

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار
الاستثماري - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر -

The role of measuring the real value of ordinary shares using the profit multiplier model in investment decision making - An applied study of stocks listed on the Algiers Stock Exchange -

سعيد حنان

SAIDI Hanane

جامعة الجزائر 3، h.saidi16@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2020/02/04 تاريخ القبول: 2020/03/10 تاريخ النشر: 2020/03/30

ملخص:

يتمثل هدف هذا المقال في دراسة مدى مساهمة عملية قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية في اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل باستخدام نموذج مضاعف الربحية، باعتباره من أهم النماذج التي تساعد على التعرف على الخلل السعري بين القيمة السوقية للسهم العادي وقيمه الحقيقية ومقارنة هاتين القيمتين لحظة اتخاذ القرار الاستثماري بغية تحقيق أرباح رأسمالية والتقليل من المخاطر الممكنة. وقد بينت الدراسة التطبيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر قدرة نموذج مضاعف الربحية على قياس القيمة الحقيقية لهذه الأسهم وبالتالي توفير معلومات ملائمة للمستثمرين تمكنهم من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، حيث تم التوصل إلى أن جميع القيم الحقيقية لهذه الأسهم أكبر من قيمتها السوقية المسجلة يوم التقييم الأمر الذي يعطي المستثمرين فرصة تحقيق مكاسب من خلال حصولهم على هذه الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها السوقية.

كلمات مفتاحية: القرار الاستثماري، الأسهم العادية، مضاعف الربحية، القيمة الحقيقية، بورصة الجزائر.

تصنيفات JEL : E3، G1، N2 .

Abstract:

The objective of this article is to investigate to what extent the process of measuring the real value of ordinary shares contributes to making the

optimal investment decision using the profit multiplier model, since it is the one of the most important models that help identify the price imbalance between the market value of common stocks and its real value and compare these two values when making an investment decision. To realize capital gains and reduce potential risks.

The applied study of a sample of shares of companies listed on the Algerian Stock Exchange showed the ability of the profit-multiplier model to measure the real value of these shares and thus provide appropriate information to investors to enable them to rationalize their investment decisions, As it has been concluded that all the real values of these shares are higher than their market value recorded on the valuation day, which gives investors the possibility of making gains by obtaining these shares at a price lower than their value.

Keywords: Investment decision, ordinary shares, profit multiplier, real value, Algiers Stock Exchange.

Codes de classification JEL : N2,G1, E3.

المؤلف المرسل: سعيدى حنان، الإيميل: h.saidi16@gmail.com

مقدمة:

إن نجاح أي مشروع استثماري يتوقف على مدى صحة وسلامة القرار الاستثماري المتخذ بشأن ذلك المشروع ، حيث يمكن القرار الاستثماري المبني على أسس علمية صحيحة من تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك. وبالتالي يعتمد المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة في الأوراق المالية على المعلومات المتاحة في السوق المالي، ومدى انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وسريع لكي تكون تلك الأسعار عادلة تعكس القيمة الحقيقية لها، وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة لضمان كفاءة سوق الأوراق المالية ، وهذا ما يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم سواء بيع الأوراق المالية أو شرائها أو الاحتفاظ بها.

وتعتبر الأسهم العادية من أكثر الأدوات التي يتم تبادلها بيئاً وشراء في أسواق المال، إلا أن هذه الأسهم قد لا تسعر بقيمتها الحقيقية خاصة في حالة عدم توفر أسواق مالية كفؤة، مما يجعل المستثمرين

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

ومالكي الأسهم في حالة عدم ثقة في هذه الأسواق الأمر الذي يدفعهم للاعتماد على نماذج لقياس أو تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية ومن أهم هذه النماذج نجد نموذج مضاعف الربحية الذي يساعد على التعرف على الخلل السعري بين القيمة السوقية للسهم العادي و قيمته الحقيقية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل و تحقيق أرباح غير عادية من خلال مقارنة القيمة الحقيقية المحسوبة بالقيمة المسجلة في البورصة (القيمة السوقية) لحظة اتخاذ القرار الاستثماري.

من خلال ما سبق وبغية دراسة كيفية اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم العادية من خلال قياس قيمتها الحقيقية باستخدام نموذج مضاعف الربحية ، يمكننا طرح إشكالية البحث فيما يلي:

كيف تساهم عملية قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل ؟

بناء على هذه الإشكالية يمكن صياغة الفرضية التالية: يؤدي قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باتباع نموذج مضاعف الربحية من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

و سيهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على نموذج مضاعف الربحية لقياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية و تبيان إمكانية تطبيقه لقياس القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

و من أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من أجل توضيح كافة الجوانب النظرية للموضوع والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات المتعلقة بكيفية اتخاذ القرار الاستثماري بالاعتماد على نموذج مضاعف الربحية في القيمة الحقيقية للورقة المالية ، وتنظيمها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالموضوع ، و سنعتمد على منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي والذي يتضمن تطبيق نموذج مضاعف الربحية على الأسهم المدرجة ببورصة الجزائر مستخدمين فيه الأدوات الإحصائية و الرياضية مع تحليل كل النتائج المتوصل إليها .

و للإلمام بالموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على خطة البحث التالية:

أولاً: مفاهيم أساسية حول القرار الاستثماري والأسهم العادية ؛
ثانياً: مضاعف الربحية كنموذج لقياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية؛
ثالثاً: قياس القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام نموذج مضاعف الربحية.

1. مفاهيم أساسية حول القرار الاستثماري والأسهم العادية:

يعتبر القرار الاستثماري في الأوراق المالية خاصة الأسهم العادية عملية ديناميكية تتضمن العديد من الخيارات يستلزم تقييمها لاتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الأهداف المرسومة.

1.1 ماهية القرار الاستثماري:

1.1.1 مفهوم القرار الاستثماري: هو كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأدوات¹. و قد تكون عمليات المفاضلة بين حيازة نقود أو حيازة أصول مادية ومالية، وقد تكون أصول مالية من صنف معين وبين نفس الأصول ولكن من صنف آخر، كما قد تكون عملية المفاضلة بين الاحتفاظ بالنقود وبين منحها في شكل قروض.

كما يمكن تعريف القرار الاستثماري على أنه ذلك القرار الذي يعتمد على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بديلين على الأقل ، ولا يتم اتخاذ القرار إلا بعد إجراء جملة من الدراسات تنتهي باختيار البديل للتنفيذ وفقاً لأهداف وطبيعة الاستثمار.

وإذا كانت طبيعة الاستثمار هي الأوراق المالية فإن قرار الاستثمار فيها يتطلب الخبرة والمعرفة التامتين بجوانب التعامل في سوق الأوراق المالية ونوعية الأوراق المالية حتى يمكن تحقيق العوائد والأرباح بأقل قدر من المخاطر، إلى جانب ذلك فإن اختيار توقيت الاستثمار قد يترتب عليه ربح أو خسارة للمستثمر ولكن المعرفة باختيار توقيت البيع والشراء نفسه يتطلب الخبرة والمعرفة ، فالهدف الأساسي من عملية الاستثمار هو تحقيق عائد على الأموال المستثمرة.²

وعليه تستند عملية اتخاذ قرار الاستثمار على عدة اعتبارات ينبغي على المستثمر التوفيق بينها وهي:

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

- عائد الاستثمار المتوقع : يؤثر عائد الاستثمار المتوقع الحصول عليه في عملية اتخاذ القرار الاستثماري ، حيث يتم الاختيار بين بدائل الاستثمار على أساس هذا العائد فإذا وجد أن عائد مشروع ما أكبر من عائد مشروع آخر فإن الاختيار سوف يقع على المشروع ذو العائد الأعلى .

- درجة الخطر المتوقع: تزداد المخاطرة بزيادة العائد والعكس صحيح وعليه يقوم المستثمر بدراسة المخاطر المترتبة على قيامه بالاستثمار لمعرفة ما يمكن تجنبه وما يمكن الاحتياط له.

- العامل الزمني: يعد عامل الوقت مهم للاستثمار فعندما يقوم الفرد بشراء الأوراق المالية فإنه عادة ما يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بتلك الأوراق وفقا لأهداف الاستثمار قصيرة أم طويلة الأجل، ويقوم المستثمر بتبني فترة زمنية تتناسب مع العائد والمخاطر.

1.1. 2 أنواع القرار الاستثماري: يواجه المستثمر مواقف تتطلب منه اتخاذ القرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة ، وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى. وضمن هذا الإطار، تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع من القرارات هي³ :

- **قرار الشراء:** يتخذ المستثمر قرار الشراء عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية الممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها ستزيد عن سعرها السوقي، وبعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية وذلك كما يراها المستثمر، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من توقعه بارتفاع سعرها السوقي مستقبلا.

ويترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة، مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

- **قرار عدم التداول:** يترتب على الحالة السابقة والناجحة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر بالارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الأداة الاستثمارية، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على كل من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء ،

وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع ، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه آمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضا ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

- **قرار البيع:** بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق على خلق رغبات شراء إضافية للمستثمر لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد في نطاق نموذجها الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن في تلك اللحظة مازال أقل مما يطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة مولدا بذلك حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع، وبذلك ينتج ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق يصل إلى نقطة يصبح فيها المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا.

2.1 ماهية الأسهم العادية:

1. 2. 1 مفهوم الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه عبارة عن صك ملكية في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة⁴، وهو عبارة عن وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية ثابتة، وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ويتمتع أصحابها بحقوق تتمثل في ما يلي:

- يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة بعد توزيعها على حملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

- حق التصويت: كل حامل سهم عادي يحق له المساهمة في الجمعية العامة للشركة، وحق التصويت يتوقف على حسب عدد الأسهم المملوكة⁵ ، وبالتالي التأثير على إدارة الشركة.

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

- يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، ويستمر هذا الحق حتى إفلاس الشركة، إذ يتم تسديد الالتزامات اتجاه حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة، وما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يمتلكها⁶.

- لحملة الأسهم العادية الأولوية في شراء الأسهم الجديدة المصدرة، حيث بمجرد قيام الشركة بإصدار أسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يملكونه من أسهم قديمة⁷.

1. 2. 2 أنواع الأسهم العادية: تصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية إلى الأنواع التالية⁸:

- **الأسهم الدفاعية:** وهي الأسهم التي يتوقع بقاؤها مستقرة أو متزايدة أثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال والتقلبات الحادة في الأسواق المالية.

- **الأسهم الدورية:** وهي الأسهم التي يرتبط مستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد.

- **الأسهم المضاربة:** وهي الأسهم التي يتأمل المستثمر تزايد أسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فإن المستثمرين في هذه الأسهم يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل انتاج سوف يؤثر إيجابا في زيادة أسعار أسهم الشركة وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

- **الأسهم الناجحة (الأسهم الزرقاء الممتازة):** تعود هذه الأسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي أنها أسهم أصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبفعالية أدائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية.

- **أسهم الدخل:** يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلا.

1. 2. 3 قيم الأسهم العادية: تتميز الأسهم العادية بعدة قيم هي:

- **القيمة الاسمية:** وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، و عادة ما يكون منصوفا عليها في عقد التأسيس، وهي القيمة التي يتم على أساسها توزيع نسبة من الأرباح التي تحققها الشركة خلال السنة، وتحسب القيمة الاسمية بقسمة إجمالي رأسمال الشركة على العدد الإجمالي للأسهم⁹.
- **القيمة الدفترية:** وتعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة، وهي حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال + الأرباح المحتجزة + الاحتياطات) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة المكتتب بها¹⁰.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية¹¹.
- **القيمة التصفوية:** وهي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء الشركة وتصفيته¹².
- **القيمة الحقيقية:** هي القيمة التي ينبغي أن تكون عليه قيمة السهم في السوق المالي وهي غالبا ما تختلف عن القيمة السوقية للسهم.

2. مضاعف الربحية كنموذج لقياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية:

يحتاج المستثمرون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ القرارات الرشيدة التي تقلل من المخاطر وتعظم العائد، ويكون أساس ذلك هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال استخدام نماذج التقييم أو قياس القيمة الحقيقية، ونجد من بين هذه النماذج نموذج مضاعف الربحية.

1.2 مفهوم القيمة الحقيقية (العادلة) ومميزات قياسها:

2.1.1 مفهوم القيمة الحقيقية (العادلة): هي القيمة العادلة أو القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجدات والأرباح وربحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح، وأفاق النمو المستقبلية وتحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية، توزيعات الأرباح والعوائد والخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية¹³.

ويتغير حساب هذه القيمة تبعاً للتغير في الحقائق وتغير الظروف المستقبلية للاقتصاد الوطني ونمو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته في السوق في حالة توفر

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

معلومات أساسية وجديدة عن الشركة ولجميع المستثمرين في سوق مالي يتميز بالكفاءة ، ومن الممكن أن تختلف قيمة السهم في السوق عن قيمته الحقيقية بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم في السوق وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة أو التكلفة العالية للحصول على المعلومات أو الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة والتحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين¹⁴.

2.1. 2 مزايا قياس القيمة الحقيقية: تتمتع عملية قياس القيمة الحقيقية بعدة مزايا تتمثل فيما يلي¹⁵ :

- ان القيمة العادلة اقرب للتعبير العادل عن المركز المالي ونتيجة الاعمال والتدفقات النقدية والتغيرات في حقوق الملكية للوحدة الاقتصادية؛

- اذا تم تقييم الموجودات والمطلوبات على اساس القيمة العادلة فإنها تعبر عن الدخل الاقتصادي لأنه تم اخذ الاسعار السوقية بعين الاعتبار؛

- يتفق تطبيق القيمة العادلة مع مفهوم المحافظة على راس المال؛

- تساعد معلومات المعدة على أساس القيمة العادلة في اجراء المقارنات بين الوحدات الاقتصادية المتشابهة والتي تستخدم القيمة العادلة؛

- إن معلومات القيمة العادلة لها قدرة تنبؤيه أكبر لأنها تعكس التأثيرات الاقتصادية الجارية.

2.2 نموذج مضاعف الربحية:

يتم استعمال مضاعف الربحية لأجل رسملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته، وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات تعكس الأوضاع المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها ، أما في مجال تقييم أسهم الشركات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد والذي يعد من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها، حتى بالنسبة للمحللين الذي يعتمدون على التحليل الفني، إذ يعتبر من بين مؤشرات الأوراق المالية التي يتم دراستها في الماضي، ويتم نشرها في الصحف المتخصصة في شؤون البورصات.

وفي مجال تقييم الأوراق المالية يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى مضاعف الربحية بالنموذج العملي أو الواقعي ، نظرا لكثرة وشيوع استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق من جهة ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بطرق أخرى، إذ أن هذه العوامل ستساعد في إضفاء المصدقية على نتائجه وتثبت اعتماده كأحد المؤشرات الهامة للتقييم واتخاذ القرار للمستثمرين الماليين¹⁶.

ويتم حساب مضاعف الربحية لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها للحصول على سهم الوحدة الإقتصادية، ويحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، بمعنى آخر ان المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقا وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة السابقة يمكن الحصول على تقدير ما تكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي ، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال المعادلة التالية¹⁷:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(m)(E)}{(1 + K)^n} \dots \dots \dots (01)$$

حيث أن :

V : القيمة الحقيقية للسهم، m : مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته، E : ربحية السهم العادي، K : معدل العائد المطلوب

-ان معدل العائد المطلوب هو أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل. ويقاس وفق المعادلة التالية¹⁸:

$$K = R_{fr} + (R_m - R_{fr})B \dots \dots \dots (02)$$

حيث أن:

K : معدل العائد المطلوب ، R_{fr} : العائد الخالي من المخاطرة وهو العائد على الورقة المالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية قادرة على سداد ما عليها من التزامات تجاه حامل الورقة، R_m : معدل عائد السوق، B : معامل بيتا.

- ويمثل معامل بيتا مقياس للمخاطر المنتظمة ومؤشر مدى استجابة عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد محفظة السوق، ويتم قياس معامل بيتا لأية ورقة مالية وفق المعادلة التالية¹⁹:

$$B = \frac{cov(R_S R_m)}{\partial^2 R_m} \dots \dots \dots (03)$$

حيث أن:

$cov(R_S R_m)$: تشير إلى التباين المشترك بين عائد السوقي للسهم R_S وعائد السوق R_m ؛

$\partial^2 R_m$: تمثل معامل التباين لعائد السوق .

وتعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية (تعتمد على سلسلة زمنية على الأقل أربع سنوات) ومعدل العائد على محفظة السوق أو القطاع التي تنتمي إليه الورقة المالية، ويمكن تقسيم قيم الأسهم العادية حسب نتائج معامل بيتا إلى ثلاثة أنواع رئيسية كما يلي²⁰:

* المرتفعة: وهي الأسهم التي لها معامل بيتا أكبر من الواحد ، ويعني ذلك أن مخاطرتها أعلى من معدل مخاطرة محفظة السوق كما أن أداء هذه الأسهم يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش .

* المعتدلة: وهي الأسهم التي لها معامل بيتا مساوي للواحد، يعني ذلك أن معدل عوائد الأسهم ومخاطرتها تتحرك بشكل متجانس ومتطابق تماما مع معدل ومخاطرة محفظة السوق .

* المنخفضة: وهي الأسهم التي لها معامل بيتا أقل من الواحد، هذا يعني أن مخاطرتها أقل من مخاطرة محفظة السوق كما أن أداء الأسهم لا يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش .

- معدل العائد السوقي للسهم يمثل التغير في ثروة المستثمرين في نهاية المدة الزمنية عن بدايتها، ويقاس وفق المعادلة التالية²¹:

$$R_S = \frac{p_1 - p_0 + D_{ij}}{p_0} \dots \dots \dots (04)$$

حيث أن :

R_S : العائد السوقي للسهم، p_1 : سعر الإغلاق، p_0 : سعر الافتتاح، D_{ij} : توزيعات الربح للسهم الواحد.

- أما مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته (m) يتم حسابه وفق المعادلة التالية²² :

$$m = 2 \text{ (قيمة السهم في السوق / ربحية السهم في السوق)} \dots\dots\dots (05)$$

- ربحية السهم في السوق (E) تعد أحد مؤشرات تقييم الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية تحسب كما يلي²³:

$$E = \text{(صافي الربح / عدد الأسهم في السوق)} \dots\dots\dots (06)$$

ويتضمن قرار الاستثمار مقارنة القيمة الحقيقية أو القيمة الحالية للأصل المالي بقيمته السوقية للتأكد مما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أم لا ، فإذا كانت القيمة الحقيقية للأصل المالي أقل من قيمته السوقية فعندها يمكن الاستنتاج أن هذا الأصل مقيم بأكثر مما يجب أن يكون عليه ، فمن غير المناسب الاستثمار في هذا الأصل، كما يجب التخلص منه إذا كان المستثمر يمتلك مثل هذا الأصل ، أما إذا كانت القيمة الحقيقية لهذا الأصل أكبر من قيمته السوقية فإن ذلك يعني أن هذا الأصل مقيم بأقل مما يجب أن يكون عليه في السوق، وعليه من المناسب الاستثمار في هذا الأصل لأن سعر السوق سيرتفع مع مرور الوقت ليصل إلى قيمته الحقيقية وهو ما يتيح للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية²⁴.

كما يمكن أن تتساوى القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية وبالتالي لا توجد أرباح غير عادية إذ تمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفؤة وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرارات الهادفة، لذلك ويستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء والبيع والاحتفاظ في إطار تسيير حوافظهم المالية إذ يكون في هذه الحالة المحرك لاتخاذ القرار هو العائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار²⁵.

ويعد الانحراف القائم ما بين القيمة الحقيقية للورقة المالية وما بين القيمة السوقية المعلومة الرئيسية التي يتوقف عندها قرار الاستثمار وذلك من أجل التحقق فيما إذا تم تسعير الورقة المالية بشكل مناسب²⁶.

3. قياس القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام نموذج مضاعف الربحية:

سنقوم بقياس القيمة الحقيقية لعينة متمثلة في أربعة شركات مدرجة في بورصة الجزائر والمتمثلة في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، المجمع الصناعي صيدال، شركة أليانس للتأمينات و شركة أن سي أ روية بالاعتماد على نموذج مضاعف الربحية لقياس القيمة الحقيقية، وهذا خلال الفترة 2013-2016.

3.1 تقديم الشركات :

3.1.1 المجمع الصناعي صيدال : تأسس عام 1969 وهو شركة ذات أسهم ينشط في مجال تصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. في فبراير 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري²⁷).

3.1.2 مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي": تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وهي تنشط في مجال خدمات الفنادق السياحية. وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20٪ من رأس المال الاجتماعي. في 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري)²⁸.

3.1.3 شركة أليانس للتأمينات : أليانس للتأمينات هي شركة خاصة ذات أسهم ، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين ويتمثل نشاط في تقديم مختلف خدمات التأمين. وفي نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى

1804511 سهم. في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري- أعضاء نقابة التوظيف المكلفين بجمع بطاقات الاكتتاب: القرض الشعبي الجزائري (CPA) مسؤول الفريق وهو الوسيط في عمليات البورصة الذي رافق هذه الشركة أثناء عملية دخولها إلى البورصة²⁹.

3. 1. 4 شركة العصائر والمشروبات "أن سي أ الروبية": شركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري تأسست في عام 1966 ، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. في سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العامة غير العادية في 31 جانفي 2012³⁰. وفي أبريل 2013 : شرعت مؤسسة أن سي أ- الروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم.

في يونيو 2013: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري³¹.

3. 2 ايجاد القيمة الحقيقية للأسهم بالاعتماد على نموذج مضاعف الربحية:

اعتمدنا على نموذج مضاعف الربحية لقياس القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم ، حيث يعد هذا النموذج إحدى نماذج قياس القيمة الحقيقية للسهم الواحد التي يبنيتها الأدبيات المختصة، والمعادلة رقم (01) المبينة أعلاه توضح كيفية حساب هذه القيمة.

3. 2. 1 حساب معدل العائد الخالي من المخاطرة R_{ff} : معدل العائد الخالي من المخاطرة هو معدل عائد سندات الخزينة العمومية لعشر سنوات والمدرجة بالبورصة يوم 2015/07/08 بسعر إدراج قدر ب 92.2 دج وبمعدل فائدة 3,75 % .

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر -

$$R_{fr} = 3,75 \%$$

3. 2. حساب عائد السوق R_m : يتم حساب عائد السوق (R_m) لكل سنة خلال فترة الدراسة (2013-2016) بالاعتماد على قيمة مؤشر بورصة الجزائر " دزايبر أندكس " ، من خلال العلاقة التالية:

$$\text{عائد السوق} = (\text{قيمة المؤشر خلال الفترة T2} - \text{قيمة المؤشر خلال الفترة T1}) / \text{قيمة المؤشر خلال الفترة T1}$$

الجدول رقم (01) : حساب عائد السوق R_m خلال الفترة (2013-2016)

| السنة | قيمة المؤشر خلال الفترة T1 (بداية شهر جانفي من كل سنة) | قيمة المؤشر خلال الفترة T2 (نهاية شهر ديسمبر من كل سنة) | عائد السوق R_m |
|------------------------------------|--|---|------------------|
| 2013 | 1289,51 | 1073,89 | 16,72 % - |
| 2014 | 1073,89 | 1187,38 | 10,56 % + |
| 2015 | 1187,38 | 1288,51 | 8,51 % + |
| 2016 | 1288,51 | 1293,28 | 0,37 % + |
| عائد السوق R_m | | | 0,68 % + |

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات نشاط البورصة المتوفرة على موقع بورصة الجزائر

تاريخ الاطلاع <http://www.sgbv.dz> 2019/08/17.

تم إيجاد عائد السوق للفترة (2013-2016) بجمع عوائد السوق خلال فترة الدراسة وقسمتها على 4.

3. 2. حساب عائد السوق لأسهم الشركات المدرجة R_S :

الجدول رقم (02، 03، 04 و 05) توضح تطبيق المعادلة رقم (04) لإيجاد عائد السوق للسهم

الشركات عينة البحث خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (02) : حساب عائد السوقى لأسهم الشركات المدرجة R_s خلال سنة 2013

| R_s | D_{ij} | p_0 | p_1 | السهم |
|-------|----------|-------|-------|----------|
| 0,20 | 20 | 340 | 390 | الأوراسي |
| -0,20 | 40 | 620 | 450 | صايدال |
| -0,22 | 30 | 825 | 610 | أليانس |
| 0,037 | 10 | 400 | 405 | روبية |

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2013.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن أعلى عائد سهم كان لشركة الأوراسي وأقل قيمة كانت لشركتي أليانس و صايدال ويعود ذلك إلى اختلاف أسعار الإغلاق و الافتتاح للاسهم في نشرات التداول.

الجدول رقم (03): حساب عائد السوقى لأسهم الشركات المدرجة R_s خلال سنة 2014

| R_s | D_{ij} | p_0 | p_1 | السهم |
|--------|----------|-------|-------|----------|
| 0,17 | 20 | 390 | 440 | الأوراسي |
| 0,33 | 40 | 450 | 560 | صايدال |
| 0,024 | 30 | 610 | 595 | أليانس |
| - 0,07 | 10 | 405 | 365 | روبية |

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2014.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن أعلى عائد سهم كان لشركة صايدال وأقل قيمة له كانت لشركة روبية ويرجع ذلك إلى أن سعر الإغلاق للسهم كان أقل من سعر الافتتاح.

الجدول رقم (04): حساب عائد السوقى لأسهم الشركات المدرجة R_s خلال سنة 2015.

| R_s | D_{ij} | p_0 | p_1 | السهم |
|---------|----------|-------|-------|----------|
| 0,15 | 30 | 440 | 480 | الأوراسي |
| 0,21 | 40 | 560 | 640 | صايدال |
| - 0,03 | 35 | 595 | 540 | أليانس |
| - 0,005 | 12 | 365 | 355 | روبية |

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2015.

نلاحظ في الجدول رقم (04) أن عائد السوقى للسهم كان أعلى قيمة لشركة صيدال وأقل قيمة له لشركة روية كما هو الحال في السنة السابقة.

الجدول رقم (05): حساب عائد السوقى لأسهم الشركات المدرجة R_s خلال سنة 2016

| السهم | p_1 | p_0 | D_{ij} | R_s |
|----------|-------|-------|----------|---------|
| الأوراسي | 495 | 480 | 40 | 0,11 |
| صيدال | 600 | 640 | 40 | 00 |
| أليانس | 465 | 540 | 35 | - 0,07 |
| روية | 335 | 355 | 15 | - 0,014 |

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2016.

إن أعلى عائد سوقى مسجل كان لشركة الأوراسي في حين أقل قيمة كانت لشركة اليانس وفي شركة صيدال كان عائد السهم مساويا للصفر.

3. 2. 4 حساب معامل بيتا B :

الجدول رقم (06) : حساب معامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة

| السهم | $\partial^2 R_m$ | $cov(R_s R_m)$ | B |
|----------|------------------|----------------|--------|
| الأوراسي | 153.9265 | - 22 | - 0.14 |
| صيدال | | 279.49 | 1.81 |
| أليانس | | 128.39 | 0.83 |
| روية | | - 45.67 | - 0.29 |

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على معطيات الجداول 01، 02، 03، 04 و 05.

تبين نتائج الجدول رقم (06) أن معامل بيتا كان أكبر من الواحد لسهم المجمع الصناعي صيدال هذا ما يعني أن عائد هذا السهم يكون أكثر تقلبا من عائد السوق أي أن مخاطرة سهم صيدال أكبر من مخاطرة السوق، في حين أن معامل بيتا لسهم شركة أليانس كان أقل من الواحد يعني أن عائد سهم هذه

الشركة أقل تقلبا بتأثيرات عائد السوق، أما عن معامل بيتا المؤسسة فندق الأوراسي وشركة أن سي أ روية فهو أقل من الصفر ما يدل على أن سهما هاتين الشركتين ذو علاقة عكسية مقارنة مع أداء السوق. وعليه وبما أن عائد السوق كان موجبا خلال فترة الدراسة (0,68+) أي أن اتجاه السوق ذو اتجاه صعودي فإن الاستثمار في سهم مجمع صيدال سيحقق أعلى مما يحققه مؤشر السوق كون معامل بيتا سجل قيمة أكبر من الواحد.

3. 2. 5 حساب معدل العائد المطلوب:

بعد حساب معطيات المعادلة رقم (02) المتعلقة بحساب معدل العائد المطلوب يوضح الجدول رقم (07) معدل العائد المطلوب لشركات محل الدراسة:

الجدول رقم (07): حساب معدل العائد المطلوب لأسهم الشركات المدرجة

| الشركات | الأوراسي | صايدال | أليانس | روية |
|---------|----------|----------|--------|--------|
| K | 4.18 % | 1.80 - % | 1.2 % | 4.64 % |

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الجداول السابقة.

نلاحظ أن معدل العائد المطلوب لسهم شركتي الأوراسي و روية كان أكبر من معدل العائد الخالي من المخاطرة ، أما عن معدل العائد المطلوب لشركة أليانس أقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة، في حين جاء معدل العائد المطلوب لسهم مجمع صايدال أقل من الصفر (سالب) والذي يعتبر غير منطقي لاسيما أن المجمع قد حقق أرباح خلال فترة الدراسة.

3. 2. 6 حساب القيمة الحقيقية للأسهم:

تطبيقا للمعادلة رقم (01) يمكن حساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال سنة 2016 ، والجدول رقم (08) يوضح كيفية حسابها.

يتضح من خلال تطبيق نموذج مضاعف الربحية أنه تم التوصل إلى القيمة الحقيقية لجميع أسهم الشركات عينة الدراسة والتي كانت جميعها أكبر من القيمة السوقية لهذه الأسهم (المسجلة يوم 2016/12/31) ، وهذا ما يعني أن تلك الأسهم مسعرة في البورصة بأقل مما يجب مما يعطي حافزا للمستثمرين بحيازة هذه الأسهم في بورصة الجزائر. كما يمكن للمستثمرين الذين لا يميلون إلى تحمل

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

المخاطرة استثمار أموالهم في أسهم الشركة التي كان معامل بيتا لها أقل من الواحد الصحيح وهي شركة أليانس للتأمينات لأن مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق. في حين يمكن للمستثمرين الذين يتحملون المخاطرة توظيف أموالهم في أسهم المجمع الصناعي صيدال كون معامل بيتا أكبر من الواحد.

الجدول رقم (08): حساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة الدراسة

| القيمة الحقيقية للسهم (V (دج) | القيمة الحقيقية للسهم (V (دج) | معدل العائد المطلوب (K) | ربحية السهم في السوق (E) | مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته (m) | الأسهم |
|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|--|----------|
| 495 | 950,32 | 4,18 | 55,31 | 17,9 | الأوراسي |
| 600 | 1221,72 | -1,80 | 150,91 | 7,95 | صايدال |
| 465 | 919,40 | 1,20 | 72,69 | 12,8 | أليانس |
| 335 | 640,24 | 4,64 | 15,38 | 43,56 | روية |

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على المعطيات السابقة

لكن بالنظر إلى الوضعية المالية لهذه الشركات و التحسن في صحتها المالية فإن هذا الأمر لا يعكس على الأسعار السوقية المعروضة لها هذا ما يفسر ضعف أداء و كفاءة بورصة الجزائر.

خاتمة:

تحدد القيمة الحقيقية لأي أصل مالي من خلال عملية التقييم وذلك باستعمال عدة نماذج للتقييم التي تساعد المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري المناسب، مثل نموذج مضاعف الربحية ، فالقيمة الحقيقية تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وهذا من خلال مقارنة تلك القيمة (الحقيقية) مع القيمة السوقية وقت التقييم، فإذا كانت:

- القيمة الحقيقية للسهم العادي أقل من قيمته السوقية فعندها يمكن الاستنتاج أن هذا السهم مقيم بأكثر مما يجب أن يكون عليه، وبالتالي سيكون القرار المناسب للمستثمر الذي يمتلك السهم هو بيعه؛

- أما إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم العادي أكبر من قيمته السوقية فإن ذلك يعني أن هذا السهم مقيّم بأقل مما يجب أن تكون عليه في السوق، وعليه سيكون القرار المناسب للمستثمر الذي يمتلك الورقة هو الاحتفاظ بها أما إذا كان لا يمتلكها فإنه يتخذ قرار شرائها لأن سعر السوق سيرتفع مع مرور الوقت ليصل إلى قيمتها الحقيقية وهو ما يتيح للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية.

و بالاعتماد على نموذج مضاعف الربحية تم التوصل إلى القيمة الحقيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر والتي كانت أكبر من قيمتها السوقية لحظة التقييم (2016/12/31) هذا ما يعطي حافزا للمستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم هذه الشركات وسوف يحققون مكاسب من خلال حصولهم على هذه الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها السوقية وبالتالي أثبت نموذج مضاعف الربحية قدرته على قياس القيمة الحقيقية وبالتالي يوفر معلومات ملائمة للمستثمرين تمكنهم من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

بناء على النتائج المتوصل إليها نحاول اقتراح بعض التوصيات التالية:

- ضرورة زيادة كفاءة بورصة الجزائر من خلال التركيز على الافصاح والشفافية في مختلف المعلومات المتاحة في البورصة عن طريق اصدار نشرات دورية تكون يومية ، اسبوعية، شهرية، سنوية تتضمن بالإضافة الى مختلف المعلومات الخاصة بمؤشرات البوصة، تقرير مفصل يتضمن تقييم نوعي للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات يعد من قبل متخصصين في المجال خاصة الافصاح على القيمة الحقيقية للأوراق المالية حتى يتمكن المستثمر من التعرف بدقة على كافة التعاملات المالية التي تجرى في السوق ونشر هذه المعلومات في اوقاتها المناسبة وبدون تمييز مع تطبيق آلية رقابة على المعلومات المتاحة من قبل الشركات المصدرة وضرورة انعكاسها على الاسعار المعروضة في السوق بما يضيف المزيد من المصدقية والكفاءة للسوق.

- يمكن للمستثمرين الذين يميلون إلى تحمل المخاطرة استثمار أموالهم في أسهم الشركة التي كان معامل بيتا لها أقل من الواحد الصحيح وهي شركة أليانس للتأمينات لأن مخاطرتها أقل من مخاطرة السوق، في

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

حين يمكن للمستثمرين الذين يتحملون المخاطرة توظيف أموالهم في أسهم الجمع الصناعي صيدال كون
معامل بيتا أكبر من الواحد.

الهوامش والمراجع:

¹- P. Conso & F. Hemicin, **Gestion financière de l'entreprise**, 10^{ème} édition édition, Dunod, paris, 2001, p 562.

² - سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة إساطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 57.

³ - محمد مطر وفايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان ، 2004، ص ص 18-19.

⁴ -Frédéric Teulon, **Les marchés de capitaux : Bourse- marché monétaire- marché des change- produits dérivés**, édition Seuil, Paris, 1997, p 12.

⁵ -Frédéric Teulon, Op. Cit, p 14.

⁶ - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و ادارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان الأردن، 2008، ص 84.

⁷ -Philippe Monnier et Sandrine Mahier-Lefrançois, **Les Techniques bancaires : Pratiques et Applications corrigées**, Dunod, Paris, 2008, p 244.

⁸ - هشام طلعت عبد الحكيم ، م م أنور مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، العراق، 2010،

ص ص 56-57. متوفر على الموقع الالكتروني العراقية للمجلات العلمية الأكاديمية :

<http://www.iasj.net/iasj?func=issueTOC&isId=479&uiLanguage=ar>

⁹ - هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2002، ص 129.

¹⁰ - فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 79.

¹¹ - محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أو ا ورق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عماف الأردن 2006، ص 89 .

¹² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية : مؤسسات، أو ا ورق، بورصات ، الطبعة الأولى ، دار الشروا، عمان ، الأردن، 2005 ، ص 165.

¹³ - ابراهيم يعقوب اسماعيل ، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية: دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في

سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية ، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية، السودان، 2016، ص ص 6-7. متوفر على الموقع الالكتروني العراقية

للمجلات الأكاديمية العلمية <https://www.iasj.net/iasj?func=search&uiLanguage=ar>

¹⁴ - هشام طلعت عبد الحكيم، م م أنور مصطفى، مرجع ييق ذكره، ص 58.

¹⁵ - كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة

في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والعراقية، المجلد 09 الاصدار 29، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص 195، متوفر على الموقع الالكتروني العراقية للمجلات العلمية الأكاديمية :

<http://www.iasj.net/iasj?func=issueTOC&isId=479&uiLanguage=ar>

- 16- هواري السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007، ص ص 114-115.
- 17- ابراهيم يعقوب اسماعيل ، هلال يوسف صالح، مرجع سبق ذكره، ص 13.
- 18 حسنين راغب طلب، أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة : دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخامس والأربعون، كلية الادارة والاقتصاد، 2015، ص 388.
- متوفر على الموقع الالكتروني العراقية للمجلات الأكاديمية العلمية
<https://www.iasj.net/iasj?func=search&uiLanguage=ar>
- 19- ابراهيم يعقوب اسماعيل ، هلال يوسف صالح ، مرجع سبق ذكره، ص 14.
- 20- هشام طلعت عبد الحكيم ، م م أنور مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 61.
- 21- كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، مرجع سبق ذكره، ص 203.
- 22- نفس المرجع السابق، ص 212.
- 23- نفس المرجع السابق، ص 213.
- 24- نفس المرجع السابق، ص 58.
- 25- هواري السويسي، مرجع سبق ذكره، ص 111 .
- 26- محمود محمد الداغر ، مرجع سبق ذكره ، ص 143.

27 http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28 , Consulté le

20/08/2019

28 http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26 Consulté le

20/08/2019

²⁹ Commission d'organisation et de surveillance des opération de bourse(COSOB), **Rapport Annuel**, Alger, 2010, p 35.

³⁰ NCA Rouiba spa, **Notice d'information**,Alger, 2013, p 10.

³¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=29 Consulté le 20/08/2019

قائمة المراجع:

- الكتب:

- محمد مطر وفايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان ، 2004.

- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و ادارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان الأردن، 2008.

- فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.

- محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة :أسهم -سندات -أو ا ورق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان الأردن 2006.

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية : مؤسسات، أو ا ورق، بورصات ، الطبعة الأولى ، دار الشبرو، عمان ، الأردن، 2005 .

- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2002.

-P. Conso& F. Hemicin, **Gestion financière de l'entreprise**, 10 éme édition édition, Dunod, paris, 2001.

-Frédéric Teulon, **Les marchés de capitaux : Bourse- marché monétaire- marché des change- produits dérivés**, édition Seuil, Paris, 1997.

- Philippe Monnier et Sandrine Mahier-Lefrançois, **Les Techniques bancaires : Pratiques et Applications corrigées**, Dunod, Paris, 2008.

دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري - دراسة
تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-

- الرسائل والأطروحات الجامعية:

- سمير عبد الدائم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق
المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات
الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010.

- المقالات:

- ابراهيم يعقوب اسماعيل ، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة
الحقيقية للأسهم العادية: دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق
الخرطوم للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية ، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية
الدراسات التجارية، السودان، 2016.

- هشام طلعت عبد الحكيم، م م أنور مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم
(نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق
للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، العراق، 2010.

- كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم
العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة
في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والعراقية، المجلد 09 الاصدار 29، جامعة
الكوفة، العراق، 2013.

- حسنين راغب طلب، أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة
العادلة : دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية،
مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخامس والأربعون، كلية الادارة والاقتصاد، 2015.

- هواري السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007.

- التقارير:

التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2013.

التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2014.

التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2015.

التقرير السنوي لنشاط البورصة لسنة 2016.

-Commission d'organisation et de surveillance des opération de bourse(COSOB), **Rapport Annuel**, Alger, 2010

-NCA Rouiba spa, **Notice d'information**,Alger, 2013

- المواقع الإلكترونية:

- الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>

http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26

http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28

http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=29