الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف – المسيلة–

معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

الملتقى العلمي الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تنمية الاقتصاديات النامية.

محور البحث: أفضلية النظام المالي القائم على البنوك والأسواق المالية

عنوان المداخلة:

معايير تقييم قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

د. بوسالم أبو بكر	**06.70.01.01.11**	Bakeur87@yahoo.fr
شعشوع أحمد	**07.70.00.32.07**	chaachoua38@yahoo.com
د، بورنان مصطفى	**0657.56.77.51**	fnedjma@yahoo.fr

الملخص

سعينا من خلال هذه المداخلة إلى توظيف المتاح من المعلومات حول اتخاذ قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية ، حيث تطرقنا في المحور الأول إلى مفهوم الاستثمار المالي، وعلى الأسواق الأوراق المالية وأنواعها في المحور الثاني، كما تطرقنا في المحور الثالث من هذه الدراسة على معايير تقييم الاستثمار في الأوراق المالية وذلك من خلال التعرف على أنواع الاستثمارات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وأهم المؤشرات المستعملة في عملية تقييم الاستثمارات المالية.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار المالي، الأسواق المالية ، الأسهم، السندات، قرارات الاستثمار.

Abstract :

Dans le cadre de cette intervention, nous avons cherché à utiliser les informations disponibles sur la décision d'investir sur les marchés des valeurs mobilières, dans le premier axe, le concept d'investissement financier, les marchés des valeurs mobilières et leurs types dans le deuxième axe, le troisième axe, Dans les titres, en identifiant les types de placements financiers négociés en bourse et les principaux indicateurs utilisés dans le processus d'évaluation des placements financiers.

Mots-clés: investissement financier, marchés financiers, actions, obligations, décisions d'investissement.

مقدمة

تعد السوق المالية سوق يلتقي فيها البائعون والمشترون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل استثمارية متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تنطوي عليها هذا التميز يجعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بعدم تحققها، وعليه فعملية المفاضلة بين الأدوات المالية هي عبارة عن عملية استثمارية بالغة الأهمية تنطوي على سلسلة من الدراسات والتحاليل تعرف بالاستثمار المالي.

الاستثمار هو تخصيص الأموال في مجالات مختلفة بشكل يؤدي إلى تعظيم المردودية الاقتصادية والمالية، كما أنه يلعب دورا إيجابيا في تعجيل التنمية، إلا أن المشكلة الأساسية التي تواجه هذه الأخيرة هي مشكلة تمويلها، وتكمن هذه المشكلة في قصور معدلات الادخار بمختلف أنواعه عن معدلات الاستثمار فتمويل التنمية يكمن في البحث عن مصادر الادخار والبحث عن الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية، ولا يتم ذلك إلا عن طريق توفر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات القادرة على التحريض والتوجيه الجيد لهذه المدخرات لأغراض الاستثمار المنتج.

فالسوق المالية أداة تفاعل ومكان التقاء قوى الاستثمار المختلفة، كما أنها تعتبر قناة تمويلية فعالة بالنسبة للدول المتقدمة لتمويل اقتصادها، غير أنها تعتبر آلية جديدة بالنسبة إلى بعض الدول النامية كالجزائر، إن إنشاء بورصة الجزائر يدخل في خضم الإصلاحات الاقتصادية و المالية التي قامت بها السلطات العمومية الجزائرية، والتي تندرج في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق، هذا من اجل إحداث عملية التنمية.

وعلى ضوء هذا العرض يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هي معايير تقييم القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية؟

ولإثراء الموضوع أكثر والإحاطة به من جميع الجوانب قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة محاور رئيسية حيث تمثلت هذه المحاور فيما يلي:

المحور الأول: مفهوم الاستثمار المالي؛

المحور الثاني؛ سوق الأوراق المالية؛

المحور الثالث: تقييم قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية؛

المحور الأول: مفهوم الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو استثمار في أصل مالي يعطي حق المطالبة بأصل حقيقي، ونتيجة لتعدد مجالاته والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى، فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين.

1. تعريف الاستثمار المالي: أعطيت مجموعة من التعاريف للاستثمار المالي منها:

الاستثمار المالي هو توظيف في أصل من الأصول المالية مثل الأسهم، السندات، القبولات البنكية وشهادات الإيداع.....إلخ، وهو ما يسمي بالاستثمارات في الأصول المالية[1].

يعرف بأنه: " الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات....."[2]

كما يعرف أيضا على أنه:" شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية"[3].

الاستثمارات المالية تمثل الاستثمارات في الأوراق المالية التي تضم السهم والسندات الأمر الذي يستلزم تحليل السهم والسندات وتحديد العوامل ذات العلاقة باتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بقصد إعطاء أجوبة على تساؤلات مثل: الأسعار المتوقعة للأسهم والسندات واتجاهاتها المستقبلية التوقيتات الملائمة لعملية البيع والشراء والعوائد المتوقعة من الاستثمار[4].

وعليه فالاستثمار المالي هو توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة منوعة من أدوات الاستثمار.

2. أهداف الاستثمار المالي : للاستثمارات المالية مجموعة من الأهداف يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتلخص في ما يلى[5]:

- **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينا وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.
- **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

- **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.
- **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
- **حماية الدخول من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.
- **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو تخطئتها.

3. **خصائص الاستثمار المالي:** للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي[6]:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة، بجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها؛
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية؛
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة؛
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة

الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة؛

3. مجالات الاستثمار المالي: تتمثل فيما يلي[7]:

- **أدوات دين:** تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزانة وشهادات الإيداع ....، تعطي لحاملها الحق في الحصول عل فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.
- **أدوات الملكية:** تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.
- **أدوات مركبة:** تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.
- **أدوات مشتقة:** تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

المحور الثاني؛ سوق الأوراق المالية

يتعرض هذا المحور من البحث إلى سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تعريف سوف الأوراق المالية، مكونات الأسواق المالية.

1. تعريف سوق الأوراق المالية: أعطيت لها عدة تعاريف منها:

سوق المال هو "السوق الذي يتلاقي فيه الطلب على الأموال(المستثمرين) مع عليها والمتمثل في أصحاب الفوائض المالية التي يحتاجها المستثمرين"[8].

كما يعرف سوق الأوراق المالية بأنه: " السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الصكوك والأسهم والسندات القابلة للتداول سواء السيادية التي تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من المؤسسات والهيئات المخول لها[9].

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب[10].

من التعريفات السابقة نستنتج: سوق الأوراق المالية هي عبارة عن فضاء يلتقي فيه العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، والمتمثلة في الأسهم والسندات.

2. أهمية سوق الأوراق المالية: تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها، والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.
- تلعب سوق الأوراق المالية دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين(المستثمرين)، عند رغبتهم في تسييل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل (بصورة خاصة) إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات[11].
- توفير فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق.
- توفر سوق الأوراق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي، وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.
- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية[12].

3. خصائص سوق الأوراق المالية : لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها:

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة.
- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- مرونة أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

3. **وظائف أسواق الأوراق المالية:** تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي:

- **الوظيفة التمويلية:** تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال[13].

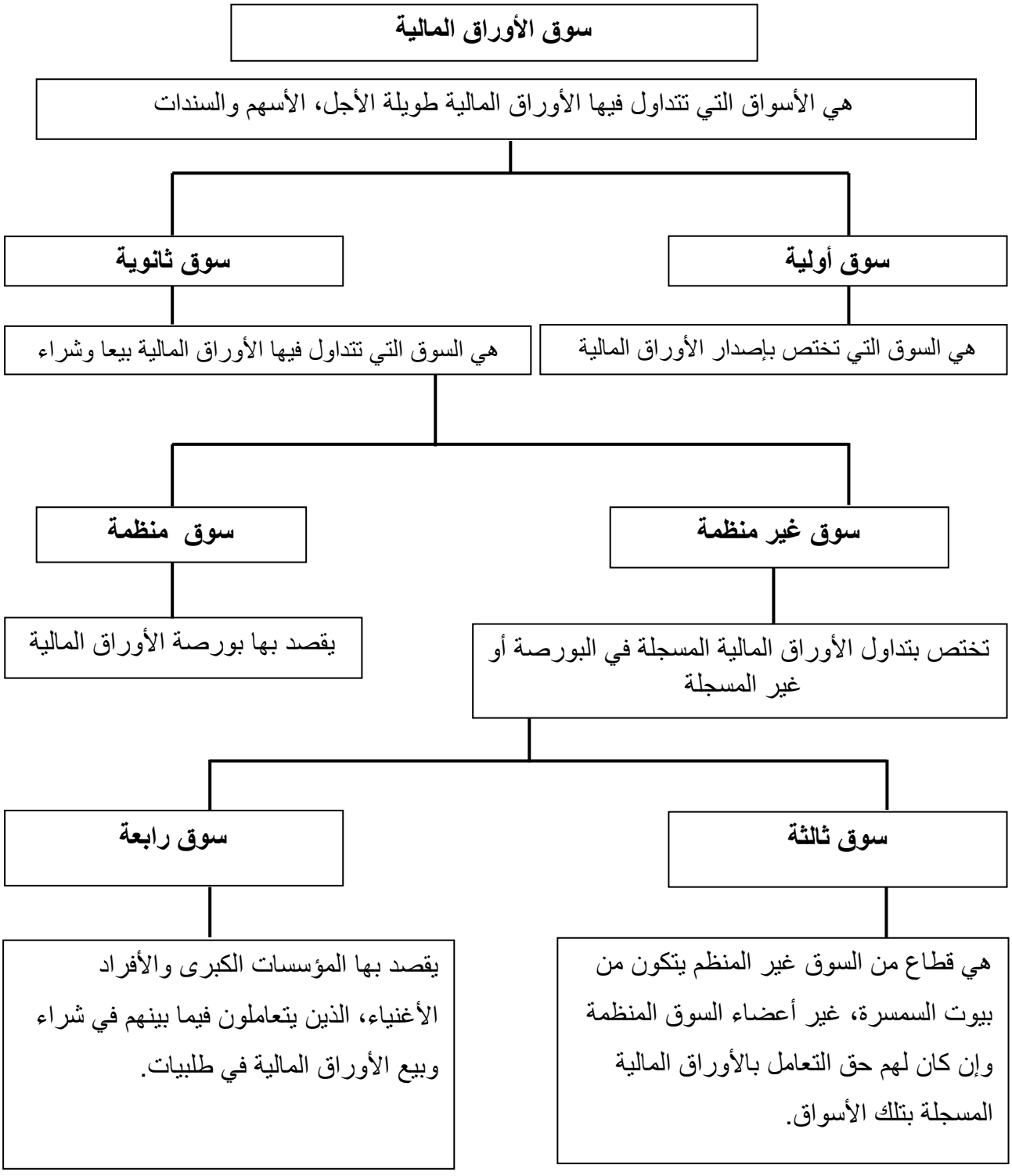
- **أداة لتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر:** يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب بأنها وظيفة أساسية في سوق الأوراق المالية باعتبار أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذا السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص، أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا، كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضه[14].

- **تقديم المعلومات المالية:** يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك

تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة[15].

- **أداة تسهل تحويل العقارات إلى سيولة:** يتميز الاستثمار في السوق المالية بالنسبة إلى باقي الاستثمارات لا سيما في الأصول الحقيقية، بقابليته للسيولة فحائز الورقة المالية المقيدة في تسعيرة البورصة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات ومعدات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مال لجزء من يلك العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في السوق المالية[16].
- **وسيلة لقياس قيمة الأموال :** يتم الإعلان يوميا في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك.فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة Cotation Boursière بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفاق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية[17].

شكل رقم(01): هيكل سوق الأوراق المالية.



المصدر : من إعداد الباحثان بالاعتماد على [18]: محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، "**الاستثمار في البورصة أسهم، سندات، أوراق مالية**"، الصفحة، 61، 62، 63.

المحور الثالث: تقييم قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

الاستثمار في الأوراق المالية تضم الأسهم والسندات، الأمر الذي يستلزم تحديد العوامل ذات العلاقة باتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وفي نطاق تحليل الأوراق المالية هناك أسلوبين: الأول يطلق عليه التحليل الأساسي والثاني يطلق عليه التحليل الفني.

أما الذي يهمنا غي هذا البحث هو التعرف على الأسس التي يستند عليها متخذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية عند قيامه بالاستثمار، هذه الأسس تمثل مؤشرات أو معايير تحكم عملية اتخاذ القرار.

1. **معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم:** تشكل الأسهم أحد أدوات الاستثمار المالي

1.1 تعريف الأسهم: عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال[19].

1.2 أنواع الأسهم : تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض الأنواع من الأسهم. وعليه، يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

- أسهم عادية؛
- أسهم ممتازة؛
- أسهم خاصة؛

1.3 معايير تقييم الأسهم: من أشهر المعايير المعتمدة في تقييم الأسهم ما يلي:

- **عائد السهم (EPS):** يستخدم هذا المؤشر للتعرف على ربحية السهم، أي بمعنى الايراد السنوي (العائد) للسهم، ويحسب هذا المؤشر كالتالي[20]:

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات السهم}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

يميل المستثمر عادة إلى شراء الأسهم ذات العائد الأعلى ويبتعد عن الأسهم ذات الربحية المنخفضة.

- **حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS):** يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعني الأرباح المستلمة فعلا من السهم الواحد، إذ قد يحصل أن يترتب للسهم عائدا معينا قد يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الأخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة (المشروع)، ويحتسب هذا المؤشر كالتالي[21]:

$$\text{حصة السهم العادي من التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات الأرباح المعلن عنها – توزيعات السهم}}{\text{المتوسط المرجعدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة}}$$

إذا كان المستثمر مهتما بالجانب النقدي وبمقدار النقود المستلمة سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة العالية من توزيعات الأرباح ويبتعد عن الأسهم ذات التوزيعات القليلة حتى وإن كان عائدها مرتفع.

- **مردودية السهم العادي (YPS):** يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في الاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، ويحتسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية[22]:

$$\text{مردودية السهم العادي} = \frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي}}$$

وعادة ما يقارن المردود مع سعر الفائدة السائدة في السوق فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه ذو جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه من الأفضل الابتعاد عن هكذا أسهم.

- **مضاعف سعر السهم العادي (PER):** يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم مما يفيد بالتنبؤ بحركة السعار، وعادة توجد نسبة معيارية للسوق وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلا على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح ويحتسب المضاعف وفق الصيغة التالية[23]:

$$\text{مضاعف سعر السهم العادي} = \frac{\text{السعر السوقي}}{\text{عائد السهم}}$$

- **القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS):** يفيد هذا المؤشر في اتخاذ قرارات الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات حيث يفضل المستثمر المحتفظ الأسهم التي تتزايد قيمتها الدفترية بشكل أكبر من عوائد وتوزيعات الأسهم بينما المستثمر المغامر يهمه العوائد والتوزيعات يشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ طويلا بالأسهم، ويحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية[24]:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة}}$$

- **عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR):** يقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم ويحتسب كالأتي[25]:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{القيم الاجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر الشراء للسهم}}$$

تمثل القيمة الاجمالية لدخل السهم إيراد السهم مضافا إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي، ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في مجال تقييم قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أنه يعبر عن العائد الحقيقي للاستثمار، ومن الممكن اتخاذ قرار الاستثمار من خلال مقارنة هذا العائد مع سعر الفائدة السائدة في السوق أو النسبة المعيارية التي يحملها المستثمر في ذهنه.

- **معدل دوران السهم العادي (ST):** يقيس هذا المؤشر مدى الاقبال على السهم في السوق المالي معبرا عنه بكمية السهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم، ويعبر عنه وفق العلاقة التالية[26]:

$$\text{معدل دوران السهم العادي} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من نوع معين}}{\text{عدد الأسهم المسجلة من نفس النوع}}$$

2. **معايير تقييم الاستثمار في السندات:** تعد السندات من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع.

2.1 تعريف السندات: يعر ف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحامليها في مواجهة الشركة[27].

كما عرفت أيضا على أنها جزء من المديونية، بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة[28].

من خلال التعرفين السابقين السندات هي عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته طويل الأجل، قابل للتداول، يحصل حامله على سعر فائدة خلال مدة استحقاقها، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه.

2.2 خصائص السندات: تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي[29]:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره؛
- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها؛
- للسند قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق؛
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة؛
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها؛
- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار؛
- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة؛
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند؛
- قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكه بيعه للغير؛

2.3 أنواع السندات: تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:

2.3.1 حسب الجهة المصدرة : يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى[30]:

- **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.
- **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

2.3.2 حسب ما تمتع به من ضمان: يكمن تصفيتها حسب هذا المعيار إلى[31]:

- **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.
- **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي).

2.3.3 حسب العائد: يمكن هنا التمييز بين:

- **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.
- **سندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

2.3.4 حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى[32]:

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يجدد عند الإصدار.
- **السندات غير القابلة للتحويل:** هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

2.3.5 حسب أجلها: يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

- **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

- **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

2.3.6 حسب طريقة تداولها وتملكها: حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى[33]:

- **سندات اسمية:** هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.
- **سندات لحاملها:** هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

2.3.6 سندات ذات شرط الاستدعاء: يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء[34].

2.4 معايير تقييم السندات: تختلف المعايير المستخدمة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم وذلك بسبب اختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية، ومن المعايير المعتمدة في تقييم السندات ما يلي[35]:

- **كوبون السند (BC):** يعبر عن الايراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر في السند.
- **مردود السند (BY):** يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الاستثمارية الأخرى، وذلك ضمن مفهوم كلفة الفرصة البديلة، ويقاس مردود السند بعدة صور كالأتي:

المردود أو الريع الاسمي (NY): يمثل الدخل السنوي لقيمته الاسمية، وهو حقيقته سعر فائدة السند ويحتسب كالأتي:

$$\text{المردود أو الريع الاسمي} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

المردود أو الريع الجاري (CY): يمثل الكوبون السنوي منسوبا لقيمته السوقية، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{المردود أو الريع الجاري} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$$

المردود المتوقع للسند (PY): يعد من المؤشرات المهمة في تقييم ربحية السندات، حيث أن يأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات المتوقعة من السند، وتتمثل التدفقات في الدخل السنوي الذي سيحصل عليه حامل السند بافتراض أنه سيحتفظ لحين استحقاقه مضافا إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون القيمة الاسمية أو غيرها ويطلق عليه البعض مصطلح العائد لحين الاستحقاق، وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت القيمة الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم، ويحسب المردود المتوقع للسند وفق العلاقة التالية:

$$Y = C + \frac{\frac{P - V}{n}}{\frac{P + V}{2}}$$

حيث أن:

Y: المردود المتوقع للسند؛

C: كوبون السند؛

P: القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية)؛

V: سعر شراء السند؛

n: أجل السند؛

عائد الاحتفاظ بالسند (HPR): يعبرهذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحاصل في سعر السند السوقي ، ولهذا فإن المؤشر يحتسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسند} = \frac{\text{القيمة الاجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

الخاتمة:

سمحت هذه الدراسة باستخلاص النتائج التالية:

- تنشط السوق المالية بمعية الأدوات المالية المتداولة فيها، الطريقة التي تتم بها عملية التداول، البيئة التي تتم فيها العملية الاستثمارية أو ما يعرف بالاستثمار المالي؛
- للسوق المالية دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار والتي تجلب المستثمرين وتزيد من حجم التداول، ومن ثمة بعث حركة نشيطة في السوق؛
- توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية والتي مهما تعددت وتنوعت فإنها تصنف إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية؛
- يشكل كل من العائد والمخاطرة مفهومين مترابطين لا يمكن تفسيرهما بمعزل عن بعظهما البعض ويرتبطان في ما بينهما بعلاقة طردية، وعلى ضوئهما تتم المقارنة بين البدائل الاستثمارية؛
- بورصة الجزائر بورصة فتية تحاول تجاوز مرحلة انطلاقه، كما أنها تتسم بالبطء وعدم الفعالية؛
- إن التنويع في الاستثمارات يؤدي إلى تقليل المخاطرة، حيث أنه كلما اتسعت مساحة التنويع أدى ذلك إلى تقليص حجم المخاطرة؛

الهوامش والمراجع:

1: طاهر حردان، "**أساسيات الاستثمار**"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص، 15.

2: هوشيار معروف كوكا مولا، "**الاستثمارات والأسواق المالية**"، دار الصفاء للنشر والتوزيع.الأردن، 2003، ص، 132.

3: مصيبح أحمد، "**الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر** "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص: 40.

4: طلال كداوي، " **تقييم القرارات الاستثمارية**"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص، 85.

5: محمد براق، "**تسيير المحافظ**"، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000، ص ص،54،53.

6: حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص، 49..

7: مصيبح أحمد، "**الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر** "، مرجع سابق، ص، ص، 40، 41.

8: نجلاء محمد إبراهيم بكر، "**أسواق المال وإدارة الاستثمار**"، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، ص، 13.

9: زهير الطيب الفكي أحمد، "**أسواق المال**"، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، 2017، ص، 21.

10: ضياء مجيد موسوي، "**البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)** "، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص، 5.

11: : حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"،مرجع سابق، ص، 136.

12: ضياء مجيد موسوي، "**البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)**" ،مرجع سابق، ص، 7.

13 : O. Picon," **La bourse: comment gérer votre port feuille, Delemas**", paris, 1991, P, P, 312,313.

14: حفيظ عبد الحميد، "**أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر** "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004، ص، 50.

15: الزرري (عبد النافع) و غازي فرح، "**الأسواق المالية**"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى،2001، ص، 23.

16: مصيبح أحمد، "**الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر** "، مرجع سابق، ص،12.

17 : O. Picon," **La bourse: comment gérer votre port feuille, Delemas**", op, P, P, 312,313

18: محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة أسهم، سندات، أوراق مالية"، الصفحة، 61، 62، 63.

19: حفيظ عبد الحميد، "**أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر** "، مرجع سابق، ص، 17.

20: طلال كداوي، " **تقييم القرارات الاستثمارية**"، مرجع سابق، ص، 87.

21: نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

22: منير إبراهيم الهندي،" **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)**" ، دار المعرفة الجامعية، طبعة ثانية، الإسكندرية، 2011، ص، 157.

23: نفس المرجع السابق، ص، 159.

24: طاهر حردان، "**أساسيات الاستثمار**"، نفس المرجع السابق، ص، 120.

25: طلال كداوي، " **تقييم القرارات الاستثمارية**"، مرجع سابق، ص، 91.

26: طلال كداوي، " **تقييم القرارات الاستثمارية**"، مرجع سابق، ص، 93.

27: طارق عبد العال حماد، "**المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)**"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001، ص،24.

28: محمد محمود عبد ربه ، " **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية**" ، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص، 8.

29: حفيظ عبد الحميد، "**أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر** "، مرجع سابق، ص، 07.

30: ضياء مجيد موسوي، "**البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)** "، مرجع سابق، ص، 33.

31: حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص، 49.

32: ناجي جمال، "**إدارة محفظة الأوراق المالية**"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998، ص، 15.

33: حفيظ عبد الحميد، "**أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر** "، مرجع سابق، نفس الصفحة.

34: حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص، 232.

35: طلال كداوي، " **تقييم القرارات الاستثمارية**"، مرجع سابق، ص، 85، 96، 97.