعر الاستكشافي.

5-1- التسعيرة بالنسبة المئوية:

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

6-1- التسعير بالمطابقة:

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

2- التسعير المستمر:

ان التسعير المستمر يمر بعدة مراحل مختلفة، ولكن قبل التطرق الى هذه المراحل سنعرف أولا التسعير المستمر وتوضيح أهمية تطبيقه، وذلك فيما يلي:

1-1- تعريف التسعير المستمر:

يقصد بالتسعير المستمر على أنه: "إمكانية القيام بإبرام الصفقات أو التبادل في أي لحظة، شريطة أن يتلقى أمرين مختلفين، واحد للبيع وواحد للشراء، عند سعر معين، كما يمكن اعتبار هذه الآلية تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة حركات السوق بصورة سريعة ودقيقة، وتعمل على تجنب فترة انتظار تسعير الأوامر الجديدة، وهذا بسبب التعقيد التكنولوجي لاسيما المعلوماتية واستخدام الحاسوب والانترنت."

تعد هذه التقنية من أحدث ما توصل اليه العلم في الاعلام الآلي، الامر الذي ساهم في زيادة دقة وسهولة أداء مختلف العمليات، كما أن هذه الأجهزة تم ضبطها على النحو الذي تتوقف عليه عملية

التعامل مؤقتاً وبصور آلية كلما تعددت تقلبات أسعار القيم المتداولة الهام. المحدد لها، وهذا من أجل منع وقوع تقلبات حادة في الأوراق المالية محل التداول، والتي قد تؤدي الى أزمات كبيرة. كما أن هذه الطريقة يمكن أن تحقق الشفافية عند اجراء مختلف العمليات، الا أن العيب الذي يوجه لها يكمن في توجيه تغيرات الأسعار في الجلسة الواحدة، وتفادياً لهذا الاشكال، فان تسعيرة الافتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق.

2-2- مراحل التسعير المستمر:

يعتمد نظام التسعير المستمر على أساس الأوامر التي يتلقاها الوسطاء الماليين من عملائهم من أجل تنفيذها، وتتم هذه الطريقة بمرحلتين أساسيتين هما:

◀ المرحلة الافتتاحية الاستكشافية قبل افتتاح جلسة التداول:

يتم في هذه المرحلة جمع الأوامر قبل الافتتاح رسمياً، ويتم تحديد سعر الافتتاح بناءً على أوامر السعر الأفضل، ويحدد بالسعر النظري الأفضل للافتتاح وأوامر السعر المحدد، وتبلغ مدة هذه الفترة في السعودية مثلاً خمسة دقائق، وفي مصر نصف ساعة.

◀ مرحلة ما بعد افتتاح جلسة التداول:

تتم الصفقات في هذه المرحلة بناءً على سعر الافتتاح الذي يحقق التوازن عند تلاقي العرض والطلب، وأوامر البيع بالسعر المحدد المنفذة هي التي تكون السعر الأدنى مساوي لسعر التوازن (سعر الافتتاح)، أما أوامر الشراء ذات السعر المحدد المنفذة تكون السعر من الأعلى هو سعر التوازن، وتتم العملية بعد توجيه الأوامر الى الحاسوب الخاص بالتسعيرة والتي تنفذ وفق طريقة FIFO كما يلي: "أول أمر داخل أول أمر منفذ"، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين وكانت هناك أوامر أدخلت من قبله وبنفس السعر، فان هذه الأوامر المحددة يتم تنفيذها أولاً، أي أن الأوامر تنفذ حسب أولوية وصولها (كل أمر له تاريخ وساعة وصوله)، أما الأوامر بسعر السوق يتم تنفيذها بعد افتتاح الجلسة (لا تنفذ عند افتتاح الجلسة) فهي خاضعة لسعر أفضل عرض اذا تعلق الأمر بالشراء وسعر أحسن طلب اذا تعلق بالبيع.

3- التسعيرة الرسمية:

ان الإعلان عن السعر الذي بموجبه يتم التداول الفعلي للأوراق المالية، يكون ذلك السعر مدوناً في وثيقة رسمية تسمى "التسعيرة الرسمية" يقوم بتسييرها لجان السعر بالبورصة، ويحتوي السعر على كل من اسم الورقة وعدد السندات وقيمة القرض المقبول أو الموضوع في التسعيرة أو في التداول، كما يلزم ذكر معدل الفائدة أو الضريبة ومواعيد الاستحقاق والأسعار السالفة للأسهم. كما تشترط

البورصة شروط خاصة لقبول الأوراق المالية في قبول التسعيرة الرسمية، كما يحق لها شطب الأوراق التي يوافق عليها ثلثي أصوات اللجنة ان لم تستوفي الشروط أو إذا أفلسست الشركة المعنية.

ثانيا: المقاصة والتسوية في البورصة:

أ- المقاصة في البورصة:

1. مفهوم المقاصة:

غرفة المقاصة هي حجر الزاوية في أسواق العقود الآجلة والقطعة الأساسية لضمان حسن سير المعاملات وأمنها، وغرفة المقاصة هي مؤسسة تمثل في الواقع المصالح المختلفة للمجتمع المالي العامل في أسواق العقود الآجلة، يجمع بين البنوك من الدرجة الأولى ومن شركات الوساطة الكبرى، وأهم المشغلين الذين يتدخلون في أسواق العقود الآجلة في البورصة، يتم تنفيذ هذه الوظيفة من قبل البنك المركزي للتعويضات الذي يجمع بين أرقى جولات الطاولة التي يمكن العثور عليها في الساحة، مقابل "السلع الخفيفة"، ويتم توفير التعويض من قبل غرفة تبادل السلع الدولية. كما تشارك هذه المنظمة في عاصمة البنك المركزي.

وتتم عملية المقاصة بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر سمسار العميل أحد أعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيداً لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية Netting، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنين أو المدينين لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتب على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة، وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

➤ تعريف المقاصة:

المقاصة هي الإجراء الذي يتم من خلاله تسوية التداولات المالية - أي التحويل الصحيح وفي الوقت المناسب للأموال إلى البائع والأوراق المالية إلى المشتري. في المقاصة ، غالبا ما تقوم مؤسسات مختصة بدور الوسيط وتتولى دور البائع والمشتري الضمني في المعاملة ، للتوفيق بين الطلبات بين الأطراف المتعاملة.

- ✓ المقاصة ضرورية لمطابقة جميع أوامر البيع والشراء في السوق.
- ✓ المقاصة توفر أسواق أكثر سلاسة وفعالية حيث يمكن للأطراف إجراء تحويلات إلى شركة المقاصة بدلاً من كل طرف فردي تتعامل معه.

2. أساسيات المقاصة:

- ✓ المقاصة هي عملية التوفيق بين عمليات الشراء والمبيعات لمختلف الخيارات ، أو العقود المستقبلية، أو الأوراق المالية.

- ✓ المقاصة هي عملية التحويل المباشر للأموال من مؤسسة مالية إلى أخرى.
- ✓ تتحقق العملية من توفر الأموال المناسبة ، وتسجل التحويل ، وفي حالة الأوراق المالية تضمن تسليم الضمان للمشتري.

- ✓ يمكن أن تؤدي التداولات غير المقاصة إلى مخاطر التسوية ، وإذا لم تتضح المعاملات ، فسوف تنشأ أخطاء محاسبية حيث يمكن خسارة الأموال الحقيقية.

- ✓ تمتلك البورصات ، مثل بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) بورصة ناسداك ، شركات مقاصة، حيث انها تتحقق من أن تجار الأسهم لديهم أموال كافية في حسابهم ، سواء باستخدام النقد أو الهامش، لتمويل عمليات التداول التي يقومون بها. يمثل قسم المقاصة في هذه البورصات دور الرجل الوسيط ، مما يساعد على تسهيل النقل السلس للأموال. عندما يقوم المستثمر ببيع الأسهم التي يمتلكها ، فإن قسم المقاصة يحاول التأكد من تسليم الأموال للمستثمر. وبالمثل ، عندما يقوم شخص ما بشراء أحد الأسهم ، فإنه يجب أن يكون قادرًا على تحمل تكلفته، فشركة المقاصة تتأكد من تخصيص مبلغ مناسب من الأموال للتسوية التجارية عندما يشتري شخص ما الأسهم.

3. غرفة المقاصة:

- فيما يتعلق بالعقود المستقبلية والخيارات ، تعمل غرفة المقاصة كوسيط للمعاملة ، حيث تعمل كطرف مقابل ضمني لكل من المشتري والبائع في العقود المستقبلية والخيارات.
- تتحصل غرف المقاصة على رسوم مقابل خدماتها ، والمعروفة باسم رسوم المقاصة. عندما يدفع المستثمر عمولة إلى الوسيط ، غالبًا ما تتضمن رسوم المقاصة في مبلغ العمولة هذا. تدعم هذه الرسوم مركزية المعاملات وتسويتها وتسهيل التنفيذ الصحيح للاستثمارات المشتراة.
- عندما تواجه غرفة المقاصة معاملة غير عادية (out Trade)، فإنها تمنح الأطراف المقابلة فرصة للتوفيق بين التناقض فيما بينها. إذا تمكنت الأطراف من حل هذه المسألة ، فيتم إعادة تقديم التجارة

إلى غرفة المقاصة للتسوية المناسبة. ولكن إذا لم يتمكنوا من الاتفاق على شروط التجارة ، يتم إرسال الأمر إلى لجنة التبادل المناسبة للتحكيم.

■ مثال إفتراضي على المقاصة:

كمثال افتراضي ، افترض أن أحد المتداولين يشتري عقدًا للعقود الآجلة للمؤشر. الهامش الأولي المطلوب لعقد هذه الصفقة بين عشية وضحاها هو \$ 6160. يتم الاحتفاظ بهذا المبلغ كضمان بأن المتداول يمكنه تحمل تكلفة الصفقة. يتم الاحتفاظ بهذه الأموال من قبل شركة المقاصة ، داخل حساب المتداول ، ولا يمكن استخدامها للتداولات الأخرى. يساعد ذلك في تعويض أي خسائر قد يتعرض لها المتداول أثناء تداولاته.

تساعد هذه العملية في تقليل المخاطر التي يتعرض لها المتداولون الأفراد. على سبيل المثال ، إذا وافق شخصان على التجارة ، ولم يكن هناك شخص ، فمن الممكن أن يقوم أحد الأطراف بالانسحاب من الاتفاقية، أو قد يواجه مشكلة مالية غير قادر على توفير الأموال اللازمة للاحتفاظ بها. شركة المقاصة تترك المتداول الفردي بعيدا عن هذه المخاطر، حيث يعلم كل متداول أن شركة المقاصة ستقوم بجمع أموال كافية من جميع الأطراف التجارية، وبالتالي لا مجال للقلق بشأن الائتمان أو المخاطر التي تنتج المتداول الآخر من الصفقة.

ب- التسوية في البورصة:

1. مفهوم التسوية:

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة، حيث تبدأ عملية الدفع وتوثيق نقل الملكية وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة. والتنظيم يشمل بالإضافة إلى شركة المقاصة كلاً من: حافظ الأوراق المالية، ونظام للمدفوعات النقدية.

وتعد دار التسوية الجزء الأساس من عمل أسواق العقود المستقبلية إذ أنها تؤدي دوراً مهماً في أية صفقة عكسية. ويشترط لعضو السوق ليكون عضواً في دار التسوية أن يقدم طلب للحصول على عضويتها لذا أن أعضاء السوق أما أن يكون أعضاء في دار التسوية أو يكون هناك عضو في دار التسوية يفي بالخدمة إلى أعضاء السوق.

ويعد دار التسوية مؤسسة مستقلة أو مؤسسة حكومية أو شركة مساهمة. وقد تكون مؤسسات ثانوية تابعة للسوق (البورصة) ويتوسط فيه المشتري والبائع في كل عقد من العقود فبعد أن يتفق الطرفان على عقد الصفقة يدخل دار التسوية في عملية الشراء والبيع. ويصبح المشتري لبائع العقد

والبائع المشتري العقد، وهذا يتوقف المشتري والبائع عن التعامل المباشر ببعضهم. ويكون دار التسوية على الطرف الآخر من كل صفقة ويكون مستعداً لتلبية التزامات العقد إذا نكل المشتري أو البائع. وبذلك تساعد دار التسوية في تسهيل وجود سوق منظم للعقود المستقبلية فضلاً عن أنه يجعل السوق بعيد عن الصفة الشخصية، ويعد هذا مفتاح النجاح في التنفيذ الصفقة عند توسط دار التسوية.

التسوية هي عندما تشتري أو تباع الأوراق المالية ، فإن التسوية تتمثل في التحويل الرسمي للأوراق المالية إلى حساب المشتري والنقد إلى حساب البائع.

كلما قمت بشراء أو بيع الأسهم أو السندات، فهناك تاريخان مهمان يجب أن تكون على دراية بهما هما تاريخ المعاملة وتاريخ التسوية. تشير الاختصارات $T + 1$ و $T + 2$ و $T + 3$ إلى تواريخ تسوية معاملات التأمين التي تحدث في تاريخ المعاملة بالإضافة إلى يوم واحد، بالإضافة إلى يومين، وثلاثة أيام على التوالي. T هو تاريخ المعاملة.

2. مصادر تمويل بيت التسوية المالية:

أما بالنسبة لمصادر تمويل بيت التسوية المالية، فيتم تحصيلها مما يأتي:

2-1- الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد: فعندما يتعثر أحد الطرفين يقوم البيت باستخدام جزء من موارد ذلك الصندوق لتغطية التكاليف اللازمة لتنفيذ العقد، وسبب هذا الضمان الذي يوفره بيت التسوية عدم معرفة كل منها الآخر أو التحقق من قوة المركز المالي للطرف الثاني مما يسهل تداول العقود ويوفر لها سيولة كبيرة.

2-2- الهامش المبدئي: حيث يُلزم المستثمر قبل إجراء أي تعامل في العقود المستقبلية بمجرد فتحه حساب لدى بيت السمسرة بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة بهدف ضمان المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم، وتراعي بيوت السمسرة عدم المغالاة في الأسعار لتحديد من القيد على نشاط المستثمرين، ويختلف قيمة المبدئي من عقد لآخر وفقاً لطبيعة السلعة محل التعاقد وكميتها وسعرها، فقيمة الهامش المبدئي لعقود أذونات الخزنة لا تزيد عن 5% من قيمة العقد، ويجب التنبيه إلى أن التزام بيت التسوية في تسوية العقود يؤدي إلى الربح أو الخسارة حسب الحالة الموجودة وتغير الأسعار ولهذا السبب أوجدوا الهامش المبدئي.

3.2. هامش الصيانة: وعادة يحدد بيت التسوية هامش صيانة تتراوح قيمته 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي، وهذا يعني أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن هذه النسبة، أما إذا انخفض، طالبوا السمسرة بإيداع المزيد في الرصيد، ففي حالة ارتفاع السعر بالنسبة للمشتريين في

العقد فلا حاجة لأن يطلب منه بإيداع هامش صيانة، أما في حالة انخفاض السعر، ويمثل ذلك خسارة المشتري لأنه سوف يدفع أكبر من سعر السوق عند تنفيذ العقد، فيُطالب بدفع هامش الصيانة لكي يرتفع رصيده حسابه إلى مستوى هامش الصيانة ويكون المبلغ على صورة نقدية.

4.2. ويُمول بيت التسوية ماليته من خلال تنفيذ عمليات البيع والشراء، والتي ينتج عنها الربح والخسارة، والفروق بين الربح والخسارة هو مصدر تمويل له، كذلك من خلال الصفقات العكسية بحيث إذا توقع المستثمر أن ارتفاع سعر عقده هو الحد الأعلى ولا يمكن ارتفاع السعر أكثر، ويقوم بشراء عقد مماثل له بصفقة مع بيت التسوية، فما على بيت التسوية إلا شطب العقدين المتقابلين ويكون من حق المستثمر سحب قيمة هامش المبدئي الذي سبق إيداعه لدى بيت التسوية.

وتتطلب عملية المقاصة وجود حساب للسمسار لدى هاتين الجهتين حيث تقوم شركة المقاصة بتسوية جميع الصفقات من خلال إرسال تعليمات لكل من حافظ الأوراق المالية لتحديث قاعدة الملاك، وتعليمات لنظام المدفوعات لتحويل المبالغ النقدية بين حسابات السماسرة، وتقوم شركة المقاصة بإرسال تقرير نهائي عن عمليات التسوية لمكتب السمسار. ويسهل من عملية التسوية ارتباط شركة المقاصة بحافظ الأوراق المالية محل التعامل، ويمكن أن يتولى عمليتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحدة، وعادة ما يتم تحديد موعد التسوية وفق الاصطلاح (T+3) حيث يمثل T تاريخ الصفقة (منتصف ليل يوم تنفيذها)، ومعنى هذا الاصطلاح أن الصفقة سوف تسوي في اليوم الثالث بعد تاريخ تنفيذها، وبالنسبة للسندات الحكومية فتتم التسوية وفق (T+1). وهناك جهود متواصلة على مستوى صناعة الأوراق المالية في العديد من الدول لتقليل الفارق إلى T+1.

ويفرق عادة بين أنواع أنظمة التسوية بحسب كونها إجمالية أو صافية (تبعاً لطبيعة المقاصة التي تسبقها)، وأنية أو متراخية (تبعاً للفرق بين التنفيذ والتسوية)، ففي الإجمالية يتم تسوية كل صفقة على حدة (بدون تصفية)، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في الحال كل الأوراق المالية ويدفع المشتري كامل مبلغ الصفقة (وفي هذه الحالة فقط تتحد المقاصة مع التسوية) أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير.

كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ (غالباً في نهاية يوم التداول). أما التسوية الصافية فيتم تسوية مجموعة من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد أن يتم تصفية الصفقات التي تم تنفيذها قبل موعد التسوية. ويوضح الجدول الموالي هذه الأنواع:

الجدول رقم (01): أنواع أنظمة التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم في أثناء اليوم آناً أو تأخير بسيط لكل صفقة على حدة، وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة. ويطلق على هذا النظام الذي يتميز بخاصتي التسوية الإجمالية والآنية مصطلح: Real-time gross settlement (RTGS)	لا يمكن (لا يمكن استخدام التسوية إلا إذا كان هناك فرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية يتسنى فيه تراكم عدد من أساس صافي. ومن ثم لا يمكن أن تكون التسوية الآنية إلا إجمالية)
متراخية	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدة. ويستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة. كما يدخل فيه نظم التسوية الإجمالية الآنية التي تجري المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	يمكن ويتم التسوية في الغالب في نهاية اليوم. ولكنها يمكن أن تحت خلال أوقات متقطعة أثناء اليوم.

ويمكن أن تستخدم التسوية الإجمالية والصافية في جانب التسليم أو الدفع. حيث يمكن أن يعتمد مبدأ التسوية الإجمالية لتسليم الأوراق المالية ودفع مبالغ الصفقات أو يتم الاعتماد على مبدأ التسوية الإجمالية للتسليم فقط ومبدأ الصافية للدفع أو يتم استخدام مبدأ التسوية الصافية للتسليم والدفع معاً.

وهناك صيغ مختلفة لتطبيق كل من التسوية الإجمالية والصافية، مثلاً صيغ التسوية الإجمالية تختلف بحسب آلية الحصول على السيولة في حالة عدم قدرة الدافع على تغطية مبلغ الصفقة (عن طريق البنك المركزي، أو تنظيم داخلي بين مجموعة من المؤسسات، أو من ممول خارجي). كما أن التسوية الصافية يمكن أن تكون ثنائية Bilateral أو متعددة Multilateral، والأخير أكفاً من الثنائية في تقليل حجم وعدد المدفوعات التي يتحتم على كل طرف تسويتها.

ولكل من التسوية الإجمالية والصافية مزايا وعيوب؛ فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات، والمدفوعات المطلوب تحويلها وقت التسوية، ولكن مخاطر تسويتها - خاصة الخطر الائتماني- أعلى. أما المقاصة الإجمالية فتتطلب تحويلات مالية أكثر، وتتطلب من البنوك إدارة مخاطر السيولة بشكل متواصل مما يترتب عليه زيادة تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة. وتختلف أنظمة التسوية كذلك في وقت ما يسمى بحسم التسوية Settlement Finality ويقصد به الوقت الذي ينتفي فيه حق أي من الطرفين في إلغاء التسوية. إذ قد تسمح بعض الأنظمة بحق الإلغاء حتى وقت معين عادة ما يكون نهاية اليوم، بينما تمنع أخرى إلغاء التسوية بعد إتمامها تحقيقاً لاستقرار التعامل.

المحاضرة السادسة:

التحليل الفني للأوراق المالية

يعتبر التحليل الفني من أقدم الأدوات المستعملة لتحليل الأوراق المالية (أواخر القرن التاسع عشر) المتداولة في السوق المالية، يهتم بتتبع حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمط لتلك الحركة يساعد على التنبؤ باتجاهها في المستقبل. ويضم التحليل الفني نوعين رئيسيين من أدوات التحليل هما: الأشكال البيانية أو ما يعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث. ويعتبر النوع الأول الأكثر استخداماً والأبسط والأسهل للإعداد

أولاً: مفهوم التحليل الفني:

التحليل الفني هو "دراسة حركة السوق بالاعتماد أساساً على الرسوم البيانية، بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية" وهذا يعني أن التغير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ به وأن الأسعار لا تتحرك بشكل عشوائي وهو بذلك لا يعترف بكفاءة السوق المالية.

ويقوم التحليل الفني برصد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، من أجل توقع نمط تلك الحركة في المستقبل وتحديد توقيت قرار الشراء أو البيع، وفي كل الأحوال لا يمكن للأسعار الاحتفاظ بوضعيتها (نمط أو اتجاه حركة الأسعار) في المدى الطويل، بمعنى أن توقع اتجاه حركة الأسعار يكون في المدى القصير. ويعتقد الفنيون أن السوق هو أفضل مورد للبيانات للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق، فالتحليل الفني يهتم بالسوق نفسه وليس بالعوامل الخارجية التي تؤثر فيه، أي أنه يظهر تحركات السوق وليس الأسباب التي أدت إلى حدوث تلك التغيرات. 2. إذن فالتحليل الفني يهتم بدراسة البيانات التي يوفرها السوق نفسه مثل أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، اتجاهات وميول المستثمرين، نوعية المستثمرين... وذلك باستخدام أشكال بيانية ومؤشرات فنية إحصائية، قصد التنبؤ باتجاه (حركة) الأسعار في المستقبل، مما يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية Dow التي قدمها Charls Dow الصحفي بجريدة Wall Street سنة 1900 والذي ينسب إليه مؤشر Dow Jones لمُتوسط الصناعة. وقد استطاعت هذه النظرية التنبؤ بالأزمة الكبرى سنة 1929، حيث أشار في التحليل الذي يقوم على نظرية Dow وقامت بنشره جريدة وول ستريت في 29 أكتوبر سنة 1929، إلى أن السوق الصعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ.

وهكذا يمكن تعريف التحليل الفني بأنه استخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحياناً يسعى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق

نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو للسوق بأكمله، وهكذا يعتقد المحللون الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات.

ويمكن تلخيص مفهوم التحليل الفني في النقاط التالية:

✓ يرتكز التحليل الفني على البيانات السوق المنشورة، ويرتكز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل تحركات في السوق أو في الأسعار الأسهم، وبالعكس فإن التحليل الأساسي يركز على العوامل الاقتصادية والسياسية التي تعد خارجية بالنسبة للسوق نفسه.

✓ يرتكز التحليل الفني على التوقيت: فأسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاهات وذلك أثناء تحركات أسعار الأسهم نحو مستويات التوازن الجديدة، ويمكن تحليل هذه الاتجاهات الجديدة وتحديد التغيرات التي تطرأ عليها وذلك عن طريق دراسة حركة الأسعار وحجم التداول بمرور الوقت، ويكون التركيز على التغير في الأسعار المحتملة.

✓ يميل الفنيون إلى التركيز أكثر على المدى القصير، وقد تم تصميم أساليب التحليل الفني لتحديد تحركات الأسعار المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، وعلى الجانب الآخر فإن المحلل الأساسي يهتم بالمدى المتوسط والطويل.

ثانياً: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني:

يعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة للأسعار وبيانات الحجم والتداول وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، ويتم الاستشهاد بعدة افتراضات تساند هذا الرأي لتحركات الأسعار كمايلي:

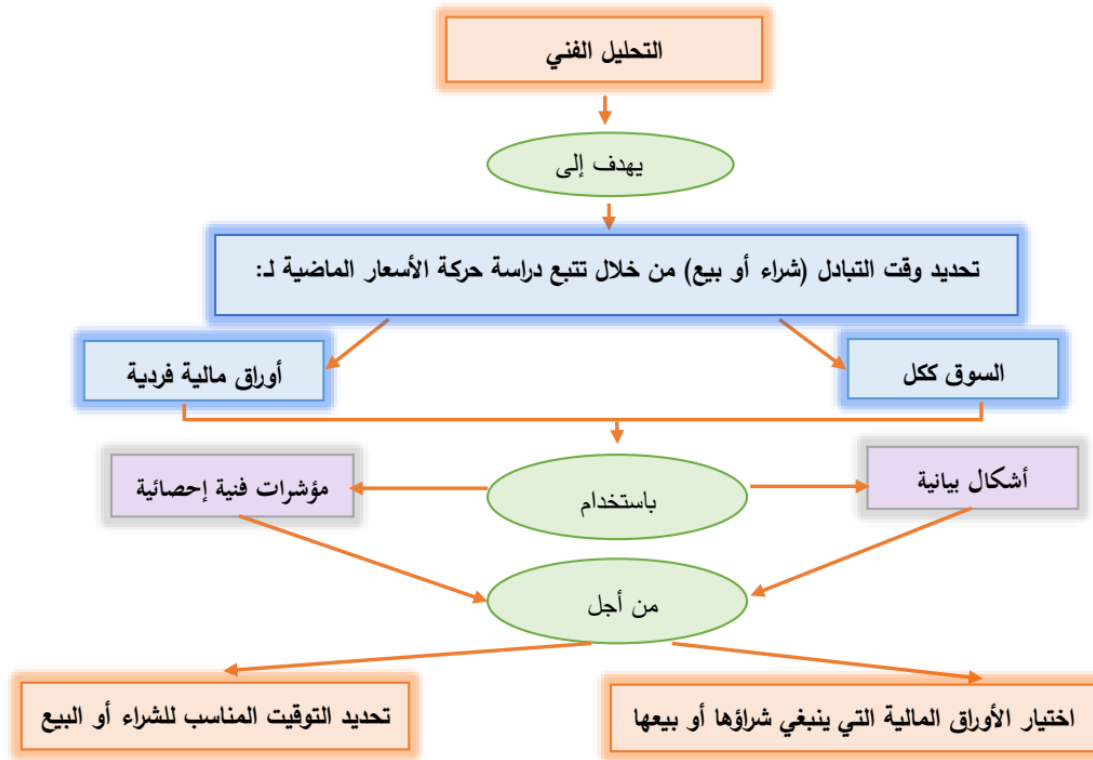
- 1- تحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.
- 2- هناك عدة عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية ومعقولة والبعض الآخر غير منطقية، ويشمل هذه العوامل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيون في آرائهم وتخميناتهم، أن السوق يقيم كل هذه العوامل باستمرار وبصورة آلية.
- 3- أغفال التقلبات الصغرى في أسعار الأوراق المالية الفردية والقيمة الكلية للسوق والتي تميل إلى أن تتحرك في اتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت.
- 4- الاتجاهات المسيطرة التي تمثل تغير في رد فعل للتحويل في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها أن أجلاً أو عاجلاً من خلال حركة السوق نفسه.
- 5- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبياً، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

يمثل هذا الافتراض عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً. ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق. هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً.

ثالثاً: مجال تطبيق التحليل الفني.

يمكن للمحلل الفني أن يقوم بدراسة مستوى أسعار السوق ككل (المستوى الكلي والمتمثل في مؤشرات السوق) للتنبؤ باتجاهها المستقبلي، ويمكن أن يركز على الأصول المالية الفردية (المستوى الجزئي) للتنبؤ بالاتجاه المستقبلي لسعر ورقة مالية معينة. ذلك لأن كل العوامل المؤثرة على حركة التداول تؤثر على قوى العرض والطلب ثم تنعكس في النهاية على مستويات الأسعار وحجم التداول. كما أن المحلل الفني يعتمد على فكرة التآزر بين حركة أسعار الأسهم وحجم التداول الكلي في السوق، لذلك إذا ظهرت موجة ارتفاع لأسعار أسهم معينة دون أن يتجه حجم التداول نحو الارتفاع فهذا يعني أن الاتجاه مشكوك فيه، على عكس الحالة التي ترتفع فيها كل من الأسعار وحجم التداول معا حيث تؤخذ على أنها حركة إنتعاش. ويقوم أغلب المحللون مع الفنيون بالاعتماد على التحليلين - تحليل أسعار السوق وتحليل سعر السهم الواحد- بهدف تخفيض هامش الخطأ وتعظيم احتمالات الربح . ويمكن توضيح مجال تطبيق التحليل الفني في الشكل التالي:

الشكل رقم (3): المضمون العام للتحليل الفني



رابعاً: أدوات التحليل الفني:

يمكن تصنيف أدوات التحليل الفني في مجموعتين رئيسيتين: الأشكال البيانية والمؤشرات الفنية الإحصائية، حيث يعتبر السعر وحجم التداول المادة الأولية الأساسية لأدوات التحليل الفني.

1- الأشكال البيانية:

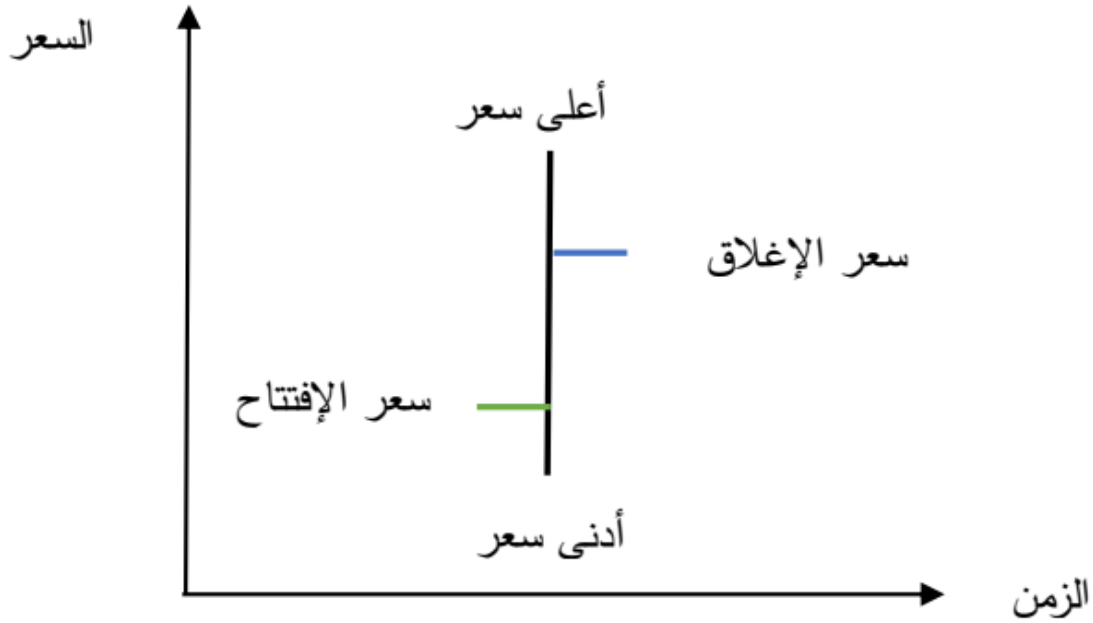
تعرف أيضاً بالتحليل الفني التقليدي، حيث تعتبر الأشكال البيانية من أقدم أدوات التحليل الفني وأكثرها شيوعاً واستخداماً نظراً لسهولة استخدامها وبساطتها، وتقوم هذه الأدوات بتمثيل الأسعار وحجم التداول في الماضي في أشكال متنوعة، ثم ملاحظتها قصد إكتشاف نمط معين لحركة الأسعار تمكن من التنبؤ باتجاهها في المستقبل، وفي ضوء هذا التنبؤ يتخذ المستثمر القرار الاستثماري المناسب.

توجد أنواع عديدة من الأشكال البيانية منها:

1-1- خرائط الأعمدة:

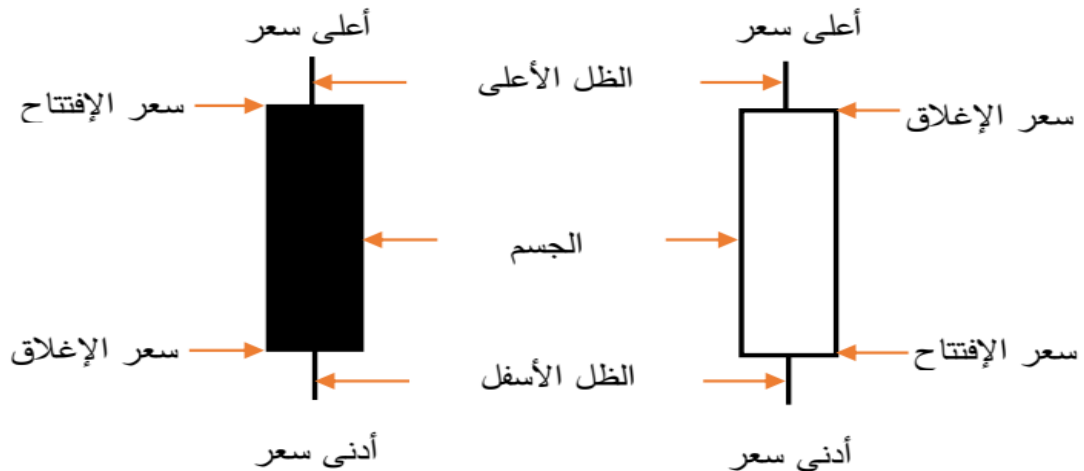
تستخدم خرائط الأعمدة لتوضيح التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالإعتماد على أعلى وأدنى سعر، وسعر الإغلاق، وأحياناً سعر الافتتاح، وذلك خلال فترة زمنية معينة قد تكون ساعة أو يوماً أو أسبوعاً أو شهراً. ويتم بناء خرائط الأعمدة بشكل بياني يمثل محوره العمودي سعر الورقة المالية، ومحوره الأفقي يمثل الزمن، وهذا باستخدام أربع ملاحظات للسعر في كل فترة بوضع خط عمودي يعبر عن المدى بين أعلى وأدنى،

مع وجود خط أفقي قصير يمينه يمثل سعر الإغلاق وخط قصير يساره يمثل سعر الإفتتاح؛
الشكل رقم (4): الأعمدة البيانية



2-1- الشموع اليابانية (الشمعدان):

يبين على هذا النوع من الخرائط أعلى وأدنى سعر إضافة إلى سعر الإقفال وسعر الافتتاح ومن السهل - وفقا لهذا النوع من الخرائط - رصد التغيرات في سعر الافتتاح والإقفال، حيث ينقسم خط الشمعدان إلى جزئين: الأول يطلق عليه بالجسم وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الإفتتاح وأسعار الإغلاق، أما الجزء الثاني فيسمى الظل وهو خط عمودي يقع فوق أو تحت الجسم، فإذا ما تم ملء جسم الشمعدان باللون الأسود فهذا يدل على أن سعر الإفتتاح للسهم أعلى من سعر الإقفال (يشير إلى انخفاض الأسعار)، أما إذا كان الجسم فارغا فهذا يعني أن سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح لهذا اليوم (يشير إلى ارتفاع الأسعار)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:



3-1- خريطة النقطة والشكل:

يتم بناؤها برسم محور عمودي يمثل سعر السهم ومحورا أفقيا لا يمثل أي شيء آخر (هنا يهمل عنصر الزمن)، فكل ما يهم المحلل الفني التغيرات السعرية التي تفوق حدا معيناً، أي أن تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغير يذكر يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في هذه الخريطة، فحركة السعر هنا هي كل شيء. وإذا ما حقق السهم ارتفاعاً في السعر فيضع حرف (X) أمام السعر الجديد، أما إذا انخفض السعر فيسجل حرف (O) أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر.

الشكل رقم (6): خريطة النقطة والشكل.

[illegible]

2- المؤشرات الفنية والإحصائية:

تسمى بالتحليل الفني الحديث، وهي أدوات فنية حديثة تقوم على المعالجة الآلية للبيانات (الأسعار وحجم التداول) باستخدام مفاهيم وتقنيات رياضية وفيزيائية.

تسمح هذه المؤشرات بالحصول على نتائج رقمية موضوعية لا تقبل تفسيرات ذاتية مختلفة كما هو الحال بالنسبة للأشكال البيانية. وقد ساعد ظهور الإعلام الآلي وتطوره على سهولة استخدام هذه الأدوات وذلك من خلال تصميم برامج آلية لحساب هذه المؤشرات.

ومن المؤشرات الإحصائية التي يستخدمها المحللون الفنيون:

2-1- المتوسطات المتحركة:

المتوسطات المتحركة هي تقنية لتسوية السلاسل الزمنية، تعتمد على حساب المتوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في سلسلة زمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي لنفس السلسلة لكن مع إلغاء أقدم مستوى في السلسلة وتعويضه بأحدث مستوى وهكذا.

وبتطبيق المتوسطات المتحركة في التحليل الفني، يتم حساب متوسط سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة. ومن خلال إنشاء رسم بياني لمتوسط السعر، يتم التخلص من التقلبات الحادة، ويصب عندئذ من

السهل تحديد الاتجاه الحقيقي لسعر السهم. فالتوسطات المتحركة تساعد المتداولين الذين يعتمدون على التحليل الفني في تخفيض قدر من الضوضاء في السوق. ويمكن استخدامها في تحديد الاتجاهات الحالية والانعكاسات في مسار الاتجاه، وكذلك في تحديد مستويات الدعم والمقاومة. يستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق، ويكون قرار الشراء صحيحا عندما يكون سعر السهم ومتوسطه المتحرك في اتجاه صاعد ويكون سعر السهم أسفل من المتوسط المتحرك، بينما يكون قرار البيع صحيحا عندما يكون سعر السهم ومتوسطه المتحرك في اتجاه هبوطي ويكون سعر السهم أعلى من المتوسط المتحرك.

الشكل رقم (7): المتوسط المتحرك.



2-2- مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة:

هو مؤشر يقيس مدى حدة زاوية التقاطع بين متوسطين متحركين يختلفان في طول سلسلتهما. نحصل على إشارة الشراء عندما يقطع مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة خط إشارته من الأسفل نحو الأعلى، أما إشارة البيع فنحصل عليها عندما يقطع المؤشر خط إشارته من الأعلى نحو الأسفل.

2-3- مؤشر اتجاه الحركة:

يساعد هذا المؤشر على تحديد قوة الاتجاه لسعر السهم عن طريق قياس العلاقة بين قوى الشراء وقوى البيع، وليس الاتجاه الفعلي، وقياس قوة الاتجاه العام لحركة سعر السهم من جهة أخرى، من أجل تحديد التوقيت الملائم للشراء والبيع.

2-4- مؤشر الزخم:

الزخم هو معدل تسارع سعر الورقة المالية أي السرعة التي يتغير بها السعر والتداول أي يقيس سرعة وقوة

حركة السعر، فإذا كان نطاق التداول لفترة زمنية معينة أعلى منه في الفترة الزمنية السابقة فيعتبر ذلك زيادة في معدل التغير تسارع في حركة السعر ومن ثم يرتفع المؤشر، والعكس، إذا كان نطاق التداول للفترة الزمنية أقل من نطاق الفترة الزمنية السابقة فيعتبر ذلك انخفاض في معدل التغير تباطؤ في حركة السعر ويؤدي هذا إلى قراءة أقل على المؤشر.

5-2 مؤشر القوة النسبية:

يستخدم هذا المؤشر لتحديد ذروة الشراء أو ذروة البيع في السوق. فهو يقوم بتقييم سعر الأصل على مقياس من 0 إلى 100 مع مراعاة ال 14 فترة (14 يوما للجداول اليومية و 14 ساعة للجداول التي بها الساعات وما إلى ذلك).

$$RSI = 100 - [100 / 1 + RS]$$

حيث أن :

RSI : يمثل مؤشر القوة النسبية

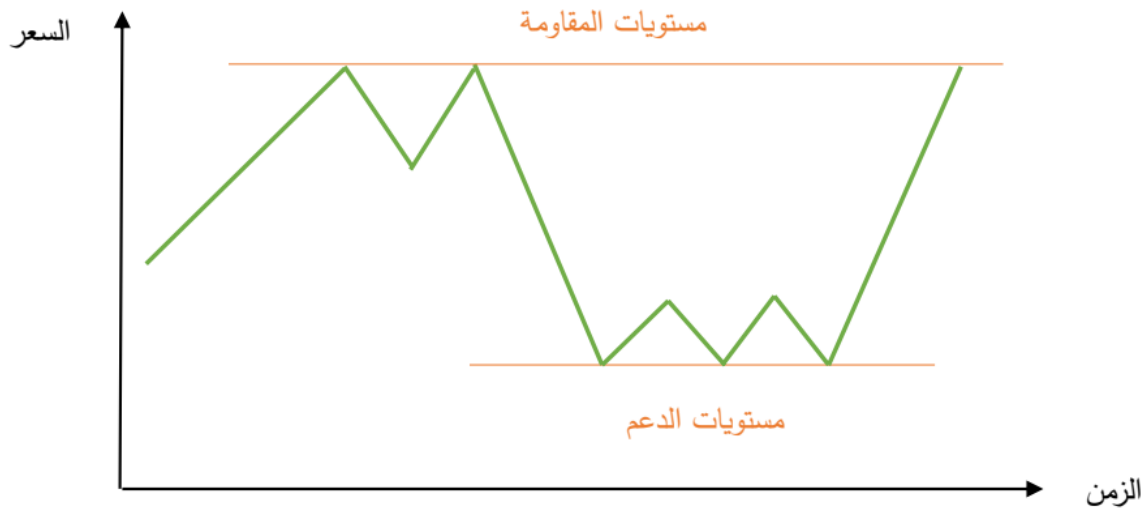
RS : يمثل القوة النسبية، وهي عبارة عن مجموع التغيرات الموجبة لأسعار الإقفال على مجموعة التغيرات السالبة لأسعار الإقفال، وذلك لفترة معينة عادة ما تكون 14 يوما.

عندما تكون نتيجة مؤشر القوة النسبية 30 أو أقل فهذا يشير إلى أن الأصل قريب من القاع (ذروة البيع)، أما عندما تكون أكثر من 70 فهذا يشير إلى أن سعر الأصل يقترب من القمة/أعلى سعر (ذروة الشراء) لتلك الفترة الزمنية ومن المرجح أن ينخفض. فالحالة الأولى تفسر أن السوق تمر بمرحلة شراء مغال فيها، ومن المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها هبوطيا في المستقبل. وبالتالي، القرار الملائم هو بيع الأصل. أما الحالة الثانية فتفسر على أن السوق تمر بمرحلة بيع مغال فيها، ومن المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها تصاعديا في المستقبل، فيفضل هنا شراء الأصل المالي.

6-2 مستويات الدعم والمقاومة:

تعتبر مستويات الدعم والمقاومة معيارا أساسيا لتوقيت الدخول والخروج من السوق، فمستوى الدعم يعني المنطقة التي تكون فيها لقوة الشراء الحالية والمحتملة القدرة على إيقاف الانخفاض في الأسعار وقلب الاتجاه العام، أما مستوى المقاومة فهو المستوى الذي لا يمكن عنده للسعر أن يرتفع أكثر بسبب وجود قوة بيع حالية ومحتملة يلبي حجمها كل طلبات الشراء، وبالتالي لا يمكن للسعر أن يرتفع خلال مدة من الزمن.

الشكل رقم (8): مستويات الدعم والمقاومة.



خامساً: مزايا وعيوب التحليل الفني:

1- مزايا التحليل الفني:

يتمتع التحليل الفني بالعديد من المزايا، أهمها:

✓ يسم التحليل الفني بالكشف عن الاتجاهات قصيرة الأجل خلال الاتجاه طويل الأجل، فالمستثمر الذي يتمكن من الشراء قعور والبيع عند قمم الحركات القصيرة سيحقق ربحاً أكبر من ذلك الذي يحققه المستثمر الذي يهتم بالاتجاهات الطويلة الأجل؛

✓ يسمح التحليل الفني للمستثمرين بالتصرف في الوقت المناسب عندما يعطي السوق إشارة معينة لأن حركة السعر تسبق عادة المعلومات الأساسية المنشورة، حيث يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي تصل متأخرة، و في المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية عن حركة الأسعار في السوق المالية؛

✓ يعتبر التحليل الفني المدخل الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار العوامل غير الرشيدة التي تؤثر على السوق كالظروف النفسية للمتعاملين، المضاربة الجنونية....؛

✓ السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصب تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق أو في أسواق مختلفة وفي آن واحد؛

✓ توافر المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني، والمتمثلة في الأسعار وحجم التداول بصفة يومية ومنتظمة.

2- عيوب التحليل الفني:

يمكن تلخيص أهم الانتقادات الموجهة للتحليل الفني فيما يلي:

✓ المعطيات التاريخية لا يمكن أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة

للتحليل الفني شيوعا وأسوها، فالمدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكنا إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية؛

✓ التحقق التلقائي للتوقعات، حسب هذا الانتقاد فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، فإذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقا صعوديا متوقعا سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعدادا لارتفاع الأسعار ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلا، أي أن هذا الارتفاع في الأسعار أحدثه في الأساس سلوك المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية،

غير أن احتمال تدخل كل مستخدمي التحليل الفني في نفس الوقت ضعيف جدا بسبب اعتماد البعض الآخر من المستثمرين على التحليل الأساسي، ضف إلى ذلك اختلاف نفسية كل محلل فالبعض يكون أكثر اندفاعا، بينما يكون البعض الآخر أكثر حذرا فلا يتدخل حتى يتحقق جزء معتبر من تلك التوقعات؛

✓ يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية.

المحاضرة السابعة:
التحليل الأساسي للأوراق
المالية

يقوم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها على أساس عملية تحليل وتقييم الأصول المالية، والتي تكون مهمة عند تشكيل المحفظة لأول مرة لأن المستثمر يسعى لمعرفة الأوراق المالية الجذابة من ناحية العائد والمخاطرة، وبشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بضم أو عدم ضم تلك الأوراق للمحفظة، ويبقى دور التحليل مستمراً لتقييم المحفظة لأن ما كان جذاباً قد لا يكون كذلك والعكس صحيح ، وذلك في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة.

أولاً: مفهوم التحليل الأساسي:

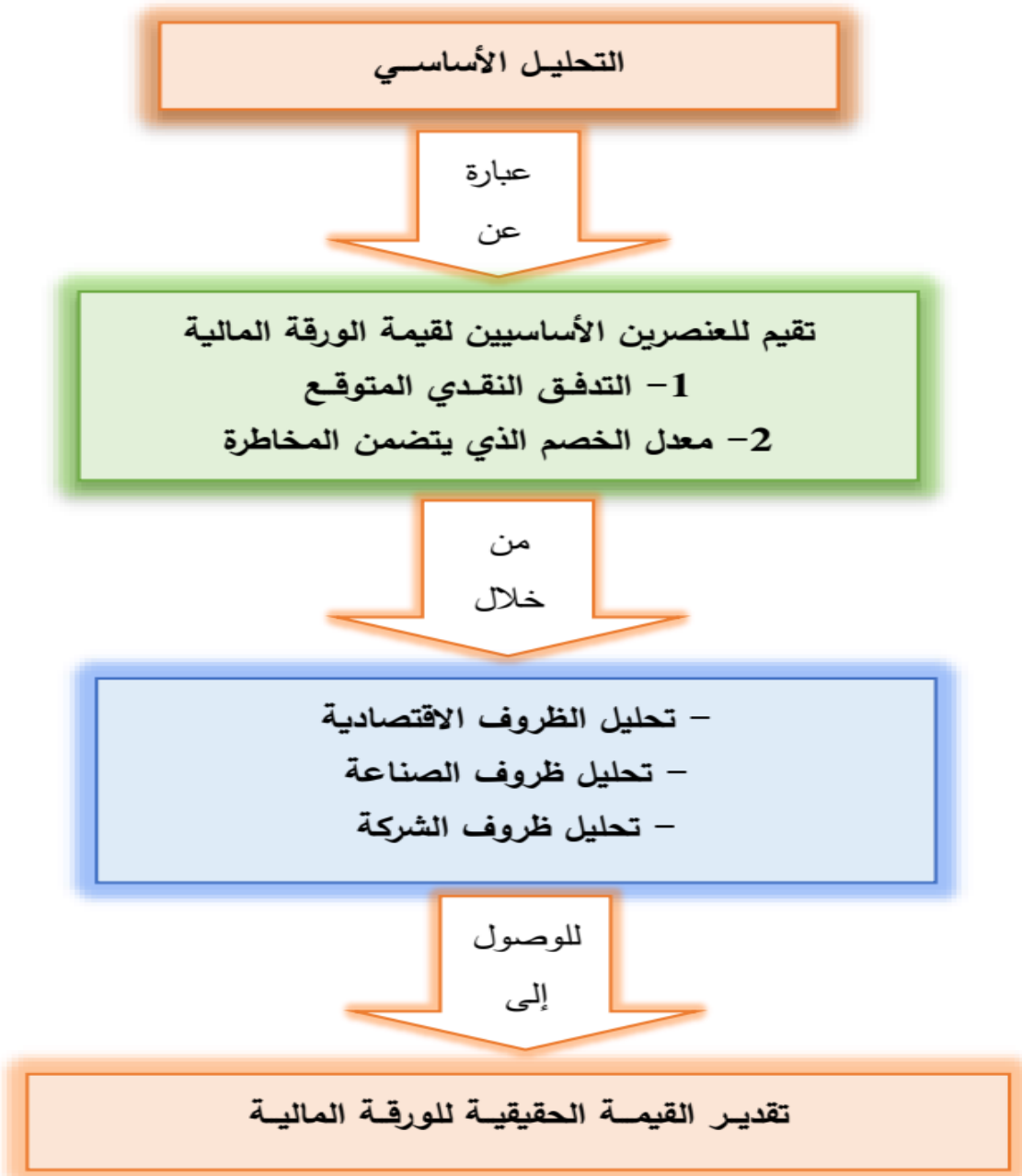
يهتم التحليل الأساسي بدراسة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها وذلك باستخدام بياناتها المالية لمعرفة وضعها وقيمتها، وأيضاً من خلال قراءة وتفسير كل المقاييس التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، بهدف تحديد القيمة الحقيقية للأصل، والتي تتمثل في القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بغرض التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، أي التي يختلف سعرها السوقي عن سعرها المتوقع. ويكون القرار شراء السهم عندما تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، وبيعه عندما يفوق سعره السوقي القيمة الحقيقية.

ويعنى التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم، أي أن هذا التحليل يهتم بمستقبل أسعار الأسهم وليس بالأسعار

التي بيعت بها في السوق¹ وعليه يفترض التحليل الأساسي أن السوق المالي كفاء على الأقل في شكله الضعيف. وعليه، فالتحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عدداً من التقنيات كالتحليل الإستراتيجي والتحليل المالي و يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها و بالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به.

ويمكن توضيح المضمون العام للتحليل الأساسي في الشكل التالي:

الشكل رقم (9): الإطار العام للتحليل الأساسي.



ثانيا: أهمية التحليل الأساسي:

تبرز أهمية التحليل الأساسي للأوراق المالية من خلال تحديد المعلومات المالية وقياسها ومن ثم توفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث يمكنهم الاعتماد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار (شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية)، وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شرائها أو بيعها والتوقيت الملائم لذلك.

ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الرب الموزع والمخاطر

المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله عن طريق إجراء التحليل المالي لتلك التقارير، التي تصدر في نهاية السنة أو بصفة دورية، وإيجاد العلاقة والمؤشرات واتجاه التغيرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

ليقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم. وعليه، فإن أهمية هذا التحليل تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، ولذلك فإن هذا التحليل بمستوياته الثلاث فإنه يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.

ثالثاً: مراحل التحليل الأساسي:

هناك مدخلين يعتمد عليهما التحليل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية المراد الاستثمار فيها، هما:

◀ المدخل الأول:

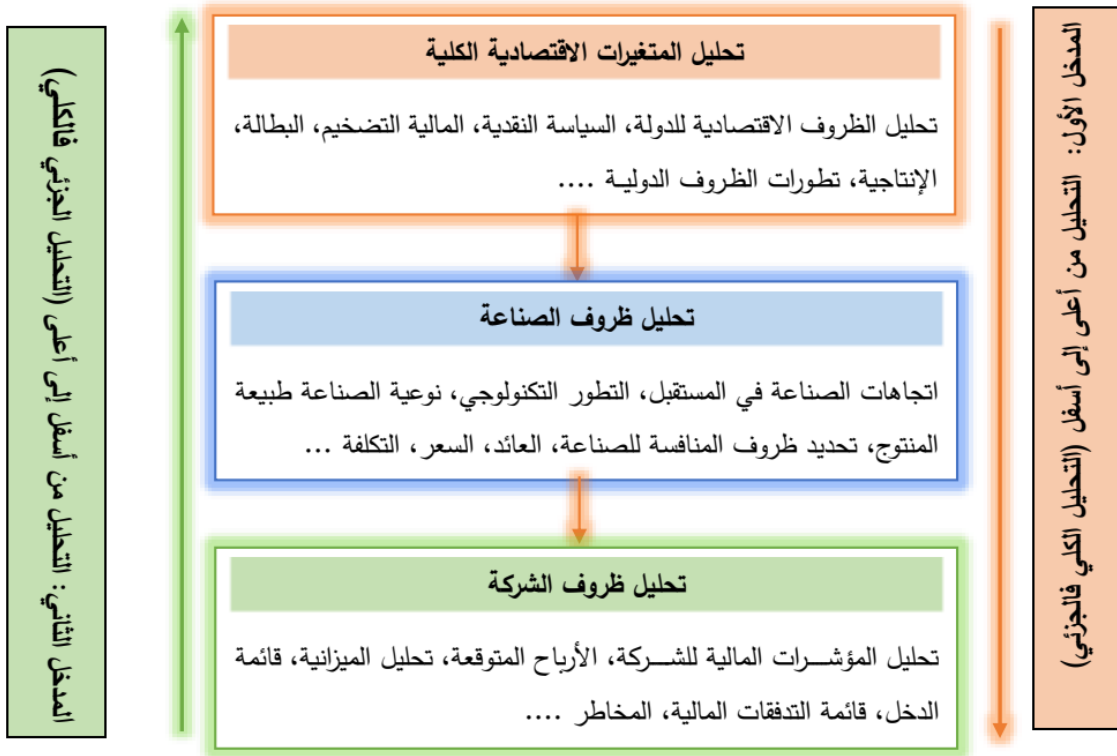
يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها:

◀ المدخل الثاني:

يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة ي رداً اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

ويعتبر المنهجين مكملين لبعضهما البعض، ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليلها ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى، يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليل ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة. ويمكن تلخيص مدخلي التحليل الأساسي في الشكل التالي.

الشكل رقم (10): منهج التحليل الأساسي.



وفقا للمدخل الأول يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، فيهتم أولاً بتحليل الظروف الاقتصادية، ثم يبدأ بتحليل ظروف الصناعة وذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، وأخيراً يقوم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة .

1- تحليل الظروف الاقتصادية:

يعتبر تحليل الظروف الاقتصادية الخطوة الأولى في التحليل الأساسي، إذ يهدف إلى دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية للتنبؤ بالحالة الاقتصادية – رواج أو ركود- وتأثيرها على الاستثمار في السوق المالي. إذ توجد عدة متغيرات اقتصادية تؤثر على الشركات ومن ثم على أسعار أوراقها، فالشركات تمارس نشاطها في ظل بيئة اقتصادية لها تأثيرات هامة على قدرة الشركة على الاستمرار في النشاط. وقد يتوقف بقاؤها على مستوى أداء الاقتصاد ككل

ومن أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، ما يلي:

✓ السياسة النقدية:

تعبر السياسة النقدية عن مجموعة التدابير والإجراءات المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث أثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف، فالتدخل المباشر المعتمد من

قبل السلطات النقدية يهدف إلى التأثير على الفعاليات الاقتصادية، عن طريق تغيير عرض النقود وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك.

يستخدم البنك المركزي السياسة النقدية من أجل معالجة المشاكل الاقتصادية كالتضخم، البطالة، الركود الاقتصادي، أسعار الفائدة ...من خلال تطبيق مجموعة من الأدوات للتأثير على المعروض النقدي، فهناك علاقة مباشرة بين النقود المعروضة وأسعار الأسهم، كما توجد علاقة بين المعروض النقدي ومستوى النشاط الاقتصادي، فالزيادة في المعروض النقدي يتبعها تحسن في أداء الاقتصاد الذي يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، الأمر الذي يزيد من الاستثمار ومن ثم زيادة الإنتاج ونسبة التشغيل (انخفاض معدل البطالة)، كما يسهم في رفع الطلب على المنتجات مما يزيد من أرباح الشركات، وهو ما يعمل على ارتفاع أسعار أسهمها.

أما عندما يتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تخفيض عرض النقود، فسينتج عنها عدم قدرة الأفراد والمؤسسات على الحصول على النقود اللازمة لاستثمارهم عند مستويات أسعار الفائدة السائدة، مما يدفعهم إلى التنازل عن الأصول المالية لتوفير السيولة النقدية، يؤدي الإندفاع في التنازل عن الأصول المالية إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة ارتفاع أسعار الفائدة.

✓ السياسة المالية:

يقصد بها مجموعة الإجراءات والتدابير المالية التي تتخذها الدولة لضبط وتحصيل مواردها المالية بكفاءة وحسن تخصيص تلك الموارد في مجالات الإنفاق المتعددة، لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوزيع العادل للثروات والمداخيل والتخصيص الأمثل للموارد المجتمعية وتؤثر السياسة المالية على الأسواق المالية عن طريق: السياسة الضريبية، سياسة الإنفاق العام، سياسة تمويل عجز الميزانية وسياسة إدارة الدين العام.

فالسياسة الضريبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية من خلال تأثيرها على رأس المال وربحية الشركة ومن ثم على الطلب على رأس المال والاستثمار وما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للاقتراض ومن ثم عرض الأوراق المالية وبالتالي التأثير في أسعارها¹. ومن السياسات الحكومية الأخرى التي لها تأثير على أرباح الشركات وأسعار أوراقها المالية نجد الإنفاق الحكومي فمع زيادة الإنفاق الحكومي تزداد المشاريع الحكومية، الأمر الذي يخفض من نسبة البطالة ويزيد من مداخيل الأفراد والأموال المعروضة، مما يرفع من أرباح الشركات وهو ما ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية.

✓ أسعار الفائدة:

تأثر أسعار الفائدة على الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات والأسهم الممتازة، لأن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل هذه الأوراق المالية غير جذابة للاستثمار مما يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص منها وتوظيف الأموال في استثمارات تدر عائداً أعلى، وعليه فتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل عام.

✓ معدل التضخم:

يشير التضخم إلى ضعف القدرة الشرائية للعملة، حيث ترتفع أسعار السلع والخدمات أكثر من اللازم. قد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم إلى ترك أثر عكسي على أسعار الأوراق المالية، وهذا راجع إلى أن ارتفاع معدل التضخم يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية.

✓ الناتج المحلي الإجمالي:

يعكس الناتج المحلي الإجمالي الحالة الاقتصادية، فالزيادة غير المتوقعة في حجم النشاط الاقتصادي تزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد مما يزيد من حركة التعامل على الأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع أسعارها.

2- تحليل ظروف الصناعة:

للظروف الاقتصادية تأثير على أسعار الأسهم، غير أن هذا الأثر يختلف من قطاع إلى آخر لذلك ينبغي تحليل كل قطاع على حدى لمعرفة مدى تأثيره بالظروف الاقتصادية واختيار القطاعات الواعدة.

2-1- أهمية تحليل الصناعة:

يقوم المحلل الأساسي بتحليل ظروف الصناعة ليتمكن من تحديد الفرص الاستثمارية المربحة، كما أن ذلك يمكنه من:

✓ معرفة درجة تباين العوائد التي تحققها الصناعات المختلفة داخل الاقتصاد، لاكتشاف الاختلال في الأداء والذي يساعد المستثمر على تحديد كل الفرص المربحة وغير المربحة، وأيضاً معرفة التباين في مستوى أداء الصناعة بمرور الزمن؛

✓ معرفة مدى تماثل أداء الشركات التي تنتمي لنفس الصناعة، فمن الوجهة النظرية يتوقع أن يتماثل مستوى العائد ودرجة المخاطرة للشركات التي تنتج سلعا أو خدمات متماثلة، نظراً لاتباعها سياسات متماثلة في شأن المستوى التكنولوجي ونسبة العمالة إلى التركيبات الرأسمالية، والتسعير والإعلان والترويج والإنفاق على البحوث والتطوير، إلا أن قد يوجد تباين كبير بين أرباح الشركات التي تنتمي

إلى نفس الصناعة وذلك بسبب الظروف الخاصة بكل شركة. لذلك فإن القيام بتحليل ظروف الصناعة يمكن من معرفة الصناعات الرائدة داخل الاقتصاد في حين يمكن تحليل وضع الشركات داخل نفس الصناعة من تحديد الشركات ذات الربحية المرتفعة.

2-2- تصنيف الصناعات:

عادة ما تعرف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه، و بذلك تشمل الصناعة الواحدة كل الشركات التي تنتج منتجات متنافسة و بديلة و تعتمد على نفس مصادر المواد و تباع لنفس المستهلكين، وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج واستراتيجيات التنويع أصبحت الشركات التي تنتهي إلى نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها شركات أخرى في ذات الصناعة، كما قد تنتج شركات تنتهي إلى صناعات أخرى سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة. لذلك ينبغي أن يمتد مفهوم الصناعة إلى كيفية تأثرها بالدورات التجارية، وفي هذا الصدد تصنف الصناعات إلى:

✓ الصناعات المتنامية:

هي الصناعات التي يزداد معدل نموها من سنة إلى أخرى ويكون معدل نموها أعلى من معدل النمو الاقتصادي، و ترتبط هذه الصناعات بمرحلة تطور في المجال التكنولوجي؛

✓ الصناعات المرتبطة بالدورات:

هي تلك الصناعات التي تتأثر بشكل كبير بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، فتزيد مبيعاتها مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد وتنخفض مع موجات الكساد، ويرجع تذبذب مبيعات تلك الصناعات إلى أن المستهلك يمكنه تأجيل قرارات شراء تلك السلع إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية، وتتحسن حالته المادية بالتبعية؛

✓ الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات التجارية:

تجمع هذه الصناعات بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، حيث أنه وفي الظروف الاقتصادية العادية تنمو بمعدل نمو الاقتصاد، أما في حالة الإزدهار فتتنمو بمعدل يفوق معدل نمو الاقتصاد؛

✓ الصناعات الدفاعية:

تزدهر هذه الصناعات مع ازدهار الاقتصاد، بينما تنخفض مبيعاتها بمعدل أقل من معدل الانكماش الاقتصادي، مثل الشركات الغذائية و مختبرات الأدوية التي تتأثر مبيعاتها بدرجة أقل من تأثر الصناعات الأخرى في حالة وقوع الاقتصاد في حالة انكماش؛

✓ الصناعات المتدهورة:

وهي تلك الصناعات التي تكون معدلات نموها أقل من معدلات نمو الاقتصاد و ذلك لأن الشركات الناشطة بها تنتج منتجات انخفض عليها الطلب بسبب التقادم التكنولوجي أو ارتفاع تكاليف التصنيع أو ظهور منتجات أخرى منافسة لها و حضت بروج واسع جدا.

2-3- اعتبارات تحليل ظروف الصناعة:

تتمثل الاعتبارات الأساسية التي ينبغي الاعتماد عليها عند تحليل ظروف الصناعة فيما يلي:

✓ التحليل التاريخي للمبيعات:

يعتبر التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح خطوة أساسية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للصناعة وتحديد مدى تأثير الصناعة بفترات الأزمات والكساد وقدرتها على تحقيق أرباح خلال فترات الازدهار والنمو، إلى جانب ذلك ينبغي على المحلل أن يدرس هيكل التكاليف ويحدد حجم التكاليف الثابتة والمتغيرة. هذا ويتوفر للمحلل عدد من النسب المالية التي يستخدمها لقياس الربحية، فهناك هامش مجمل الرب، هامش رب العمليات، معدل العائد على حقوق الملكية و معدل العائد على الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية، إضافة إلى معدل العائد على الاستثمار؛

✓ حجم الطلب والعرض وظروف المنافسة:

تمكن دراسة العرض والطلب على منتجات الصناعة من معرفة ما إذا كان الطلب في تزايد أو في انخفاض أو ثبات، ومدى قدرة الصناعة على تغطية أي زيادة محتملة في حجم الطلب ومدى إمكانية تمويل التوسع، لأن الصناعة التي لا تستطيع في ظل إمكانياتها الاستجابة للطلب المتزايد تفت مجالا لدخول منافسين جدد مما قد يؤثر على الحصة السوقية لكل شركة داخل الصناعة، وعلى أرباح أسهمها تبعاً لذلك. و من جهة أخرى فإن دراسة ظروف المنافسة يعني معرفة إمكانية دخول منافسين جدد أو ظهور منتجات وخدمات بديلة داخل الصناعة الواحدة؛

✓ طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:

يمكن تحليل طبيعة المنتج تكنولوجيا الصناعة من معرفة الصناعات التي تتمتع باستقرار كبير في أرباحها؛

✓ تأثير اللوائح الحكومية على الصناعة:

يقصد بها معرفة مدى تدخل الحكومة وتأثيرها في شؤون الصناعة، إذ يختلف هذا التأثير من قطاع إلى آخر، فقد تؤثر التدخلات الحكومية سلباً في بعض الأحيان كرفع أو إضافة نوع من الضرائب، كما

قد يكون لها أثر إيجابي كمن المساعدات المالية أو تقديم الإعفاءات الضريبية بهدف تشجيع الاستثمار، أو فرض رسوم جمركية لحماية الصناعات الوطنية؛

✓ تأثير ظروف العمل:

يمكن أن يؤثر وجود نقابات عمالية أو حاجة الصناعة للعمال الماهرة على الأرباح، من خلال الإضرابات أو العقود المكلفة؛

✓ تأثير التغيرات الاجتماعية:

تعتبر دراسة التحولات الاجتماعية أساساً للتعرف على مستقبل مبيعات الصناعة لأنها تخص المستهلكين النهائيين لمنتجات الصناعة، وبذلك فإن أي تغير في التركيبة السكانية أو نمط الاستهلاك أو أسلوب المعيشة من شأنه أن يؤثر على مستقبل الصناعة ومعدلات نموها. كما يهتم المحللون بتحليل القيم الاجتماعية والدينية السائدة في المجتمع وكذلك الوعي البيئي والحقوق المدنية ودور المرأة لما لذلك من تأثيرات مختلفة على الصناعة.

4-2- أدوات تحليل ظروف الصناعة:

من أهم الأدوات المستخدمة في تحليل ظروف الصناعة ما يلي:

✓ دورة حياة الصناعة:

تساعد ملاحظة تطور الصناعة عبر الزمن على التنبؤ بالمبيعات، حيث يتم تقسيم عملية التطور إلى مراحل يختلف عددها وفقاً لمقدار التفصيل الذي يريده المحلل، وعموماً هناك خمس مراحل أساسية:

■ مرحلة التطوير الأولي:

عادة ما تكون المبيعات خلال هذه المرحلة معدومة لأنها تشمل على عملية إطلاق أولية للمنتج في شكل تجريبي لمعرفة ردة فعل المستهلكين؛

■ مرحلة الظهور:

تتصف هذه المرحلة بحجم مبيعات وأرباح قليلة، وقد تكون تكاليفها أعلى من إيراداتها؛

■ مرحلة النمو السريع:

في مرحلة النمو السريع يتزايد حجم المبيعات وتتزايد معه الأرباح، غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل مزيد من الآلات والمعدات الجديدة و لبناء مخزون من المنتج وأيضاً لتمويل البيع بأجل؛

■ مرحلة النضج:

بعد النمو السريع وتغطية جزء كبير من الطلب على السلع والخدمات تبدأ مرحلة النضج، حيث تأخذ

المبيعات وهامش الرب في الإستقرار، مما ينتج عنه معدلات نمو ثابتة، وتزيد توزيعات الأرباح على المساهمين، مع ملاحظة أن معدل نمو الصناعة يبقى مرتفعاً مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد؛

■ مرحلة تراجع النمو:

في هذه المرحلة ينخفض نمو مبيعات الصناعة بسبب التغير في الطلب أو ظهور منتجات بديلة وزيادة المنافسة، مما يؤدي إلى تناقص الأرباح أو تحقيق الخسائر.

✓ التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يتم التنبؤ عن طريق تحليل الطلب الفعلي والوقوف على العوامل المؤثرة عليه، ومن أكثر الأساليب انتشاراً في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة تحليل الانحدار المتعدد الذي يقتضي إيجاد العلاقة بين حجم المبيعات وبين العوامل المؤثرة عليه؛

✓ التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة:

يستوجب التنبؤ بمعدل ربحية الصناعة توفر معطيات تاريخية ثم صياغتها في شكل رسم بياني يوض حركة معدلات نمو الأرباح أو بالاعتماد على تحليل الانحدار.

3- تحليل الشركة:

يتأثر سعر السهم بأداء الشركة المصدرة له، لذلك يجب القيام بتحليل الشركة بعد تحليل الصناعة، لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات ومن ثم على أسعار الأسهم. يهدف المستثمر من خلال تحليل ظروف الشركة إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على المنافسة مع الشركات في نفس القطاع لاختيار الشركة الأفضل، وأيضا لتحديد السعر الحقيقي الذي ينبغي أن يباع به السهم وهو ما يهتم به المستثمرون في الأجل الطويل.

3-1- اعتبارات تحليل ظروف الشركة:

تتمثل في:

✓ نشاط الشركة:

تهدف دراسة نشاط الشركة إلى التعرف على كل الإمكانيات المتاحة والأفاق المستقبلية وتحديد المخاطر المرافقة لهذا النشاط. وتعتبر معرفة نشاط الشركة من محددات الاستثمار في أسهم الشركة. ويهتم المحلل الأساسي بـ:

- التعرف على منتجات الشركة وزبائنها المستهدفين؛
- دراسة المنتجات البديلة والتي يمكن أن تشكل منافستها خطراً كبيراً على مبيعات الشركة؛
- دراسة الموردين وقدرتهم على رفع سعر المواد الأولية أو تعطيل حركة الإنتاج؛

- دراسة العلاقة بين النشاط الحالي للشركة والدورة الاقتصادية، ومدى مرونة أصول الشركة وقدرتها على تغيير نشاطها في حالة تعرضها لأزمات.

✓ حجم الشركة:

تساعد دراسة حجم الشركة المحلل الأساسي في التعرف على المخاطر المرتبطة بالورقة المالية، فعادة ما يكون متوسط أداء الشركات العملاقة قريبا من متوسط أداء السوق، كما أنها تمن مستويات أعلى من الأمان، غير أنها قد تتعرض لأنواع معينة من المخاطر لا تتعرض لها الشركات ذات الحجم المتوسط؛

✓ خصائص الإدارة:

تحقق الشركة ذات الإدارة الكفؤة أهدافها المخططة سواءا بالنسبة للمبيعات أو الأرباح مقارنة بالشركات ذات الإدارة غير الكفؤة؛

✓ المواد الأولية:

تؤثر التغيرات في أسعار المواد الأولية على حركة أسعار أسهم الشركات التي تستهلك مواد أولية في العملية الإنتاجية، فحركة الأسعار في البورصة مرتبطة ارتباطا كبيرا بتطور أسعار هذه المنتجات؛

✓ تقدير قيمة الشركة:

وتقدر قيمة الشركة من خلال:

- مكاسب السهم الواحد: يرتبط عائد السهم بالتوقعات حول حجم المبيعات وهامش الرب ؛
- تقدير هامش ربح الشركة: هناك ثلاث اعتبارات أساسية في قياس عائد الأسهم لتقدير هامش ربح الشركة وهي:

تحديد وتقييم إستراتيجية التنافس الخاصة بالشركة: هناك إستراتيجيتان أساسيتان:

- إستراتيجية التكلفة المنخفضة:

في ظل هذه الإستراتيجية تعمل الشركات على تخفيض التكلفة إلى أدنى حد حتى تتمكن من تخفيض السعر وهذا ما يجعل منتجاتها غير قابلة للمنافسة من طرف الشركات الأخرى بسبب انخفاض أسعارها، ويتحقق هذا للشركات التي لها خبرة جيد وأصبحت قادرة على التحكم في التكاليف أو للشركات التي تستفيد من اقتصاديات الحجم؛

- إستراتيجية التميز:

من خلال تقديم خدمات مميزة للمستهلكين كاعتمادها على نظام التوزيع و البيع عن طريق متاجر أو بالبريد أو توصيل الطلبات إلى المنازل أو من خلال توفير خدمة هامة لعملائها مثل التسليم السريع جدا أو بترسيخ بعض أساسيات التسويق المتميزة مثل بناء ولاء مؤثر للعلامة التجارية الخاصة بالشركة.

◀ قياس الأداء الداخلي للشركة:

ويتم ذلك بدراسة كل المصالح وتركيبية الموظفين وأثر الضغوط النقابية وطرق التمويل...؛

◀ علاقة الشركة بالصناعة التي تنتمي إليها:

من خلال مقارنة معدلات عائد هذه الشركة مع معدل عائد الصناعة أو معدلات عائد الشركات الأخرى العاملة بها ومقارنة مستوى المخاطر أيضا.

2-3- تحليل المركز المالي للشركة:

يعتبر التحليل المالي وسيلة فعالة في اتخاذ القرارات ووضع خطط مستقبلية والرقابة على نشاط الشركة والحكم على أداة الشركة، وهو أسلوب يساعد المحلل الأساسي على تحليل ظروف الشركة من خلال إعطاء صورة واضحة عن:

- الوضع المالي للشركة؛

- قدرة الشركة على الاقتراض والوفاء بالتزاماتها عند حلول آجال استحقاقها؛

- مدى جدوى السياسات المالية؛

- مدى كفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق الأهداف؛

- القيمة الحقيقية للشركة وجدوى الاستثمار في أسهمها.

ويعتبر الهدف الأخير من أهم الأسباب التي تدفع بالمحلل الأساسي للقيام بالتحليل المالي.

رابعاً: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

يعرض الجدول الموالي الفروق الأساسية بين التحليل الأساسي والتحليل الفني.

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

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	يهتم بتحليل الظروف المحيطة بالشركة (الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة) وظروف الشركة نفسها.	يهتم بتحليل ظروف السوق كأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرار الاستثمار. - تحديد الأوراق المالية المسعرة بأقل أو بأكبر من قيمتها	دراسة متغيرات السوق في الماضي من أجل التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل، وفي مرحلة مبكرة لاتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	سوق المال كفء في شكله الضعيف	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية بتفاعل العرض والطلب. - تحكم العرض والطلب عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة - السوق أفضل متنبأ لنفسه. - الانتقال من سعر توازن إلى آخر يستغرق وقتاً طويلاً نسبياً - السوق المالية غير كفأة
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. - عوامل متعلقة بالصناعة (القطاع) مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية. - عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية، مختلف التقارير والملاحظات عن الشركة.	عوامل السوق نفسه مثل: * أسعار الأوراق المالية * حجم التداول * عدد الصفقات وحجمها * سلوك المستثمر * عمليات البيع على المكشوف * اتساع السوق * الجو النفسي

- الأشكال البيانية. - المؤشرات الفنية الإحصائية. - مؤشرات ميول المستثمرين. - مؤشرات تدفقات الأموال.	- المؤشرات الاقتصادية العامة. - دورة حياة الصناعة. - التنبؤ بمجالات النمو. - تحليل ظروف المنافسة. - تحليل التطورات التكنولوجية - القوائم المالية المقارنة. - تحليل السلاسل الزمنية - تحليل النسب.	أدوات التحلل الرئيسية
- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. - يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. - تحتاج القواعد الفنية إلى تطوير مستمر لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.	- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر من التحليل الفني. - توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. - صعوبة متابعة عدد أكبر من الأوراق المالية الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	حدود استخدامها

المحاضرة الثامنة:

تقييم الأسهم والسندات

من أجل تقييم أدوات سوق الأوراق المالية لا بد علينا أن نلم بمجموعة من المتغيرات التي تعتبر العناصر الأساسية للتقييم في سوق الأوراق المالية.

أولاً: نماذج التقييم الأسهم:

تختلف وتنوع نماذج تقييم الأسهم باختلاف العنصر المأخوذة في نموذج التقييم او المنظور من السهم ويمكن أن نحدد القيمة الحالية للسهم من خلال عدة نماذج للتقييم نعدد منها النماذج التالية:

1- نموذج خصم التوزيعات النقدية :

يعتبر الهدف الرئيس من هذا النموذج هو ايجاد قيمة السهم المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة كمعدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها.

ويوجد لنموذج خصم التوزيعات النقدية ثلا حالات لتقييم الأسهم المبينة على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وفيما يلي تحليلاً لتلك الحالات:

1-1- حالة التوزيعات الثابتة:

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، بمعنى أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا يجب الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم العادلة في ظل هذه الحالة ينبغي أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة، والاستثمار في السهم لفترات غير محددة اعتماد على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفقاً للمعادلة التالية لجوردن:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث أن:

P : قيمة السهم الحقيقية.

Dt : التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

مثال توضيحي:

إذا كان التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14 % فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن التوزيعات ثابت.

الحل:

$$P = \frac{D_t}{r_s} = \frac{3}{0.14} = 21.42$$

2-1- حالة التوزيعات ذات النمو الثابت:

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث يمكن تحديد قيمة السهم وفقاً لنموذج جوردن كما يلي:

$$P = \frac{D_0(1 + g)}{r_s - g}$$

حيث أن :

P : قيمة السهم الحقيقية.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

D_0 : التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

g : معدل النمو في التوزيعات النقدية.

مثال توضيحي :

إذا كان التوزيعات النقدية السابقة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14 % ومعدل نمو الشركة هو 6 % فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن معدل النمو ثابت ؟

الحل:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{3(1+0.06)}{0.14 - 0.06} = 39,75$$

قيمة السهم الحالية في ظل معدل النمو الثابت هو: 39,75 دج.

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

- ✓ معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.
- ✓ سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.
- ✓ معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.
- ✓ معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.
- ✓ معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.
- ✓ لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.
- ✓ لا تخضع المنشأة للضريبة.

هذا وقد وجهت بعض الانتقادات للنموذج، منها أنه يعتمد على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، فمن ناحية لا توجد شركات تعتمد بالكامل على حقوق الملاك ولا تستخدم الرفع المالي، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب توافره أو تحقيقه، كما أنه يصعب التسليم بعدم وجود ضريبة سواء على دخل الشركة أو دخل الأشخاص.

3-1- حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت:

تفترض الحالة السابقة أن الشركات تتسم توزيعاتها غير الثابت، في حين أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشآت يتسم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

حيث أن:

P : قيمة السهم الحقيقية.

$\hat{p}$: سعر السهم العادي في الفترة n.

D_t : التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

n: فترة النمو غير العادية.

طبقا لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

✓ تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.

✓ تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.

✓ تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة لقيم

الحالية لسعر السهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك مساويا للقيمة

الحقيقية للسهم.

مثال توضيحي:

يريد مستثمر شراء سهم ولديك المعلومات التالية حول هذا السهم:

■ حققت الشركة معدلات نمو متذبذبة خلال الثلاث سنوات الأخيرة والمتمثلة في :

السنة	3	2	1
معدل النمو	12%	14%	14%

■ استقرار معدل النمو عند 6 % في باقي السنوات.

■ آخر عائد مقدم هو 2 دج

يرغب المستثمر الحصول على معدل عائد قدره 15 %

المطلوب:

كم يكون سعر السهم الذي يجب أن يدفعه المستثمر اليوم لشراء السهم المذكور.

الحل:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

$$P = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3}$$

$$\frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3} = \frac{\frac{D_{t+1}}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

$$D_t = D_0(1+r_s)^t$$

$$P = \frac{D_0(1+r_s)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+r_s)^2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_0(1+r_s)^3}{(1+r_s)^3} + \frac{\frac{D_0(1+r_s)^4}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

التطبيق العددي:

$$P = \frac{2(1+0.12)^1}{(1+0.15)^1} + \frac{2(1+0.13)^2}{(1+0.15)^2} + \frac{2(1+0.14)^3}{(1+0.15)^3} + \frac{\frac{2(1+0.06)^4}{0.15 - 0.06}}{(1+0.15)^3}$$

$$P = 24.27$$

سعر السهم الذي يجب أن يدفعه المستثمر اليوم لشراء السهم هو: 24,27 دج.

2- نموذج خصم التدفقات النقدية:

1-2- حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل :

يمكن حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملكية وفقا لهذا النموذج بنفس فكرة نموذج خصم التوزيعات النقدية السابق بفارق يتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة مكان التوزيعات النقدية واستبدال معدل العائد المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عند حساب قيمة الشركة ككل، وعليه يمكن حساب قيمة الشركة ككل كما يلي:

$$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث أن:

V_f : قيمة الشركة الحقيقية.

$FCFF_t$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل.

$WACC$: المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

g : معدل النمو في التدفقات النقدية.

2-2- حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية :

كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية:

$$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$$

حيث أن:

V_s : قيمة حقوق الملكية الحقيقية.

$FCFF$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة لحقوق الملكية.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

g : معدل النمو في التوزيعات النقدية.

هذا ويتمثل الفرق بين معادلة احتساب قيمة الشركة ككل ومعادلة احتساب قيمة حقوق الملكية في

أن التدفقات النقدية الحرة في النموذج الأول مخصصة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل

(The weighted average cost of capital (WACC) في حين تم خصمها في النموذج الثاني

بمعدل العائد المطلوب.

2-3- نموذج التقييم المحاسبي:

واجهت بعض أوجه القصور في النماذج السابقة قدم أهلسون (Ohlson) نموذجا عرف بنموذج

التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافا لنموذجي التقييم اللذان كانا

يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا يسمح لأي

منهما بدراسة أثر الأخطاء المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض

المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلا من ترحيلها إلى قائمة الدخل، ، في

الحقيقة فإن نموذج التقييم المحاسبي الذي قدمه كل من Feltham Ohlsen and سنة 1995

ينطلق من نموذج خصم التوزيعات النقدية التقليدي، وباستخدام افتراضات معينة ينتهي إلى

نموذج قائم على أساس حق الملكية والربح غير العادي المتوقع لعدد لا نهائي من الفترات المالية، ثم

ينتقل بناء النموذج إلى ما يعرف بديناميكية المعلومات لتقدير الربح غير العادي على مدار مدى زمني لا نهائي وذلك لتحويل النموذج المحاسبي إلى نموذج قابل للتطبيق والاختبار الميداني، بناء على ذلك فإن النموذج المحاسبي يؤسس على ثلا فرضيات، تشمل ما يلي :

✓ الافتراض الأول: قيمة السهم تتحدد بخصم التوزيعات النقدية المستقبلية. تعتبر هذه العلاقة في تقييم السهم هي النموذج المالي التقليدي حيث تتحدد قيمة السهم بالقيمة الحالية للتوزيعات النقدية لعدد غير محدد من الفترات المالية.

✓ الافتراض الثاني: الفائض الصافي تربط علاقة الفائض الصافي التي قدمها الباحثان بين التوزيعات النقدية (المستخدمة كأساس لنموذج التقييم المالي) من ناحية، والقيم المحاسبية الأصلية الناتجة عن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من ناحية أخرى. تتمثل نهاية هذه القيم في صافي الربح والقيمة الدفترية لحق الملكية وكلاهما يمثل أرقام نهاية محاسبية. جوهر علاقة الفائض الصافي هو أن الأرباح يتقرر توزيع جانب منها والباقي يرحل إلى حق الملكية إما إلى الاحتياطات أو إلى الأرباح المحتجزة وكلاهما يعتبر إضافة إلى القيمة الدفترية لحق الملكية. هذا يعنى أن التوزيعات النقدية تنقص من القيمة الدفترية لحق الملكية وأن انفصالها نقدا واستحقاقها لحملة الأسهم يترتب عليه تخفيض قيمة السهم في ذلك التاريخ.

✓ الافتراض الثالث: الربح الباقي استخدم مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي، مفهوم الربح الباقي يشير إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة. ويعبر عن ذلك بالزيادة في صافي الربح على العائد العادي الذي يمكن حسابه على حق الملكية في بداية الفترة، ويستخدم لحساب هذا العائد نفس معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية.

ويتم احتساب القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التقييم المحاسبي، من خلال المعادلة التالية:

$$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$$

حيث أن:

P_t : سعر السهم في بداية الفترة t .

b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t .

X_t : تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح غير العادي).

a_1, a_2 : معاملات النموذج.

V_t : المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقا للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية:

1- معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم:

وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من الصناعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشركة، توقعه لم أما المعلومات الأخرى فإن أفضل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتاحة لعدد من السنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صفرية لهذه المعلومات الأخرى، ومن ثم فإن قيمة السهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافا إليها الربح الباقي، والمعادلة التالية.

أ- القيمة الدفترية:

لا يحتاج حساب القيمة الدفترية إلى افتراضات عديدة حيث تحسب بصورة مباشرة من قائمة المركز المالي في نهاية السنة المالية t بقسمة مجموع حق الملكية على عدد الأسهم. تعكس القيمة الدفترية، متأثرة بالفائض الصافي كما صوره النموذج، أثر المعلومات المحاسبية التاريخية على القيمة الحقيقية للمنشأة. وتتأثر القيمة الدفترية في ذلك التاريخ بالسياسات المحاسبية التي تم تطبيقها لقياس الدخل، وبالأرباح الخسائر غير المحققة التي تم تأجيل الاعتراف بها في قائمة الدخل وتم إقفالها في حق الملكية مثل مكاسب بعض الاستثمارات المالية، والعملات الأجنبية.

ب- الربح الباقي المتوقع:

يعكس هذا المتغير توقعات الربح في المستقبل. ويتأثر تقدير الربح الباقي للفترات، بالربح المتوقع لفترات القادمة، والقيمة الدفترية في تاريخ نهاية السنة المالية t وتكلفة الأموال r مشكلة تقدير الربح الباقي تكمن تقدير أرباح الفترات القادمة للمدى المناسب الذي لا يجعل النموذج غير ملائم، وفي عدم وجود طريقة محددة ومقبولة لحساب الربح المتوقع. بالنسبة لمدى التقدير الملائم، فبعض الدراسات اعتمدت على مدى من ثلا سنوات ومعظمها اعتمد على مدى من سنتين. سواء كان المدى الزمني للتوقع سنتين أو ثلا سنوات ف إن السنة الأخيرة قد تعتبر مستمرة إلا ما لا نهاية أو يقتصر على

مدى التقدير عن السنة الثانية أو السنة الثالثة. بالنسبة لطريقة حساب الربح المتوقع، هناك أكثر من أسلوب لتقديره منها ما يلي:

- ✓ استخدام أسلوب السلاسل الزمنية، الانحدار الذاتي، لحساب الربح المتوقع. استخدام الانحدار الذاتي يعتمد على تقدير الأرباح المتوقعة بمعلومية الأرباح الماضية وهنا تخدم المعلومات المحاسبية النموذج مرة أخرى، كما يساعد في حساب المعامل ϕ المستخدم في النموذج ولكن الأسلوب في حد ذاته يقابل بمشاكل الديمومة، والارتداد.
- ✓ استخدام توقعات المحللين للفترات القادمة كبديل للانحدار الذاتي. هذه التوقعات يفترض أنها بنيت على أساس كافة المعلومات المحاسبية التاريخية والمعلومات الخرى، وبالتالي فإن استخدام هذه التنبؤات يساهم في حل مشكلة المعلومات الأخرى. ويصاحب هذا الأسلوب مشاكل عديدة أهمها عدم توفر مثل هذه التنبؤات، أو عدم الاتفاق عليها أن وجدت .
- ✓ استخدام الأرباح الماضية كما هي أو بتعديلها بمعدل نمو معين ويعتبر هذا التقدير حكيم أكثر منه يعتمد على أسلوب عملي يمكن تبريره. السند الوحيد وراء استخدام هذا الأسلوب هو أنه قد لا ينتج منه فروق عن الأسلوبين السابقين تكون مؤثرة في النتائج.

2- المعلومات الأخرى:

يعتمد النموذج على المعلومات الأخرى التي لا تعكسها الأرقام المحاسبية المتاحة. هذه المعلومات هي مؤشرات عن جوانب اقتصادية معينة ترتبط بالشركة، أو الصناعة، أو الاقتصاد ككل وتؤثر في مستوى الأرباح المستقبلية. التعامل مع المعلومات الأخرى في النموذج يعتبر مشكلة كبيرة تواجه الباحثين عند تقدير القيمة الحقيقية للمنشأة. بصفة عامة اقتفاء أثر المعلومات الأخرى يتطلب الآتي:

أ. تحديد المعلومات الأخرى.

ب. تحديد أثرها على الربح.

ج. ربط أثر المعلومات الأخرى في شكل سلسلة زمنية للتنبؤ بتأثيرها على القيمة الحقيقي.

استخدام السلسلة الزمنية لتحديد أثر المعلومات الأخرى يعتمد على التتابع الزمني وهو ما سعى في النموذج بدنياميكية المعلومات، وينتج عنه المعامل الثابت ϕ أحد ثوابت النموذج. هناك أكثر من طريقة للتعامل بها مع المعلومات الأخرى منها:

- ✓ إهمال أثر المعلومات الأخرى، اتبعت بعض الدراسات هذا الأسلوب في التعامل مع النموذج. ومع هذا فإن إهمال هذه المعلومات هو قضية ميدانية ترتبط بأثر تلك جها المعلومات على القيمة. هذا يعني أن إهمالها لا بد أن يؤسس على عدم جدوى إدراجها في النموذج معنوياً.

✓ تقدير أثر معين من خلال عوامل اقتصادية مرتبطة بالشركة وربطه في سياق سلسلة زمنية متصلة وتقدير ثابت السلسلة الزمنية φ .

✓ استخدام تقديرات المحللين، حيث يفترض أنها تأخذ في الاعتبار كافة المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن الفرق بين تقديرات المحللين والقيمة المتوقعة للأرباح من الانحدار الذاتي لها تقيس أثر المعلومات الأخرى. هذا هو الأسلوب الذي تبناه معظم الباحثين.

◀ معاملات النموذج:

يمكن حساب معاملات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية.

هذا ومن الجدير بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالسوق التي تأخذ توقعات المحللين في الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور، أما في البلدان التي لم يوجد بها توقعات المحللين مثل لجزائر على سبيل المثال يتم استبعاد هذا المتغير عند احتساب القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم.

$$a_1 = \frac{1 + r}{(1 + r - \omega)(1 - r - \varphi)}$$

$$a_2 = \frac{\omega}{1 + r - \omega}$$

حيث أن:

r : معدل تكلفة رأس المال.

ω : معامل الانحدار الذاتي للأرباح غير العادية.

φ : تمثل معامل الانحدار الذاتي للمعلومات الأخرى.

وبناء على ما سبق ف إن الأخذ بهذه المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية، باعتبارها معلومات مفيدة وأساسية في تحديد سعر تلك الورقة من خلال احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافا إليها قيمة تأثير الربح الباقي، عبر سلسلة تاريخية معينة.

4-2- نموذج والتر:

سعى والتر من خلال هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتجه من خلال الغاية أو الهدف إلى تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من

خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبذلك يكون هذا النموذج قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، في ظل وجود عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية لـ eps والتي يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s} (eps - D_0)$$

حيث أن:

p : سعر السهم الحقيقي.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

D_0 : التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

ra : الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو.

eps : نصيب السهم الواحد من الأرباح.

مثال توضيحي:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

r_s : 14% ؛ D_0 : 4 دج ؛ ra : 16% ؛ eps : 05 دج .

الحل:

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s} (eps - D_0)$$

$$p = \frac{5}{0.14} + \frac{0.16 - 0.14}{0.14} (05 - 04) = 35.85$$

سعر السهم الحقيقي = 35,85 دج

2-5- نموذج التأكد المعادل :

يشير هذا النموذج إلى أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلاً بمعامل الخصم الذي يأخذ في الحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية :

$$p = \frac{eps}{r_f} \left(1 + \frac{r_f}{1 + r_s}\right)$$

حيث أن:

p : سعر السهم الحقيقي.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps : نصيب السهم الواحد من الأرباح.

r_{ft} : معدل العائد الخالي من الخطر.

مثال توضيحي:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

r_s : 14% ؛ eps : 5 دج ؛ r_f : 9% .

الحل:

$$p = \frac{05}{0.09} \left(1 + \frac{0.09}{1 + 0.14}\right) = 59.94$$

سعر السهم الحقيقي = 59,94 دج

2-6- نموذج تقييم الأرباح نموذج Modiklani & Miller :

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم على أساس هذا النموذج هي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث إن :

P: قيمة السهم الحقيقية.

Et: ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة.

It: الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

مثال توضيحي:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

$E_t = 12.52$ مليون دج

$I_t = 3$ مليون دج

$r_s = 14\%$

الحل:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{12.52 - 3}{(1 + 0.14)^t} = 8.35$$

قيمة السهم الحقيقي = 8,35 دج

7-2- نموذج التدفق النقدي:

يقوم هذا النموذج على أساس أن الثروة المتأتية من أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأنية من هذا الأصل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على إنها تتمثل في التكاليف غير النقدية كمخصص الاندثار وتكاليف الديون المشكوك بها وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، ويظهر نموذج تقييم السهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث إن:

C_t : تمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

مثال توضيحي:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

$$C_t = 12.52 \text{ مليون دج}$$

$$r_s = 14\%$$

الحل:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{12.52}{(1 + 0.14)^t} = 10.982$$

قيمة السهم الحقيقي = 10,982 دج

8-2- نموذج ليرنر وكالتون :

يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين العلاقة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي ف إن القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي ف إن القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد على الاستثمار، وبناء على هذا النموذج ناه ليس ك ضرورة ألن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك ف إن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية ل السهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين الأسهم في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$v = \frac{(1 - b)rBV}{r_s - rb}$$

حيث أن:

v : القيمة الحقيقية للسهم.

b : نسبة احتجاز الأرباح في المنشأة.

r : معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي.

$(b - 1)$: توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي.

rs : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

rb : معدل نمو الأرباح للسهم العادي وتوزيعات الأرباح للسهم.

BV : القيمة الدفترية.

مثال توضيحي:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

b : 20% ؛ r : 18% ؛ $(b - 1)$: 80% ؛ rs : 14% ؛ rb : 10% ؛ BV : 18 دج.

الحل:

$$v = \frac{0.8 * 0.06 * 18}{0.14 - 0.1} = 21,6$$

قيمة السهم الحقيقي = 21,6 دج

9-2- نموذج مضاعف الربحية:

يعرف بنسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحيته، ف إذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي (10) هذا يعم أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات المستثمرين في الأسواق المالية تتجه نحو النمو السريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضا تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادة بانخفاض معدل نمو الشركة، فتكون النسبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع، والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي، من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر "ستاندر أند بور"، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل، إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر في المستقبل، والذي عادة ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر، مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاما على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وهذا يقتض أن يكون مفهوم الربحية واضحا

لديه. وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناء على النموذج المذكور والمطور من قبل "ويلمس وفايندلي" "Findlay Williams and " من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(eps)}{(1 + r_s)^n}$$

حيث أن:

p : سعر السهم الحقيقي.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps : نصيب السهم الواحد من الأرباح.

m : مضاعف الربحية.

وتحسب m من خلال المعادلة التالية:

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{\text{ربحية السهم في السوق}} * 2$$

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم}} = \text{ربحية السهم في السوق } eps$$

مثال توضيحي:

إذا كانت لديك المعلومات التالية:

قيمة السهم في السوق = 1,27

ربحية لاسهم في السوق = 0.1322

معدل العائد المطلوب 14,61%

المطلوب إيجاد القيم العادلة الحقيقية للسهم من خلال مضاعف الربحية.

الحل:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(eps)}{(1 + r_s)^n}$$

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{\text{ربحية السهم في السوق } eps} * 2$$

$$m = \frac{1.27}{0.1322} * 2 = 19.21$$

$$P = \frac{19.21 * 0.1322}{(1 + 0.1461)^1} = 2.216da$$

نلاحظ أن القيم العادلة أكبر من القيم السوقية.

10-2- نموذج الاسعار:

قيس هذا النموذج العلاقة بين قيمة السهم السوقية والقيمة الدفترية للسهم وربحيته، وذلك من خلال التعرف على معامل انحدار القيمة السوقية (كمتغير تابع) والقيمة الدفترية للسهم وربحيته (كمتغيرات مستقلة)، ويتم حساب قيمة السهم الحقيقية وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$$

حيث أن:

P_{it} : القيمة الحقيقية للسهم في نهاية السنة المالية t.

$BVPS_{it}$: القيمة الدفترية للسهم في السنة المالية t، وتم حساب هذا المتغير بقسمة حقوق

المساهمين العادية على متوسط عدد الأسهم العادية في نهاية السنة المالية.

EPS_{it} : ربحية السهم في السنة المالية t وتم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل قبل البنود

غير العادية بعد خصم نصيب الأسهم الممتازة في الأرباح على متوسط عدد الأسهم في نهاية السنة.

a_0, a_1, a_2 : معاملات النموذج.

مما سبق يتبين أنه يمكن الاستفادة من تلك النماذج في تحديد معدل الخصم، خاصة أنها تعتمد على متغيرات عديدة ومختلفة.

11-2- نموذج تقييم الأسهم الممتازة:

تقييم الأسهم الممتازة لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالات تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات رباح ثابتة ومتفق

عليها و لأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز. إن الخاصية السابقة تجعل الأسهم الممتازة قريبة جدا من السندات إلا أنها أكثر خطرا منها لأن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحصلون على حقهم من الأرباح إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات وأقل من معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم المادية . وفق هذا الإطار فإن معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي :

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

حيث أن :

D_t : التوزيع السنوي، r_s : معدل الخصم.

جدول رقم (3): يبين ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم.

المعادلة	النموذج
1- نموذج خصم التوزيعات النقدية	
$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$	1.1. حالة التوزيعات الثابتة
$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g}$	2.1. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت
$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$	3.1. حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت
2- نموذج خصم التدفقات النقدية	
$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$	1.2. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل
$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$	2.2. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية
$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$	3.2. نموذج التقييم المحاسبي

$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s} (eps - D_0)$	4.2. نموذج والتر
$p = \frac{eps}{r_f} (1 + \frac{r_f}{1 + r_s})$	5.2. نموذج التأكد المعادل
$P = \sum_{t=1}^n \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$	6.2. نموذج تقييم الأرباح نموذج Modigliani & Miller
$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + r_s)^t}$	7.2. نموذج التدفق النقدي
$v = \frac{(1 - b)rBV}{r_s - rb}$	8.2. نموذج ليرنر وكارلتون
$P = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(eps)}{(1 + r_s)^n}$	9.2. نموذج مضاعف الربحية
$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$	10.2. نموذج الأسعار
$p = \frac{D_t}{r_s}$	11.2. نموذج تقييم الأسهم الممتازة

ثانياً: نماذج التقييم السندات:

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

إن قيمة السند سوف تتقلب ارتفاعاً أو انخفاضاً وفق التغير في أسعار الفائدة، فعندما ترتفع أسعار الفائدة فإن القيمة الحالية للسند سوف تنخفض نظراً لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية على السند والعكس صحيح تماماً. يستلزم تحديد قيمة السند في أي فترة في المستقبل معرفة:

✓ عدد الفترات المتبقية من عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق؛

✓ القيمة الاسمية للسند ؛

✓ سعر الفائدة على السند؛

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

هذه المجموعة من المتغيرات هي الأساس لتحديد القيمة الحالية للسند أي قيمته السوقية ولذلك معادلة قيمة السند تكون من خلال أسعار فائدة سنوية أو نصف سنوية.

1- نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية:

وهنا التقييم يكون على سندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس سنوي:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1 + K_s)^n} + \frac{M}{(1 + K_s)^n}$$

بحيث أن :

P : القيمة الحالية للسند.

K : معدل الخصم.

I : الفائدة المدفوعة سنويا.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n.

n : فترة الاحتفاظ بالسند.

مثال توضيحي:

إذا كانت لديك المعلومات التالية حول سند معين:

K : 14% : I : 8% : M : 1000 دج : n : سنتين

المطلوب:

ماهي القيمة الحقيقية التي يجب أن يشتري بها السند؟

الحل:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1 + K_s)^n} + \frac{M}{(1 + K_s)^n}$$

$$P = \frac{0.08}{(1 + 0.14)^1} + \frac{0.08}{(1 + 0.14)^2} + \frac{1000}{(1 + 0.14)^2} = 769.599$$

القيمة الحقيقية التي يجب أن يشتري بها السند هي: 769,599 دج

2- نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية :

وهنا التقييم يكون على سندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس نصف سنوي، في حالة أن الفوائد

تدفع على السندات على أساس نصف سنوي، فإن نقوم بما يلي:

■ نحول سعر الفائدة السنوي إلى سعر فائدة نصف سنوي بالقسمة على 2.

- نضرب عدد السنوات حتى فترة الاستحقاق في 2.
- نعدل مبلغ الفوائد السنوي بقسمته على 2 .

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1 + K_s)^n} + \frac{M}{(1 + K_s)^n}$$

بحيث أن :

P : القيمة الحالية للسند.

K : معدل الخصم.

I : الفائدة المدفوعة لكل نصف سنة.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n.

n : فترة الاحتفاظ بالسند مقدرة بمدة نصف سنوية.

مثال توضيحي:

إذا كانت لديك المعلومات التالية حول سند معين:

14% : K ؛ 5 % : I ؛ M : 1000 دج ؛ n : 4.

المطلوب:

ماهي القيمة الحقيقية التي يجب أن يشتري بها السند؟

الحل:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1 + K_s)^n} + \frac{M}{(1 + K_s)^n}$$

$$P = \frac{0.05}{(1 + 0.14)^1} + \frac{0.05}{(1 + 0.14)^2} + \frac{0.05}{(1 + 0.14)^3} + \frac{0.05}{(1 + 0.14)^4} + \frac{1000}{(1 + 0.14)^4} = 592.225$$

القيمة الحقيقية التي يجب أن يشتري بها السند هي: 592,225 دج

قائمة المراجع

1. بن ابراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر بسكرة، الجزائر، 2019.
2. محمد وجيه حنيبي، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
3. فتحي سليم وزياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
4. شكري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2019.
5. محمد وجيه حنيبي، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
6. حمد عبد العظيم، إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2012.
7. قرواش رضوان، مقياس قانون بورصة القيم المنقولة، مطبوعة موجهة للطلبة سنة ثالثة حقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف2، الجزائر، 2016/2015.
8. بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12 العدد 13 ديسمبر 2016.
9. بلقاسم ليندة، بورصة الأوراق المالية، مطبوعة بيداغوجية مخصصة للطلبة سنة الثالثة شعبة العلوم المالية والمحاسبة تخصص: مالية مؤسسة بكلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر3، الجزائر، 2021-2020.
10. شرياق رفيق، أسواق مالية، مطبوعة بيداغوجية مخصص للطلبة سنة ثالثة لليسانس تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، الجزائر، 2018/2017.
11. بسبع عبد القادر، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة محاضرات موجهة لطلبة سنة ثالثة الليسانس تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي ومحاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، 2018/2017.
12. عثمان علام وعزالدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل، مجلة AL-RIYADA For Business Economics، المجلد 04 العدد 2 جوان 2018.
13. بوشنين ليلي، محاضرات في تحليل الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر.

14. بوبريمة إحسان، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة للطلبة سنة ثالثة الليسانس تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2021/2020.

15. بورصة الجزائر، تعريف بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع على الموقع في: 2024/10/12، <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf>