

كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال

الأستاذ: أحمد عبد الحفيظي

باحث في مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية

جامعة الجزائر 3

أستاذ مؤقت: سلماي عادل

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة زيان عاشور - الجلفة - الجزائر

الملخص

إن تقييم الأسهم والسندات دائما في تغير حتى أن أكثر الناس خبرة ومعرفة في الأسهم والسندات قد يخونه السوق ويتجه باتجاه معاكس لتوقعاته إن أكثر المحللين يعتمدون على تاريخ اتجاه السوق في أوضاع متشابهة ومن ثم يتوقعون أن يسلك السوق نفس المسلك الذي سلكه في تاريخ سابق .

ولا شك أن القانون الأساسي في تحرك الأسهم والسندات صعودا وهبوطا كأى سلعة تجارية هو العرض والطلب ، فالعرض والطلب هو ما يحرك سعر الأسهم والسندات في السوق ، لكن هناك عدة قيم تسند السهم أو السند ، فهناك القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم أو السند .

ويعتبر تقييم السهم أو السند من أهم أدوات الاستثمار لأنه على أساسها يتخذ المستثمر القرارات الاستثمارية، ونظرا لهذه الأهمية فعلى المستثمر ان يولي هذا الموضوع جل اهتمام.

Résumé en français

L'évaluation des actions et des obligations toujours changer de sorte que plus de gens d'expérience et de connaissances dans le stock et marché obligataire peuvent le trahir et se déplace dans la direction opposée aux attentes des analystes qui comptent davantage sur l'histoire de l'évolution du marché dans des situations similaires, puis

S'attendre à ce que le marché présente le même cours qu'il a exercé à une date antérieure. Il ne fait aucun doute que la Loi fondamentale dans un mouvement boursiers et obligataires des hauts et des bas comme toute autre entreprise de produits est l'offre et de la demande, l'offre et la demande est ce qui pousse le prix des actions et des obligations sur le marché, mais il ya plusieurs valeurs attribuées aux actions ou des obligations, il ya une valeur nominale et la valeur comptable et la valeur marchande de l'action ou une obligation.

مقدمة:

تتوقف القيمة الحالية لمشروع ما على التدفقات النقدية المتوقعة لهذا المشروع، فإذا كانت القيمة الحالية أكبر من التكلفة الحالية دل ذلك على أن المشروع يحقق صافي قيمة حالية موجبة وبالتالي يصبح من المربح الاستثمار في هذا المشروع .

كما تعتبر الأسهم والسندات من أهم مصادر التمويل طويل الأجل حيث تلجأ كل من الشركات وحتى الحكومات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية عند تعذر الحصول على ذلك من المؤسسات المالية.

ومن المعروف أن المؤسسات المالية وعلى رأسها البنوك تنأى في معظم الأحيان عن الانخراط في نشاطات التمويل طويل الأجل وذلك بسبب مخاطر هذا النشاط هذا من جهة ومن جهة أخرى بسبب طبيعة مصادر أموال هذه البنوك والتي تكون في الغالب قصيرة الأجل وبالتالي لا تتمكنها -أي البنوك- من منح قروض طويلة الأجل وبخلاف ذلك فإن البنوك ستواجه مشكلة ما يسمى بعدم الموازنة ما بين مصادر الأموال والتوظيفات وبالتالي ستكون البنوك عرضة لمخاطر السوق مثل مخاطر تقلبات سعر الفائدة وأسعار الصرف وغيرها.

وقد شهدت أسواق المال في السنوات الأخيرة نشاطا ملحوظا انعكس على حجم سوق الأوراق المالية سواء كانوا مستثمرين، وسطاء ماليين أو حتى الجهات المعنية في الرقابة على التعامل في الأوراق المالية.

ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية :

كيف يتم تقييم أدوات الاستثمار المالية (الأسهم، السندات)، كيفية تقييم أدوات الدين؟ وكيفية تحديد قيمة أدوات الملكية ؟

أهداف البحث:

- التعريف بأدوات الدين (السندات) وذلك من تعريف وخصائص وأنواع.
- التعريف بأدوات الملكية (الأسهم) وذلك من تعريف وخصائص وأنواع .
- وأخيرا التعرف على كيفية تقييم السندات (أدوات الدين)، وكذلك كيفية تحديد قيمة السهم (أدوات الملكية) .

منهج البحث:

حتى تتمكن من الإجابة على الإشكالية وتحليلها فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي لتغطية كل جوانب الموضوع.

1- ماهية السندات

الفرع الأول: تعريف السندات

السندات في اللغة : جمع سند وهو بمعنى الاعتماد ، والركون إليه و الاتكاء عليه والسند ما قبلك من الجبل ، وعلا من السفح ومعتمد الإنسان¹

وفي اصطلاح الاقتصاديين: عرف السند بأنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة له حق دانية في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها. وقيل السندات هي عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها²

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية. بمعنى آخر أن السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.³

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية ، وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السندات أرباحاً أو قد يمتد بحسائر، هذا وتحدد القيمة السوقية على ضوء درجة المخاطرة التي تتوقف على المركز المالي والظروف الاقتصادية السائدة ومستوى أسعار الفائدة في السوق .

وهناك عدة تعاريف أخرى نذكر منها :

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 95

² نفس المرجع ، ص 95

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية ، عناية-الجزائر -، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008 ، ص 57- 58

* السند وثيقة تتضمن وعدا من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ من القرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة.¹

* تمثل ديناً للمالكين وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند.²

الفرع الثاني: خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص هي كما يأتي:³

- 1- تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها، وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة.
- 2- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم.
- 3- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استفتاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- 4- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.
- 5- يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق، إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية.

الفرع الثالث: أنواع السندات

تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة وفي كل معيار أنواع سنحاول توضيحها في هذا الفرع

أولاً: من حيث جهات الإصدار وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار

- 1- سندات الهيئات الدولية والإقليمية: ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، والمؤسسات الإقليمية بنك التنمية الأوربي..... وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.

¹ حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها، عمان، بدون ذكر دار النشر، 2002، ص 152
² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، دار الشروق للنشر، 2005، ص 103
³ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، طبعة 1، دمشق، دار الفكر، ص 129

2- السندات الحكومية : وهي سندات تصدر عن الحكومة ، وغالبا ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة

المالية) لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم .

وهي تنقسم حسب إصدارها إلى :

أ/ سندات الحكومة المركزية: وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية:¹

*السندات الادخارية : وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل ، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتشتري تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملها لاسترداد قيمتها .

* سندات الخزانة: وتمثل استثمارا متوسطا وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبعة إلى ثلاثين سنة وهي قابلة للتداول

* صكوك المديونية : وهي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها

ب/ سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية : وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة

ج/سندات تصدرها الجماعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان²

3- سندات الشركات : وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض ، والتي

لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم ،أون تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم

وتنقسم إلى :

أ/ سندات عالية المردودية :تمتاز بمردود عالي وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو ،وهي قادرة على تحقيق الأرباح

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،مصر ،منشأة المعارف ، 1999 ، ص 43-47

² أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ،الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ،طبعة 1، عمان ،دار المسيرة ، 2004، ص 99

ب/ سندات رديئة منخفضة الجودة: ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة¹

ثانيا حسب طريقة السداد:² وهي نوعان

أ/ السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها (أي تلك السندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها)

ب/ السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها (القابلة للاستدعاء والاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة)، سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق شراء السندات من الأسواق. ويمكن أن نميز الأشكال التالية في هذا النوع من السندات

1- السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وهو رد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها عن طريق استدعاء السند³

2- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي تحول لصاحبها في تاريخ محدد أجله حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا⁴

3- السندات القابلة للتمديد: في هذا النوع من السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاق لسنوات قادمة وبنفس معدل الفائدة⁵

4- السندات القابلة للشراء: وهي التي يتعهد مصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية⁶.

5- السندات التي تحول لحاملها الحق في استردادها: ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء¹

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، الدار الجامعية، 2005، ص 49.
² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، جزء 01، طبعة 04، بن عكنون، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، ص 74

³ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، طبعة 1، الأردن، عالم الكتب الحديث، 2006، ص 185

⁴ بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، طبعة 1، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، مصر، دار الفاروق للنشر، 2006، ص 35

⁵ ناظم محمد نوري الشمري، ظاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار، طبعة 1، عمان، دار وائل للنشر والطباعة، 2003، ص 218

⁶ حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة، عمان، 2002، ص 161

ثالثا حسب عملة الإصدار²: من حيث هذا المعيار نجد

1- سندات محلية: وهي السندات التي يصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجري تداولها بالسوق المالية المحلية أي سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة

2- سندات دولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي ، سندات تحرر بعملات أجنبية (بالنسبة للجهة المصدرة) ومثلها السندات التي تصدر في سوق العملات الأجنبية الأوروبية أو الأورو-دولار ومثلها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني من الستينات ، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية الأمريكية (خاصة من قبل المستثمرين الأجانب) لذلك وبهدف حماية المستثمرين من تقلبات قيمة الدولار وتشجيعهم على اقتناء السندات الحكومية الأمريكية لجأت الخزينة الأمريكية إلى إصدار سندات محررة بعملات أجنبية كالمارك الألماني والفرنك السويسري وغيرها ...

- سندات الأورو دولار: هي السندات التي يصدرها المقترضون المتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات

- سندات أجنبية: وهي السندات التي يصدرها المقترضون المتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرح فيها السندات.

رابعا حسب العائد: ويكون المقياس أو المعيار هنا هو العائد أو الدخل ونجد:

1- السندات بفائدة ثابتة: وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند .

2- سندات ذات فائدة متغيرة أو معومة³: وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت الى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق .

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه منشورة، طبعة 2، السعودية، دار ابن الجوزي، 1426هـ-ص89

² مروان عطون، مرجع سابق، ص 72

³ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص 29

- 3- سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بخفض على القيمة الاسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية) وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق مقدار الفائدة¹.
- 4- سندات الدخل : يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا²
- 5- سندات المشاركة: وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة³
- 6- سندات ذات النسيب: وهي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حامليها والذين يعينون سنويا بالقرعة على جواز مالية كبيرة وذلك من أجل التحفيز على الاكتتاب⁴
- 7- سندات بفائدة متزايدة: تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا.
- خامسا حسب إمكانية التداول : وهناك نوعان⁵
- 1- سندات سوقية (أي قابلة للتداول)
- 2- سندات غير سوقية (غير قابلة للتداول)
- سادسا حسب آجال الاستحقاق: وهناك أربعة أنواع هي :
- 1- سندات قصيرة الأجل
- 2- سندات متوسطة الأجل
- 3- سندات طويلة الأجل
- 4- سندات مؤبدة

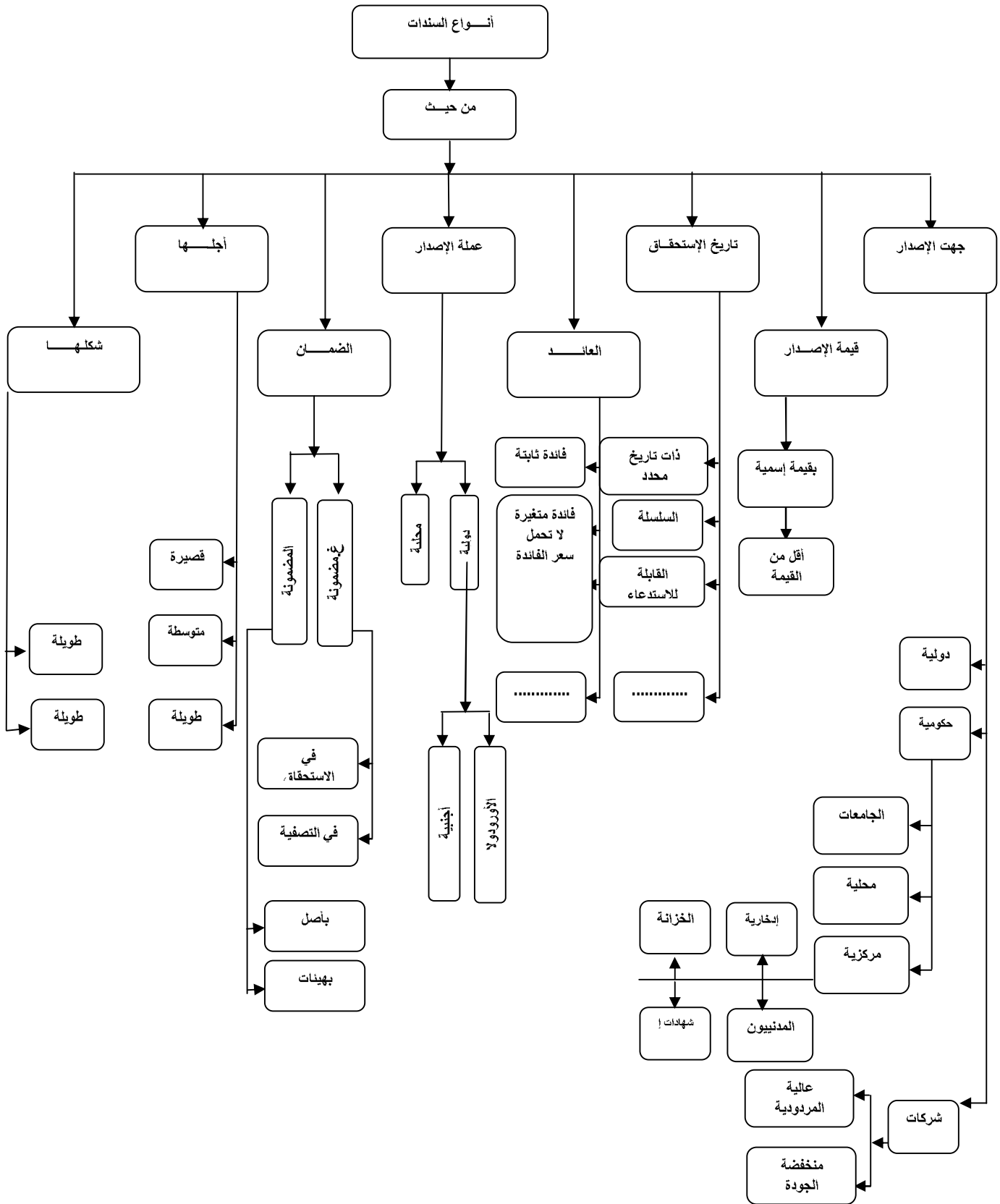
¹ عبد النافع عبد الله الزراري ، غازي توفيق فرح ، الأسواق المالية، طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2001، ص 166

² عبد الغفار حنفي ، سمية قرياقص، مرجع سابق ، ص 29

³ عبد النافع عبد الله الزراري ، غازي توفيق فرح ، مرجع سابق ، ص 166

⁴ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، طبعة 1، مصر الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000، ص 183

⁵ مروان عطون، مرجع سابق، ص 75



شكل -01- مخطط أنواع السندات

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية من جهة نظر إسلامية،

مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، 2007/2008 ص 127

2- ماهية الأسهم (أدوات الملكية)

الأسهم من الأدوات المهمة في سوق الأوراق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلي الأموال ومن لديهم أموال في حاجة إلي استثمارها.

تعتبر الأسهم من أدوات الملكية في الشركات المساهمة¹ ومما لا شك فيه أن الأسهم تلعب دورا رياديا، بل مثاليا في النهوض ببنية الاقتصاد .

الفرع الأول: تعريف وخصائص الأسهم

نتطرق في هذا الفرع إلى نظرة تعريفية وعامة في معنى الأسهم وخصائصها .

أولا: مفهوم السهم (لغة - اصطلاح)

– السهم في اللغة: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منه الخط، النصيب، شيء من الأشياء، النبل، القدح الذي يقارع به ويقال : أسهم بينهم أي أقرع ، وسهامه أي قاسمه ، وأخذ سهما أي نصيبا² ، وفي القرآن الكريم قال تعالى ((فساهم فكان من المدحضين))³ الصفات الآية 141 ، أي قارع بالسهام فكان من المغلوبين .

– السهم في الاصطلاح الاقتصادي: تعرف الأسهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعاريف عدة ، ولقد جاء مفهوم السهم على السنة علماء الاقتصاد على عدة أوجه ، اختلافها في اللفظ وتعارفها في المعنى

....

¹ وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003/2002، ص 24

² ابن منظور، لسان العرب، القاهرة، دار المعارف، 1981، المجلد 02، جزء 14، باب الدال ، ص 308.

³ سورة الصفات آية 141.

1/ صك يمثل جزءا رأس مال شركة أموال ويثبت للمالكه حقوق الشريك (أي المساهم)، وتستعمل هذه الكلمة أيضا للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار، مرادف: حصة شائعة في الشركة¹

2/ هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة².

3/ نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة ولعل أشملها التعريف التالي: الأسهم صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة وهذا التعريف يشير إلى:³

- دلالة السهم على الصك أو السهم هو الصك
- النصيب لأن الوثيقة التي يأخذها المساهم من البنك أو المؤسسة تكون بمقدار نصيبه المقدر في رأس مال الشركة.
- الصلاحية والحدود المسموح بها لمالك السهم أن يلعبها أو يمثلها من خلال الشركة
- أما حيثيات السهم أو الصك الذي يمتلكه حامله فغالبا ما يحتوي على المعلومات الأساسية المتعلقة باسمه واسم الشركة ونوعها وقرار تأسيسها ورأس مالها وأغراضها ورقم المساهم وقيمة السهم الاسمية واسم صاحبه وبياناته الشخصية إن كان سهما اسميا، أو يكتب فيه أنه لحامله.

ثانيا: خصائص الأسهم⁴

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر.

¹ Joseph Antoine .marie Claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. **Dictionnaire des marches financiers** eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010.p 12

² الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، طبعة 04، بن عكنون، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2005، ص 82.

³ ياسين محمد أحمد، **الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة**، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والحياة، جامعة الإمارات المتحدة، يومي 15-17/ 2006/05، ص3.

⁴ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 82-83.

- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لهذه المؤسسة.
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
- صاحب السهم له الحق في لمشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمور مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال.....
- يشكل السهم موضوعاً للمضاربة في البورصة وتتحدد قيمته الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.
- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة أن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي عليهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة¹
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعاً للظروف المحيطة بالشركة²

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة لعدة أنواع أي لعدة معايير، سيتم توضيحها كما يلي :

1- أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي

يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

أ/ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً³، فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس المال ، وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقود، وهذه الأسهم قد تكون محررة، أي

¹ عصام أبو النصر ، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006 ص 04.

² أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، مرجع سابق ، ص 31.

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 50.

دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلا حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءا منها ويكون مطالبا بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا طلب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم

ب/ أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة أو مصنع...، وهي الأسهم التي إمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا ويشترط في ذلك مايلي¹:

● الوفاء بتقديمها كاملة.

● تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية

● عدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.

ج/ الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي إمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي²، أي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين .

د/ حصص التأسيس: وهي الحصص التي إمتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع بحيث تحول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعتبر جزء من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو إدارتها وهي قابلة للتداول³ ويطلق على الحصص التي تعطى للمؤسسين (حصص التأسيس) مكافأة لهم على جهودهم في تأسيس الشركة، هذا في

الأصل لكن الآن تعطى حتى لغير المؤسسين ، أما حصص براءة الاختراع وغيرها فتسمى حصص الأرباح⁴ .

2- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: من حيث شكلها تنقسم الأسهم إلى ثلاثة أنواع

أ/ أسهم اسمية: وهي الأسهم التي اقترنت باسم صاحبها، وبذلك يقيد اسمه على شهادة السهم وعلى سجل الشركة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات⁵ سجل الشركة المعد لهذا الأمر هذا السجل يتعين على الشركة إمساكه وتخصيص فيه صفحة لكل سهم، يسجل فيها رقم السهم واسم صاحبه ويتم تداول هذا

¹ أحمد بن محمد الخليل، ص 51.

² شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق، ص 95

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 52.

⁴ عبد الرحمن عبد العزيز النفيسة، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية -دراسة تطبيقية مقارنة - ط1 ، الأردن، دار النفائس، 1430، 2010، ص

138.

⁵ ناظم محمد نوري الشمري، ظاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل للنشر والطباعة، 1999 ص

211.

النوع من الأسهم عن طريق القيد في هذا السجل ، حيث يسجل بيانات المتنازل إليه في الصفحة الخاصة بهذا السهم محل التداول¹

ب/ أسهم لحاملها : وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكتها ، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها ، حيث يعتبر حاملها مالكا لها ، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري ، ويعتبر حامل السهم هو المالك لها في نظر الشركة والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل²

ج/ أسهم إذنيه أو لأمر : وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكتها ، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره ، ويتم تداولها بطريقة التظهير ، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري أي يتم تداولها عن طريق التظهير

3- أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها : تنقسم الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع وهي :

أ/ الأسهم العادية: هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أبدية طالما الشركة مستمرة تمثل مستند ملكية³ ، وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حصة الأسهم العادية حقوقا متساوية منها⁴ :

- الحصول على الأرباح إن الهدف من شراء الأسهم هو الحصول على الأرباح بالإضافة إلى عنصر المضاربة أيضا ، لكن المساهم ليس له الحق في الحصول على الأرباح إلا عند وجودها واتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين .

- المشاركة في اتخاذ القرارات (التصويت) كاتتخاب مجلس الإدارة أو تعديل النظام الأساسي ، أو تعديل رأس المال وأيضا المشاركة في الجمعيات العمومية العادية وغير العادية .

- الأولوية في الاكتاب بالأسهم الجديدة وهذا يعني بان لمساهمي الشركة الأولوية في الاكتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة لإصدارها .

¹ محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2006 ، ص 86 .

² عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، الجزائر ، دار المعرفة ، 2000 ، ص 272 .

³ أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص 48 .

⁴ مروان عطوان ، مرجع سابق ، ص 84-85 .

- إمكانية التصرف بالأسهم ليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له ، بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم

-الحصول على جزء من موجودات الشركة في حالة تصفيتها (وهذا بعد سداد حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة).

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية .

ب/ الأسهم المؤجلة: وهي التي تعطى عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال¹

ج/ الأسهم الممتازة : إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضاً اتخاذ القرار بتوزيعها² ، وهي الأسهم التي تعطى لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطى لهم حقوقاً إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطى لهم³:

- مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
- في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل حملة الأسهم العادية وبعد السندات.
- لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.
- لا يعطى لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها .

¹ معيد على الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام ، جزء 1 ، عمان ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، 1989، ص 113.

² مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 85.

³ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 27.

— لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها ولا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم¹ .
وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها:²

● أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوفي أرباحها في هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.

● أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطي لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر .

● أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:³ تأخذ هنا الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون .

● أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.

● أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة .

4/ أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: تنقسم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها إلى نوعين وهي :

أ/ أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها⁴، ولا تعود إليه إلا عند فسخ عقد الشركة أو انقضاءها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة.

ب/ أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضاً للمساهمين عن الاستهلاك وتحول هذه الأسهم لأصحابها حق الاشتراك في مداورات الجمعية العامة والتصويت فيها، والحصول على نصيب من الأرباح، ومن موجودات الشركة عند تصفيتها وقسمتها، وهذه الأسهم لا تنقضي باستهلاكها، ولكن تتغير صفتها

¹ مروان عطون، ص 85.

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2005، ص 22.

³ رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، طبعة 4، عمان، دار وائل للنشر، 2007، ص 60.

⁴ شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 97.

، حيث لا ينقص ذلك من رأس المال، ويظل المساهم الذي أخذ سهم تمتع شريك له الحق في الربح كما كان قبل تغيير سهمه ، ولكن تختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي صاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح، إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال بنسبة معينة من الأرباح 5 % من قيمتها مثلا، وهو ما يسمى بالربح الثابت ثم يوزع فائض الربح بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع بالتساوي ، ولا يشترك أصحاب أسهم التمتع في قسمة موجودات الشركة عند حلها ، إلا بعد أن يستوف أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم ، ولأصحاب أسهم التمتع الحق في الاشتراك في إدارة الشركة ، وهو حق يتعلق بالنظام العام ، فلا يجوز حرمانهم منه بحجة استردادهم لقيمة أسهمهم الاسمية¹ وبعبارة أخرى أسهم التمتع هي التي يحصل عليها المساهم عوضا عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية أثناء قيام الشركة أي الأسهم التي استهلكت قيمتها ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (أسهم رأس المال وأسهم التمتع)² .

5/ أنواع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه: تتنوع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه إلى نوعين:

أ/ أسهم غير مجانية : وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها³

ب/ أسهم منح (مجانية) : وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا ، في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم⁴ .

6/ أنواع الأسهم بالنظر إلى تأثيرها بالدورات الاقتصادية: تتنوع الأسهم بالنظر إلى تأثيرها بالدورات الاقتصادية إلى نوعين:⁵

أ/ أسهم موسمية : وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية ،الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وارتفاعه كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

¹ عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة -دراسة فقهية-مقارنة، طبعة 01، الإسكندرية ،دار الفكر الجامعي 2008،ص36.

² أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ،ص60.

³ شعبان محمد إسلام البروراري ، مرجع سابق ، ص 96.

⁴ نفس المرجع ،ص96.

⁵ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

ب/ أسهم دفاعية : وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية وتكون أسهما لشركات تنتج سلعا أساسية ، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر ، كإنتاج القمح أو استخراج أو تطهير المياه .

7/ أنواع الأسهم بالنظر إلى مصدرها: تتنوع الأسهم بالنظر إلى مصدرها إلى نوعين

أ/ أسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة ويتم توزيع الأرباح فيها بغض النظر عن الأحوال السائدة.

ب/ أسهم الشركات الصغيرة: وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بالنسبة الكبيرة¹ و يكون حسب الظروف السائدة.

8/ أنواع الأسهم بالنظر إلى توزيع الأرباح: تتنوع الأسهم بالنظر إلى توزيع الأرباح إلى :

أ/ أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة) وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة مثل شركات البترول².

ب/ أسهم النمو: وهي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم ، ولكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة ، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي³.

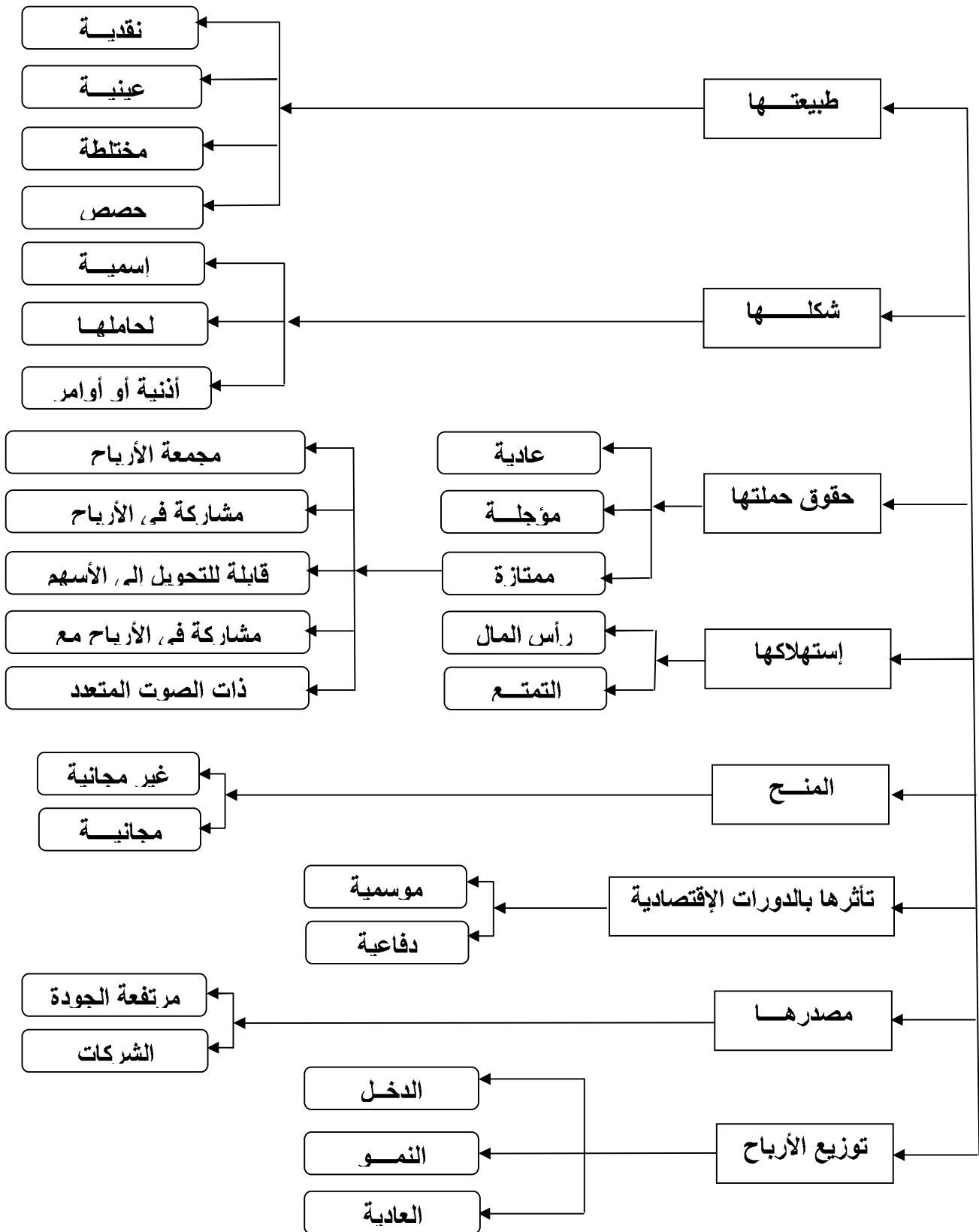
ج/ الأسهم العادية المضمونة : الأصل في الأسهم أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية ، ولقد ظهرت في و م أ عام 1984 م كأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار⁴

¹ سماري ابتسام ، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي - دراسة حالة السوق المالي الفرنسي - ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر ، 2006/2005 ، رسالة غير منشورة ، ص 32.

² أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

³ نفس المرجع ، ص 34.

⁴ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2003 ، ص 23.



شكل رقم : 02 أنواع الأسهم

المصدر : نصبة مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2013، ص. 79.

3- كيفية تقييم السندات والأسهم

الفرع الأول: كيفية تقييم السندات:

أ- السندات الخالية من الفوائد

هذا النوع أبسط أنواع السندات إذ يتم بمقتضاه دفع مبلغ ثابت وحيد في تاريخ مستقبلي، ويسمى discount bond إذا استحق دفع قيمة السند بعد سنتين، ويسمى discount bond إذا استحق دفع قيمة السند بعد سنة، ويسمى zero-coupon bond أيضا بالسند الصفري وذلك للتركيز على أن هذا السند لا يرتب لحامله الحصول على أي كوبون حتى تاريخ الاستحقاق ويمكن التعبير عن ذلك بالرسم كما يلي :

0 1 2T

0 0 0F

إذ نلاحظ هنا عدم دفع أية كوبونات قبل تاريخ الاستحقاق والاقتران على دفع القيمة المستحقة F عند تاريخ الاستحقاق، وتكون قيمة هذا السند كما يلي :

$$PV = \frac{F}{(1+r)^T}$$

حيث r تمثل سعر الفائدة السائد في كل سنة من سنوات عمر السند وعادة ما يطلق على سعر الفائدة هذا بمعدل فائدة السوق فإن كان معدل فائدة السوق 10% وفترة الاستحقاق 20 عاما، والقيمة الاسمية للسند مليون جنيه كانت القيمة الحالية للسند أو ما يعرف مباشرة بقيمة السند كما يلي :

$$PV = \frac{1000.000}{(1.1)^{20}}$$

$$= 148.644$$

وهو ما يعادل 15% تقريبا من القيمة الاسمية للسند.

ب- السندات ذات الكوبونات متساوية القيمة :

إذ يتم وفقا لهذا النوع من السندات دفع كوبونات على دفعات قد تكون سنوية او كل ستة شهور مقدارها C على أن يتم دفع القيمة الاسمية للسند وقدرها 1000 دج عادة في نهاية الفترة T وذلك كما يلي :

0	1	2	3	4		T
C	C	C	C	C		C+F

فتكون قيمة السند (القيمة الحالية) كما يلي :

.....

$$PV = CA + \frac{1000}{(1+r)^T}$$

مثال :¹

¹ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة 01، 1999، ص 160، 161

نفرض ان عائد الكوبون لسند ما 13% وكانت القيمة الاسمية 1000 دج تستحق الدفع في نوفمبر 1999 واذا كان الكوبون يدفع في كل من ماي ونوفمبر من كل عام . المطلوب تحديد قيمة السند في نوفمبر 1995 وذلك اذا عرف ان معدل الفائدة عرف ان معدل الفائدة السائد في السوق هو 10 %

الحل :

نلاحظ ان نفقة الفرصة البديلة هي 10% سنويا وتدفع الفائدة كل نصف سنة اي ان الفائدة الفعالة 5% كل ستة شهور

nov-95	mai-96	nov-96	mai-98	nov-98	mai-99	nov-99
	65	65	65	65	65	65+1000

.....

$$= 65A + 1000 /$$

$$= 65 \times 6463 + 1000 \times 0.677$$

$$= 420.095 + 677$$

$$= 1097095$$

وهنا عادة ما يتم الاشارة الى السند على انه سند قيمته 10.790.95 أي ما يعادل 109.7095 % من قيمته الاسمية وقدرها 1000 دج .

ونشير هنا ان سعر الفائدة المعلن هو 10 % ويتم دفع الكوبون كل ستة اشهر الامر الذي يعني ان سعر الفائدة الفعال هو :

$$\left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{10}{2}\right)^2 - 1 = 10.52\%$$

ثانيا : كيفية تحديد قيمة السهم

- توزيعات الأرباح والزيادة الرأسمالية في قيمة السهم :

تحدد قيمة اي اصل في ضوء التدفقات النقدية المتوقعة من وراء اقتناء هذا الاصل وتمثل هذه التدفقات النقدية بالنسبة للاسهم في توزيعات الارباح من ناحية وفي القيمة السوقية للسهم عند تاريخ البيع من ناحية اخرى.

ونشير هنا الى ان القيمة السوقية للسهم عند البيع تتوقف على توزيعات الارباح المتوقع الحصول عليها من جراء اقتناء السهم ، وبالتالي فإنه يمكن البيان ان قيمة السهم تتحدد في حقيقة الامر في ضوء توزيعات الارباح المتوقعة مستقبلا وذلك كما يلي¹:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

$$P_1 = \frac{DIV_2}{1+r} + \frac{P_2}{1+r}$$

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2}$$

ويمكن تكرار ذلك لنصل الى أن :

$$P_0 = \frac{DIV}{1+i} \dots \dots \dots$$

¹ حسين عطا غنيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 163

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

وعلى هذا الأساس فإن أسعار الاسهم في السوق والتي تتحدد في ضوء قرارات المستثمرين لأجل قصيرة والتي تبدو أنها تأخذ في الحسبان فقط التوزيعات المحتملة في الأجل القصير ، تتأثر بشكل كبير في حقيقة الامر بتوزيعات الارباح المحتملة في الاجل الطويل .

الخاتمة:

يتوقع المساهم تحقيق أهداف معينة من امتلاكه للأسهم وذلك تعويضا عن مخاطر الاستثمار فيها أخذا في اعتباره الإيرادات التي يمكن تحقيقها من الفرص البديلة.

فإذا حقق هذه الأهداف فإنه يحتفظ بأسهمه، وإذا لم تتحقق هذه الأهداف فإنه يتخلص من أسهمه بالبيع لمساهم آخر، ويحقق المستثمر أهدافه من خلال تحليل الاستثمار بما يمكنه من فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة بشكل يساعده في صنع القرارات المتعلقة بجيازته أو عدم حيازته للأوراق المالية وما يحقق أهدافه.

و يتم تفادي الأخطاء في عملية الاستثمار من خلال تسجيل سلوك جميع الاستثمارات في المحفظة، وتحليل سلوك الأوراق المالية النشطة وغير النشطة، عن طريق إيجاد سجل متابعة عمليات الاستثمار في الورقة المالية، وتخزين البيانات والمعلومات في قاعدة بيانات محفظة الأوراق المالية من أجل تحليلها في المستقبل .

ويعقب شراء الورقة المالية (السهم /السند) تحديد الاعتبارات الآتية:

- 1- الجهة المتخذة لقرار شراء الأوراق المالية
- 2- الفترة الزمنية التي تمت فيها دراسة سلوك الورقة المالية قبل شرائها.
- 3- أسباب توقع سلوك الورقة المالية طبقا لما هو مخطط لها.
- 4- حالة البورصة واتجاه الأسعار صعودا وهبوطا.
- 5- وضع مؤشر البورصة في اليوم السابق ليوم الشراء.

6- سعر الشراء الفعلي للورقة المالية.

7- سعر الإقفال للورقة المالية في اليوم السابق لتاريخ الشراء.

8- سعر الإقفال للورقة المالية في الشهر السابق لتاريخ الشراء.

9- العائد على الورقة المالية كنسبة مئوية ومبلغ سنوي.

و بالإضافة للمعطيات السابقة لابد من إيجاد سعر معياري كهدف مسبق لسعر الورقة المالية، وجدول زمني لتابعة سلوك الأسعار، ويتم تسجيل هذه البيانات في ملف خاص يبدأ التسجيل فيه عند شراء الأوراق المالية، ويجري تحديث المعلومات باستمرار.

كل ذلك يساهم في إيجاد التقييم الفعال والصحيح لأوضاع الورقة المالية .

قائمة المراجع المعتمدة :

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006.
- أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، عناية -الجزائر- ،دار العلوم للنشر والتوزيع ،2008.
- حسين بني هاني ، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها، عمان ، بدون ذكر دار النشر، 2002.
- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات ، الطبعة الأولى ، الأردن ، عمان، دار الشروق للنشر ،2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، طبعة 1 ،دمشق ، دار الفكر .
- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مصر ، منشأة المعارف ، 1999 .
- أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ، طبعة 1، عمان، دار المسيرة ، 2004.
- محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، مصر ، الدار الجامعية ، 2005.
- مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، جزء 1، طبعة 04، بن عكنون ، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008.
- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية والنقدية ، طبعة 1، الأردن ، عالم الكتب الحديث ، 2006.

- برايان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية ، طبعة 1 ، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، مصر ، دار الفاروق للنشر ، 2006.
- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار ، طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 2003.
- حسين بن هاني ، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها المشتقة ، عمان ، 2002.
- أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، أطروحة دكتوراه منشورة ، طبعة 2 ، السعودية ، دار ابن الجوزي ، 1426هـ .
- عبد الغفار حنفي ، سمية قريظاص ، أسواق المال ، مصر ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، 2003.
- عبد النافع عبد الله الزراري ، غازي توفيق فرح ، الأسواق المالية ، طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2001.
- صلاح السيد جوده ، بورصة الأوراق المالية ، طبعة 1 ، مصر الإسكندرية ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، 2000.
- وليد أحمد صافي ، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003/2002.
- ابن منظور ، لسان العرب ، القاهرة ، دار المعارف ، 1981 ، المجلد 02 ، جزء 14 ، باب الدال .
- Joseph Antoine .marie Claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. **Dictionnaire des marches financiers** eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010.p 12
- الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، طبعة 04 ، بن عكنون ، الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2005 .
- ياسين محمد أحمد ، الأسهم الجائزة والمخاطرة ودورها في إحداث نمضة اقتصادية شاملة ومعاصرة ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الخامس عشر ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والحياة ، جامعة الامارات المتحدة ، يومي 15-17/ 05/2006.
- عصام أبو النصر ، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006.
- عبد الرحمان عبد العزيز النفيسة ، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة - ط 1 ، الأردن ، دار النفائس ، 1430 ، 2010 .
- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 1999 .
- محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2006.
- عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، الجزائر ، دار المعرفة ، 2000.
- معبد علي الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام ، جزء 1 ، عمان ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، 1989.

- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلي بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2005.
- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، طبعة 4، عمان، دار وائل للنشر، 2007.
- سماري ابتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي - دراسة حالة السوق المالي الفرنسي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2006/2005، رسالة غير منشورة.
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلي بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2005.
- رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، طبعة 4، عمان، دار وائل للنشر، 2007.
- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة - دراسة فقهية - مقارنة، طبعة 01، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2008.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2003.
- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة 01، 1999.