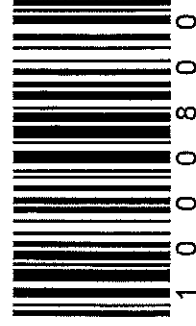


كلية الاعمال والاقتصاد

# الأسواق المالية والنقدية

مع تحيات مكتبة الطالب 2019



الاسواق الماليه والتقديه







الصفحة	الموضوع
	النظام المالي
	انواع الاسواق المالية
1	مفومات انشاء الاسواق المالية
21	الادوات المالية في الاسواق المالية وآليات عمل هذه الاسواق
39	التحليل الاساسي والفني للادوات المالية
67	كفاءة الاسواق المالية
112	مؤسسات وشركات الاستثمار المالي
145	
178	

## النظام المالي والبيئة المالية للأسواق المالية

البحث الأول: مكونات النظام المالي (البيئة المالية)

وظائفه

البحث الثاني: نشأة الأسواق المالية

## المقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسولنا محمد على آله وصحبه

ومن آله وأئمة القديين إلى يوم الدين، وبعد،،،

أدى التطور في الإنتاج الصناعي وظهور الإنتاج الواسع والاكتشافات الجغرافية إلى الحاجة لتمويل المشاريع الجديدة، مما دعا الأمر إلى قيام مؤسسات تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية، ونتيجة للتطور الحاصل في شكل المشاريع واتجاه نحو تأسيس الشركات المساهمة بعدد كبير نتيجة التحول نحو اقتصاد الإنتاج الواسع وتنوع القطاعات الاقتصادية نشأت الحاجة إلى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية المصدرة من هذه الشركات إضافة إلى تطور الفوائض المالية، والسماح للشركات بإصدار أنواع جديدة من الأوراق المالية مثل السندات أو التعامل مع الشقوق المالية، كل ذلك جعل من إنشاء وتطوير الأسواق المالية أمراً ضرورياً لتداول مجموعة كبيرة من الأدوات المالية لغرض إتاحة الفرصة إلى المتعاملين والمستثمرين بمختلف اتجاهاتهم.

ان توسع الأنشطة والقطاعات والأعمال والظروف الاقتصادية والمالية أدى إلى ضرورة إنشاء الأسواق المالية للحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بعبء وشراء في هذه الأسواق لأهداف مختلفة، من أهمها المساهمة في تمويل المشاريع وتوفير السيولة لها، حيث يتم تداول مجموعة من الأدوات المالية ذات صفات وفترة وأحجام مختلفة، إضافة إلى أنها قد تعرض عن التمويل المصرفي في حالة ارتفاع كلفته أو أحجام المصارف عن منح القروض إلى المشاريع التي لديها عجز مالي، وعليه فإنه سيتم في هذا الكتاب تناول مقدمة عن الأسواق المالية والنظام المالي وتناول الكتاب في الفصل الأول النظام المالي والبيئة المالية للأسواق المالية وتضمن بحثين الأول حول مكونات النظام المالي ووظائفه.

## الفصل الأول

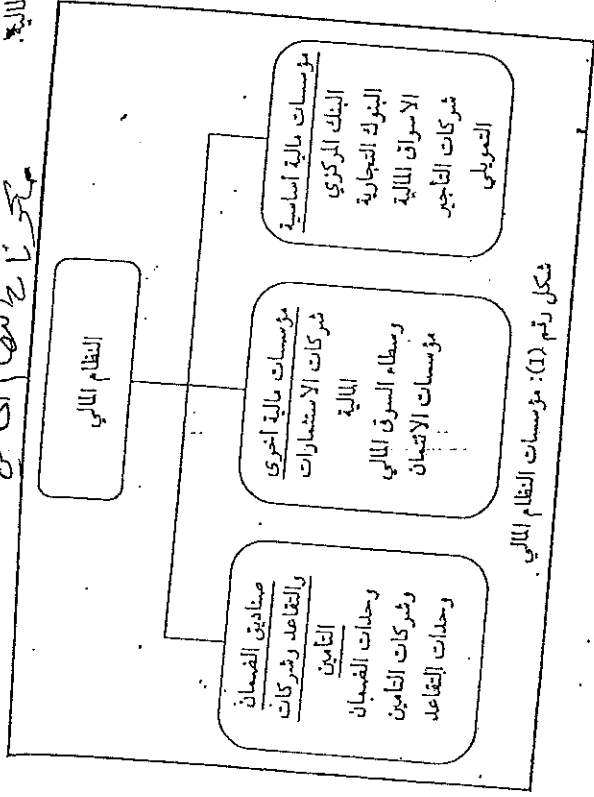
### النظام المالي والبنية الأساسية للاسواق المالية

#### المبحث الأول

مكونات النظام المالي عبارة عن وحدات ومؤسسات مالية تشكل القطاع المالي في الاقتصاد وهي أساسية مهم من الهيكل الاقتصادي العام للدولة، يساهم في تسير التعاملات المالية وتحويل المشاريع والأنشطة المختلفة في هذا الاقتصاد، والقطاع المالي هو المسئول عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة الى قطاعات العجز فهو يساهم في توفير رأس المال بهدف زيادة الاستثمارات والإنتاجية، وللنظام المالي تأثير كبير على النشاط الاقتصادي وعلى النمو وعلى تكوين القطاعات الاقتصادية وتنوعها، ويهتم النظام المالي بإجمالي الادخارات واستثمارها في مختلف القطاعات، لذلك يلعب دور أساسي في جذب الفوائض المالية من وحدات الفائض مهما كان طبيعة هذه الوحدات وتوفير التمويل إلى الوحدات التي تعاني من العجز، ولذلك كان مصدر أساسي لمنح الائتمان لجميع القطاعات الاقتصادية، وبالتالي التأثير على الاستثمارات وجمعها ونوعها في أي بلد، ويمكن ذلك على الاقتصاد من خلال خلق فرص عمل جديدة وطاقات إنتاجية جديدة تؤثر على الإنتاج القومي، ومن ثم على الدخل القومي وعلى الدخل الفردي، وتعتمد ميكانيكية عمل النظام المالي على طبيعة تدفق الأموال، فلدنيا وحدات فائض قومي ووحدات عجز قومي، ويمكن تصدير النظام المالي بكشف الميزانية فهناك الموجودات والمطلوبات وتنوع موجودات النظام المالي حسب نوع الوحدات الاقتصادية فالوحدات الإنتاجية تتكون موجوداتها من الأبنية والمكافئ والمعدات والبضاعة في المخزن أما القطاع الاستهلاكي فإن موجوداته تتكون من سلع استهلاكية معمرة أو المدخرات بشكل تقود وإن المصدر

الوحيد لتراكم موجودات النظام المالي هو مقدار الادخار في الدخل نتيجة تخصيص الاستهلاك والنفقات، والشكل رقم (1) يبين مكونات النظام المالي والمؤسسات المالية.

### مكونات النظام المالي



شكل رقم (1): مؤسسات النظام المالي

مكونات النظام المالي (البيئة المالية) يتكون النظام المالي من مجموعة من المؤسسات المالية الأساسية وأهمها وزارة المالية والبنك المركزي والبنوك التجارية والأسواق المالية وشركات الاستثمار التمويلي، (المجموعة الثانية) المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى كشركات الاستثمار المالية ومؤسسات الائتمان من غير البنوك، والوسطاء الماليين، (المجموعة الثالثة) التي هي عبارة عن مؤسسات ذات رصيد مالي كبير ومؤثر على النظام المالي كصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي وشركات التأمين وتعرض طبيعة هذه المؤسسات كما يلي:

1. وزارة المالية تقوم وزارة المالية بإدارة مالية الدولة وتنفيذ أهدافها من خلال السياسة المالية للدولة في إطار حماية الإيرادات السيادية وغيرها وفقاً للقانون، والإنفاق على أوجه



## 2. البنك المركزي

يعد البنك المركزي مؤسسة نقدية ومن أهدافه الأساسية:

أ. إصدار العملة والرقابة على المؤسسات المالية وأهمها الجهاز المصرفي وبعض المؤسسات المالية، كما يقوم بإفراض الدورة أحياناً والبنوك الأخرى، وقد يدخل بأبواب لسنديات الحكومة في الأسواق المالية.

ب. القيام بعملة إصدار العملات والخطط على قيمتها وهي إحدى الخلفيات ذات الأثر الكبير على النظام الاقتصادي، إضافة إلى كونه عمل سيادي لأن قبول العملة من المتعاملين يعني سيادة الدولة واستقرارها ومناخ الاقتصاد والنظام المالي.

ج. يؤثر البنك المركزي على البنوك الأخرى من خلال إصداره التعليمات والتي عادة

تكون ملزمة وخاصة ما يتعلق بتحديد حجم الاحتياطيات القانونية وسعر الخصم على الأوراق المالية الذي يقدم للبنوك التجارية، والمهم في عمل البنك المركزي هو طبيعة السياسات النقدية التي يعتمدها ومدى اختياره للسياسات النقدية السلمية وخاصة ما يتعلق بإصدار العملة ومدى توفر القطع لها (النظام الذهبي، عملات أجنبية)، لأن إصدار وحدات نقدية جديدة بدون غطاء يعني ارتفاع الأسعار بسبب ارتفاع حجم الكتلة النقدية مقارنة بالإنتاج المحلي أو الاستيراد، وهذه السياسة إذا لم يحسن تقديرها فقد تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وبالتالي التأثير على الاستقرار المالي في ذلك البلد.

وتؤثر البنك المركزي على الأسواق المالية باعتباره الجهة الحكومية المسؤولة على صياغة وإدارة السياسة النقدية للدولة بهدف تحقيق الاستقرار النقدي من خلال التدخل الاقتصادي، ويستخدم البنك المركزي أدوات متعددة لتحقيق أهدافه من خلال دخولها إلى السوق المالي من خلال عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operation) وبيع وشراء الأوراق المالية الحكومية كسندات الحكومة والتأثير على حجم النقد المتداول في السوق، أو من خلال التأثير على سعر الفائدة بهدف التأثير على تكلفة

## القرض وبالتالي كافة التمويل بالقرض بما يؤدي إلى ارتفاعه جميع الإفراض المصرفي أو تخفيضه.

### 3. البنوك التجارية

تعد البنوك من الوحدات الاقتصادية المهمة وتشكل ركيزة أساسية لأي نظام مالي، إذ تعد إحدى أهم مؤسسات انتقال الأموال بين وحدات القطاع، ووحدات العجز في اقتصاد البلد، كما أن البنوك تعد إحدى أدوات الاستثمار لبعض المستثمرين من خلال حصولهم على الفوائد نتيجة لإيداع أموالهم في هذه البنوك بوثائق ثابتة أو ودائع التوفير، وتلعب البنوك التجارية دور مهم في تطوير وتوجيه الاستثمارات، وتستخدم البنك المركزي سياساته النقدية لتوجيه أنشطة البنوك التجارية بما يتخدم التطور والنمو.

النظام المصرفي. الكفاء يساعد على جلب الاستثمارات بصورة عامة والاستثمارات المالية بصورة خاصة لذا فإن تأثير الجهاز المصرفي على النظام المالي كبير وشامل.

4. وحدات الضمان الاجتماعي والتقاعد وشركات التأمين تهدف وحدات التعاقد والضمان الاجتماعي إلى تحقيق الأمن الاقتصادي للأفراد والمؤسسات ويعتمد الضمان على خطة تسمى خطة دفع بينما تعمل وتعتمد مصادر دخلها على مساهمات العاملين الحاليين وتمويل المستفيدين الحاليين لها، إذ تحصل وحدات الضمان الاجتماعي على تدفقات نقدية تجارية وعمولات عالية شهرها ناتجة عن مساهمة الوحدات والأفراد العاملين في دفع نسبة من الرواتب والأجور بصيغة توفقات تقاعدية أو الضمان، وهي تحرك هذه المدخرات وتوجهها نحو المجالات الاستثمارية المتعددة سواء من خلال استثمارها في الأوراق المالية فيما وشراء في السوق المالي أو من خلال إنشاء المشاريع الجديدة أو المساهمة في تمويلها مما يؤدي في توسيع السوق المالي الأولي وزيادة تراكم رأس المال الثابت في ذلك البلد، ولذلك تقوم وحدات الضمان باستثمار الأموال الجمعة لديها بشكل أمثل في أدوات سرية السيولة لمواجهة التزاماتها تجاه المشاركين في الضمان وتستثمر الجزء الباقى.

فروض قصيرة الاجل وفي اسهم الشركات او في تسليم فوائد دورية، للحصول على السيولة النقدية والغائد لمواجهة الالتزامات الخالية والسيولة، ولتعب هذه الوحدات دوراً كبيراً في تشييط الاستثمارات المالية وغير

المالية. هناك اسواق اخرى مؤثرة على الاقتصاد والنظام المالي لارتفاع قيمة الأصول

المالية التي يتم تداولها فيها كاسواق التأمين، اذ يلعب التأمين دوره كأحد اهم مصادر تجميع الاموال وأحد اهم مصادر تمويل الاستثمارات في العالم، وأصبحت المؤسسات التأمينية ضمن مجموعة الشركات الأعلى ثروة في العالم (Fortune 500)، وهناك بعض الشركات التأمين التي بدأت بالاندماج مع المؤسسات المصرفية وشكلت وحدات جديدة تم تسميتها بالتأمين للحصر في (Banc assurance)...

تمت أسواق التأمين في العالم الى 4.3 ترليون دولار. ليصل الدخل من أقساط التأمين في العالم أكبر من أسواق التأمين العالمية اذ بلغ الدخل من

تعمل الدول التقدمية الجزء الأكبر من اسواق التأمين الشمالية 1346 مليار دولار

أقساط التأمين في اوربا 1753 مليار دولار، وكان الدخل من أقساط التأمين في أربع بلدان أكثر من وفي اسيا 933 مليار دولار، ومستوى المعام، فعلى سبيل المثال تمثل شركات التأمين في نصف الأقساط على مستوى العالم، وحدها 40% من دخل أقساط التأمين في العالم، وهي نسبة الولايات المتحدة واليابان وحدها 7% فيما تمثل الاسواق الناشئة التي أعلى بكثير من حصتها من سكان العالم البالغة 10% من الدخل من أقساط التأمين، وتشكل

حصتها 85% من سكان العالم ما نسبته 10% من الدخل من أقساط التأمين، وتشكل تأمينات الحياة أو التأمينات الشخصية (Personal Lines) نحو 60% من حجم أقساط التأمين في العالم.

5. مؤسسات الوساطة المالية وشركات الاستثمار المالي شهد القرن الماضي نمواً كبيراً في المؤسسات المالية غير المصرفية وهي شركات الوساطة المالية التي تمارس نشاطها في السوق من خلال قبول الودائع الادخارية والتعامل في الاسواق المالية، والهدف الأساسي من تأسيس هذه الشركات هو التجارة

تساهم في تحقيق العوائد الجارية أو الراسمالية، وعادة تقوم شركات الاستثمار المالية بإنشاء صناديق استثمارية متنوعة تهدف إلى خدمة المستثمر حسب طبيعة عمله كالمستثمر وروغبته، فإذا كان المستثمر محافظاً أو رشيدياً أو مستثمراً مضارباً تحقق له خلال

الشركات الرغبة من استثماراته، وفي الوقت نفسه توفر له عشاء الاختيار من خلال استخدام الخبرة المتمكنين من عمليات التنبؤ الذين يستطيعون اتخاذ قرارات الشراء والبيع للأوراق المالية في الوقت المناسب والبلغ المناسب.

6. مؤسسات الاستثمار التنويعي هو التمويل بطريقة الاستثمار الطويل الأجل أو قصير الأجل حسب طبيعة العقد المبرم مع الشركة، إذ تحتاج بعض الشركات إلى استثمار بعض آلات والمعدات لفترة قصيرة وبالتالي لا توجد جدوى اقتصادية بأن تقوم بشراء هذه المعدات لتعرض استخدامها مرة واحدة فقط، كالأرفعة العملاقة عند بناء برج يتكون من مئة طابق.

ان الجدوى الاقتصادية عند استخدام بعض الأجهزة ذات التكنولوجيا المتطورة والتي تتغير باستمرار كأجهزة الحاسوب تجعل استثمارها افضل من شرائها وهذا هو دور شركات الاستثمار التمويلي.

اهمية ووظائف النظام المالي تأتي أهمية النظام المالي من خلال تحقيق الاستقرار المالي وتجنب حدوث الأزمات المالية والمواءمة بين مختلف القطاعات الاقتصادية والقطاع المالي والعمل على تحسين الأوضاع المالية وبناء القدرات المؤسسية للموارد البشرية والارتقاء بمستوى الخدمات المالية المقدمة لتشجيع الاستثمار وتحقيق الرفاه الاقتصادي، ويمكن تحديد

وظائف النظام المالي بما يلي: 1. تكوين وحاء للفوائض المالية وتحقيق الموازنة بين وحدات الفوائض ووحدات العجز.

2. تنمية الادخارات في الاقتصاد الوطني.

3. توفير السيولة بأنواعها وأشكالها المختلفة إلى مختلف القطاعات الاقتصادية.

المبحث الثاني

نشأة الأسواق المالية

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والبنائيات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع.

وتشير الوقائع إلى أن الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه.

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت المعاملات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء والتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بالوص التامين، ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم بورز بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية.

تم إنشاء أول سوق مالي في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 ثم إلى باريس وأل أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق محدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية، حيث الاستثمار الكبير في شراء الأسهم والشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية، وعلى أثر ذلك ارتفعت القيمة الإجمالية للسوق المالي في باريس

النظام المالي والبنية المالية للأسواق المالية

من 4 مليارات فريك فرنسي عام 1850 إلى 35 مليار فريك عام 1880 ثم احتلت البورصة في لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق. تعتمد الأسواق المالية الآن مقياسا للنظور الاقتصادي ومرة تعكس التوسع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة.

مفهوم وطبيعة الأسواق المالية

والنامية كونها ضرورية لجميع الأفراد وحشد الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن تجسث المقترضون عن مقرضين مناسبين، وتدخل مساهمة البنوك في السوق المالي كمساعد في عمليات التمويل والاستثمار من خلال العمل كوسيط في السوق أو مستثمرين، وتقوم المصارف في توفير التمويل على شكل قروض ودين المقارنات لهذا الغرض.

إن شركات التامين وصناديق الاستثمار المشتركة تلعب دورا في تنشيط السوق المالي أيضا، ويمكن للشركة شراء أسهم الشركة الأخرى، أو أن تبيع أسهما بهدف الحصول على مصادر الأموال أو يمكنهم شراء أسهمها الموجودة في السوق، وتعامل في الأسواق المالية مجموعة كبيرة من المقترضين والمقرضين، وهم من الأشخاص الفرديين أو الشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومية والسلطات المحلية الأخرى مثل البلديات.

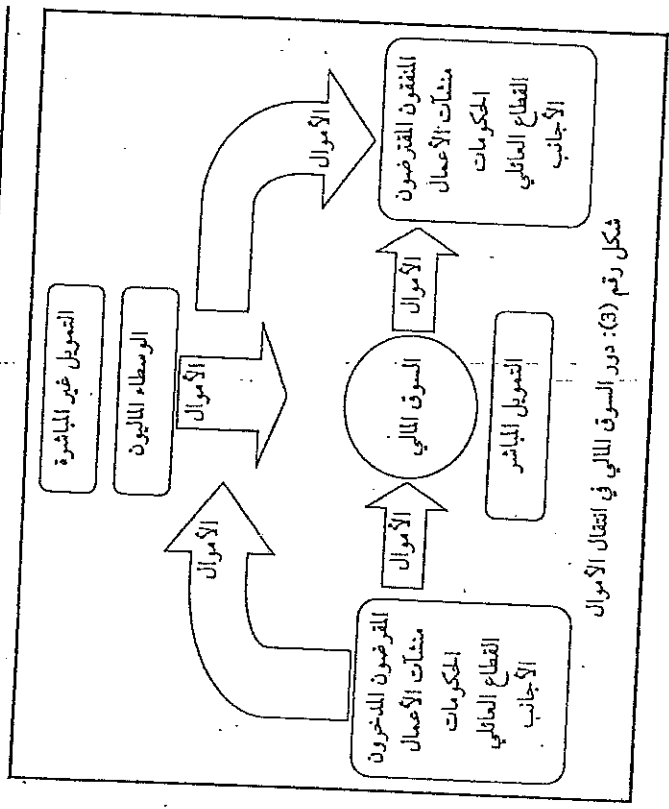
وتتفاعل الأفراد والقطاع المالي بصورة عامة على المصغر أو الطويل الأجل بقروض، الرهن العقاري من البنوك لشراء المقارنات، الشركات الخاصة تأخذ القروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل لتوسع في الأعمال التجارية أو لتحسين البنية التحتية لأعضائها، وتقوم المؤسسات العامة مثل شركات السكك الحديدية والخدمات البريدية لاقتراض من السوق المالية لجميع المال المطلوب، والحكومة تقترض أيضا من السوق المالية لسد الفجوة بين الإيرادات والنفقات، وكذلك تعمل السلطات المحلية مثل البلديات تقوم بالاقتراض أحيانا.

السوق المالي عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو لزيادة،  
تماما مثل أي نظام آخر، ويحقق السوق الأهداف إذا استخدم في خلق مشاريع ذات  
جدوى اقتصادية مرتفعة، ويمكن أن يكون ضارا للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو  
لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم ذات الأسعار غير العادية،  
والسوق المالي الكفء يساهم فيه التعاملون بمختلف شرائحهم وأهدافهم وهم الأفراد  
والستثمرين والوسطاء والشركات والحكومات الذين يساهمون في السوق كل لتحقيق  
مصالحه، ويتم تداول الأوراق المالية من خلال بيعا وشراء بين مختلف القطاعات  
الاقتصادية وغيرها في المجتمع بهدف تعبئة للدخلات وتميئتها وتوجيهها نحو القنوات  
الاستثمارية المختلفة.

**الأهمية الأسواق المالية**

يساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى  
وتحسين إدارة الأموال الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الرابحة التي تحقق أعلى عائد  
وذلك من خلال إعطاء قيمة مضافة، والسوق المالي أهمية أخرى كونه يساهم بتفاعلية في تمويل  
نحو 10% من الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى  
الاقتصاد القومي.

والشكل رقم (3) يبين دور السوق المالي وأهميته في تحويل الأموال بين  
القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت  
والأفراد والحكومات وتغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفائض النقدي  
لها.



شكل رقم (3): دور السوق المالي في انتقال الأموال

**الأسواق المالية Financial Markets**

هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق  
المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال  
بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز،  
وهذا معناه أن السوق المالي موجود أيضا وسيلة التبادل بين البائع والمشتري  
بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع والشراء باللزاق المباشر، بواسطة الهاتف، الإنترنت  
أو الفاكس... الخ، والمهام الأساسية للأسواق المالية هي تسجيل الشركات وقبول  
أسهمها والتجارة بها ببيع وشراء وتسوية الصفقات، والسوق المالي إطار يجمع بين  
بائع ومشتري الأوراق المالية بوسائل متعددة شرطها الأساسي أن تكون فعالة، بحيث  
تؤدي في نهاية الأمر إلى أن تتساوى أسعار الورقة الواحدة في أية لحظة زمنية في  
السوق المالي مع قيمتها الحقيقية، ويقصد بذلك أن تتساوى أسعار الأوراق المالية في



5. إيجاد مساهمة الشركات في توفير السيولة المالية والإدارة  
6. إيجاد مساهمة الشركات في توفير السيولة المالية والإدارة

3. تنوع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول.

4. سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيسر وشراء من مستثمر إلى آخر) والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بالجزء تنفيذ الصفقات.

5. الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لتقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتخليق الأسعار

6. التكامل مع البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات والجزء الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.

وظائف الأسواق المالية

ان الوظيفة الاقتصادية بصورة عامة لسوق رأس المال هي في تسهيل السيولة

رأس المال بين المجهزين والمستخدمين وهناك وظائف أخرى يمكن أن نعرضها كما يلي:

1. المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والجزء الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة، مما يقلل من درجة المخاطر.

2. توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والاستثمار.

5. توفير بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليين المقادرون على عميات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالشرائح والأخبار أولا.

6. إيجاد مساهمة الشركات في توفير السيولة المالية والإدارة بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي.

خصائص السوق المالي الجيد

لكي يطلق على سوق الأوراق المالية بأنه من الأسواق الجيدة، ينبغي أن تتوفر فيه بعض الخصائص لان التعامل في السوق المالي لا يعتمد على تداول السلع الحقيقية

الملموسة لان المستثمر في السوق يشتري ويبيع الأوراق المالية على أساس البيانات

ودقة تحويلها الى معلومات أي إن كفاءة السوق المالي تكمن في مدى إمكانية المتعاملين

في السوق من الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها (Timely) وبدقة تامة (Accurate)، وكذلك توفر السيولة اللائمه

للسوق أي القدرة على بيع وشراء الأصول بسهولة وسهولة (Marketability) أي

صلاحية الأسهم للعرض في السوق، ويسمى إيجاد ومعرفة (Known Prices)، وعدم السماح في تغير كبير وقطاعي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توفرت

معلومات جديدة مهمة وجوهريه، وأن يتسم السوق المالي بالعمق من خلال وجود عدد كبير من الباعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو

تقل عن سعر السوق الجاري، إضافة الى الحفاظ تكلفتها تنفيذ العقود فكما كانت

التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة

الصفقة المعاملة (Percentage of Value of Trade)، وتسمى الكفاءة الداخلية

ويفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسهولة وفقاً للمعلومات الجديدة

(الخارجية) وفيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول المالية وعلى ضوء العرض

في أعلاه نستطيع تحديد الخصائص التي يجب أن تتوفر في السوق المالي كما يلي:

1. شفافية وعلاية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة

للأوراق المالية من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية والمنشورة

عنها ودقة وحقيقة هذه المعلومات.

17

18

3. المسؤولية عن نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة الى قطاعات العجز والموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز من خلال تسهيل مهمة الدخول الى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات، وتحولها الى وحدات العجز بهدف المساهمة في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادية وزيادة الاستثمار ثم الإنتاج والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة والارتقاء بالوحدات ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة.
4. المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي الى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.
5. جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، مستفيدين بذلك من مفرات مظاهر العولمة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات.
6. سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجحة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتحفيز التمويل قصير الأجل.
7. توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير الجدية اقتصادياً، من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتعرض ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلا.

### أسئلة الفصل الأول

- السؤال الأول: وضح دور السوق المالي في انتقال الأموال داخل الاقتصاد؟
- السؤال الثاني: كيف تطورت الأسواق المالية؟
- السؤال الثالث: للأسواق المالية دور فعال في تحقيق النمو في مختلف القطاعات الاقتصادية، وضح ذلك الدور انطلاقاً من وظائف هذه الأسواق؟
- السؤال الرابع: وضح عناصر نجاح السوق المالي؟
- السؤال الخامس: لماذا يكون دور المؤسسات المالية أساسياً في النظام المالي كوحدات الضمان والتأمين؟
- السؤال السادس: ما هو المقصود بتخليق الأسعار في السوق المالي، وكيف يؤثر ذلك على أسعار الأسهم في هذا السوق وعلى أرباح المستثمرين؟

الفصل الثاني

## أنواع الأسواق المالية

المبحت الأول: أنواع الأسواق المالية  
المبحت الثاني

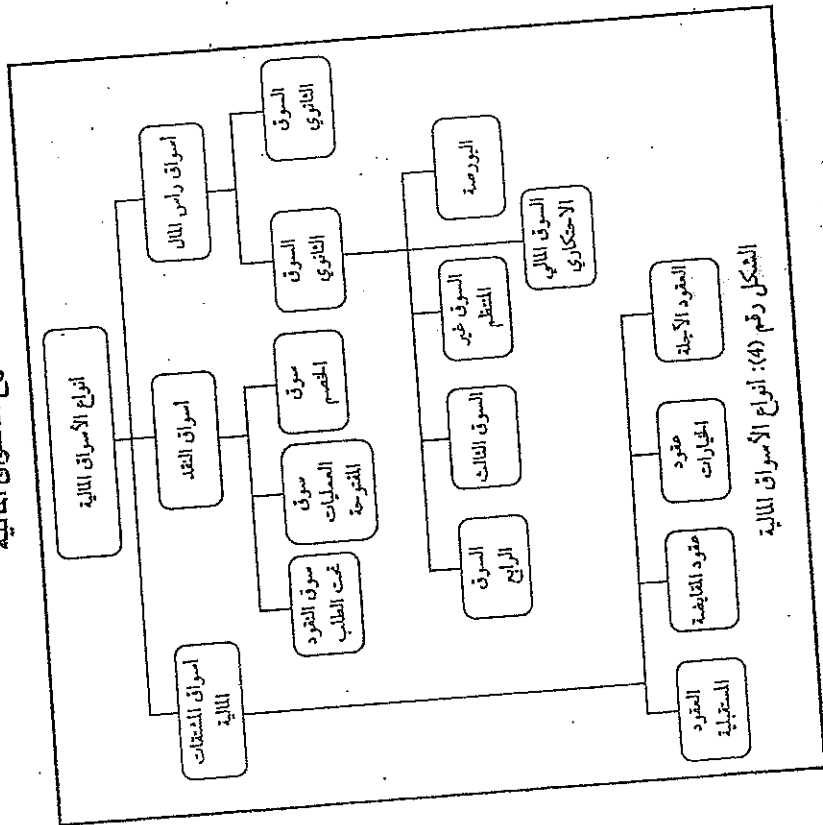
21

20



## الفصل الثاني أنواع الأسواق المالية وسوق عمارة المال

### المبحث الأول أنواع الأسواق المالية



الشكل رقم (4): أنواع الأسواق المالية

الأسواق

الأسواق بصورة عامة تنقسم إلى نوعين:

1. أسواق الأصول الحقيقية: وهي أسواق السلع الأساسية كالذهب والبتروول والحديد والعقارات ... الخ.

2. أسواق الأصول المالية: وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية والتحوط.

أولاً: أسواق الأصول الحقيقية

والتي تتكون من أسواق السلع الأساسية التي يسهل تداولها، ونشاطات أسواق

السلع الأساسية عام 1848، وهي الأسواق التي يتم فيها تبادل المواد الخام والمنتجات

الأولية ويتم شراء وبيع هذه المواد في عقود موحدة.

تعتبر أسواق السلع الأساسية من أهم الأسواق في العالم، فعلى سبيل المثال يتم

يوميًا تداول النفط والغاز الطبيعي بقيمة تبلغ حوالي 2 مليار دولار في بورصة البترول

الدولية في لندن، أما حجم التبادل الذي يتم في سوق لندن لتداول المعادن فيقدر بنحو

2 تريليون دولار سنويًا، وتعد تجارة السلع الأساسية من أقدم أشكال التجارة العالمية.

ومؤشر أسعار السلع الأساسية هو ثابت ماندان أو متوسط (الموزون) للسلع

الأساسية المخفارة، وهي مصممة لتكون بمثابة لفة وأسمه من السلع أو لفة فرعية

معينة من السلع، مثل الطاقة والمعادن والمعادن الثمينة والزراعة والحبوب والشرورة

الحيوانية.

إن الاستثمار في السلع الأساسية يعتبر من الاستثمارات الناجحة والتي تحقق

الأرباح والسيولة العالية، وذلك لاستمرار حاجته جميع دول العالم إلى هذه السلعة

ولكون بعض من هذه السلع نادرة ومحدودة الإنتاج.

ثانياً: أسواق الأصول المالية

وهي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الحكومات أو

الشركات ويكون سوق الأصول المالية من سوقين أولهما سوق رأس المال والثاني

سوق النقد.

1. أسواق رأس المال: وهي التي توفر أدوات طويلة الأجل.

2. أسواق النقد: والتي توفر أدوات قصيرة الأجل.

3. أسواق المشتقات المالية: والتي تتداول الأوراق المالية (طريقة) الأجل

1. أسواق رأس المال: هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها

أ. توفر تمويل طويل الأمد

ب. توفر تمويل طويل الأمد

ج. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

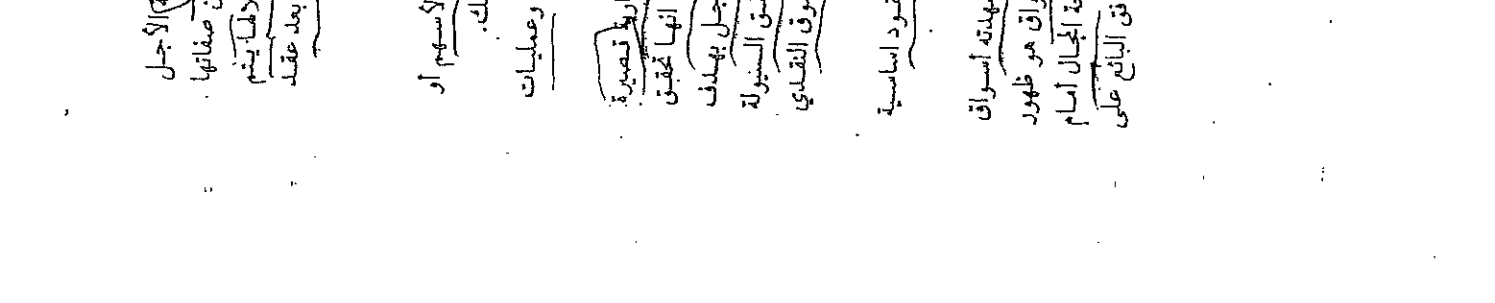
د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

د. توفر تمويل طويل الأمد

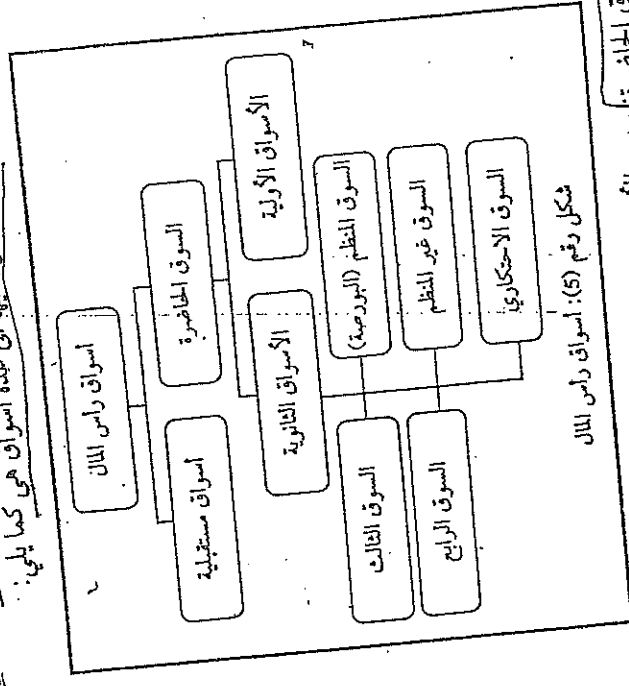
د. توفر تمويل طويل الأمد



العدد الاجل بغض النظر عن سعر السلفة يوم التسليم، وأصبح بالإمكان تداول العقود الاجلة وانتقالها من مستثمر إلى آخرى في البورصات العالمية وذلك بعد أن أصبح لهذه العقود أسعار تدرج يوميا وتارجح وفقا للتغيرات في سعر السلفة المرتبطة بالعمد.

**أسواق رأس المال**

تتكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية ويمكن تحديدها أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي:



شكل رقم (5): أسواق رأس المال

- **السوق الحاضرة:** وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأشهر والسندات ويتم خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إنقاص الصنفه ودفع قيمة المقدمه أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات.

- **السوق المستقبلية:** وهي أسواق العقود الاجلة التي تتعامل بالأشهر والسندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

**أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدارات) (Primary Market)**

هو ذلك السوق الذي تتعامل بالإصدارات الأولية أو الجاهزة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً، ولذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية للتداول في هذا السوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو زيادة رأس المال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسيع المشاريع القائمة حالياً، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية، أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء، وتلعب بنوك الاستثمار دوراً كبيراً كوسيط وأحياناً كعميل للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر، إذ يمكن أن تطرح هذه الإصدارات للاكتتاب العام أو الخاص مما يغطي فرصة لجميع الأفراد والمؤسسات التي لديها فائض في المشاركة في توفير الأموال، وهو بذلك أداة مهمة لتجميع المدخرات وتوجيه استخدامها، وتأتي أهمية الإصدارات الأولية من مساهمتها في زيادة تكوين رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي.

**ويهدف السوق** إلى تسهيل مهمة الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع حديثة التأسيس وهو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي.

مثال:  
تم تأسيس شركة لإنتاج الإسمنت بكلفة 20 مليون دينار ويمتلك المؤسسون مبلغ 6 ملايين دينار، وقد استعان المؤسسون بإحدى الجهات التمويلية المصرفية في الأسواق المالية وهي دائرة الضمان الاجتماعي كشريك مؤسس، ولغرض الحصول



استقرارها ونمو أعمالها وأرباحها ودرجة قوتها الائتمانية ستؤثر على تكلفة التمويل إضافة إلى التأثير على سعر الورقة المالية عند إصدارها.

أنواع الأسواق الثانوية:

يتكون السوق الثانوي من أربعة أسواق وهي سوق يتكون من المساهمين العاملين بالسوق المنظمة، وسوق آخر يتكون من المساهمين غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية، وسوق ثالث يتكون من بيوت السمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق، وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد المساهمة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، وطالما أن السوق مستمر ودائم يتطلب قيامه بالمساهمة في تحقيق السعر العادل (Fair Price) للأوراق المالية على التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر وإتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر بهدف توفير السيولة والمساعدة على إتمام المعاملات عند أقل تكلفة.

أنواع السوق الثانوي:

1. السوق المنظم (البورصة).
2. السوق غير المنظم.
3. السوق الثالث.
4. السوق الرابع.
5. السوق الاحتكاري.

1. السوق المنظم (البورصة) stock exchange :  
الأسواق المنظمة أو البورصة: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي، ويدير عمليات تمييز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط

هذا السوق التعامل في الأوراق المالية المسجلة لديه، وتتم عمليات التداول في هذا السوق بطريقة الزيادة العلية.

وتقوم (البورصة) بإدراج الشركات أو أسهم الشركات لديها، وهناك معايير وشروط محددة يتطلب استيفاؤها ومصاريف رسوم تسجيل يتعين تسديدها، وبعد ذلك يسمح بتداول الأوراق المالية في البورصة بيما وشراء، ولكن عمليات الإدراج في البورصة تخضع لشروط تحددها طبيعة الشركات التي يسمح بتداول أسهمها في البورصة، وتختلف هذه الشروط حسب طبيعة البلد من حيث حجم الاقتصاد، عدد الشركات، عدد السكان والمستثمرين وتاريخ السوق... الخ من الخصائص الاقتصادية العامة، وكذلك بالنسبة للشركات من حيث الأرباح وحجم الأصول وعدد الأسهم وعدد المساهمين.

وتعتبر عمليات التداول في هذا السوق (الوساطة) العاملون به، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من (الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة، وتشابه الأسواق المالية بالمهام التي تنفذها ولكنها تختلف من حيث (حجمها) و(تكاليف إدارتها) و(طبيعتها) والأوراق المالية المتداولة فيها (شروط الإدراج، إذ تختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن حوزة إلى أخرى، وعلى العموم تهتم بعض الشروط بموضوع تأسيس الشركات وكونه يلي بنود قانون الشركات، وأن يدفع مبلغ محدد من رأسمال الشركة أو أن لا يقل عن مبلغ معين، وأن تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين، إضافة إلى شروط أخرى هدفها حماية المستثمر وسمة السوق وعمليات التداول، وفيما يلي شروط الإدراج في سوق عمان المالي في الأردن ونينوبرك في الولايات المتحدة الأمريكية:

شروط الإدراج في بورصة عمان  
وتهدف أكثر البورصات في العالم من هذه الشروط إلى التأكيد على سلامة عملية التداول بالأوراق المالية وحماية المستثمرين، ومن خلال شروط عمليات التسجيل والتداول والضوابط المحددة التي تؤكد على إصدار البيانات والمعلومات من قبل الشركات في أوقاتها المحددة، ومطابقة الشركات بتطبيق مبدأ الشفافية والملائية لها

- أن لا يقل ربح الشركة عن 5 مليون دولار للسنة الحالية و 2 مليون دولار للسنتين السابقتين.
- أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 5 مليون \$.
- أن لا تقل القيمة الاسمية لأصول الشركة عن 18 مليون \$.
- أن يمتلك الجمهور حصة في رأسمال لا تقل عن 15 مليون \$.
- أن لا يقل عدد المستثمرين عن 2000 شخص مساهم، وأن يمتلك كل واحد منهم 100 سهم على الأقل.

وإن سبب الاختلاف في الشروط الخاصة بالإدراج في بورصة عمان عنها في بورصة نيويورك تأتي بسبب اختلاف الاقتصاد وحجمه وحجم الأموال المستثمرة وعدد الشركات والقطاعات المكونة للاقتصاد والأهمية النسبية لكل قطاع وحجم الفوائد المالية وعدد السكان وعدد المستثمرين.

## 2. السوق غير المنظمة (الموازي):

يستخدم هذا الاصطلاح على العاملا التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، وتكون طريقة التداول بواسطة بيوت السمسة من خلال استخدام شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

السوق غير المنظم أو الموازي هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير مستوفية لشروط الإدراج في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذه السوق ويقوم بهمة التداول الوسطاء الماليون أو البنوك وشركات الاستثمارات المالية، ويلعب الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية العالية والسرعة الكبيرة، لأن جميع الصفقات تتم بسرعة من خلال استخدام وسائل الاتصال المتأخرة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، حيث يتم استخدام شبكة الاتصالات السريعة التي تربط بين الوسطاء والمستثمرين، مما يعني أن عمليات التداول تتم بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور مصدري الورقة المالية ويتم تحديد سعر التداول من خلال عمليات التفاوض التي تتم بين المتعاملين في السوق.

وضمن البنود والشروط الخاصة بقانون الشركات وإمكانيتها على تحقيق الأرباح وتوزيع أوراقها في السوق المالي، وفيما يلي نموذجان من نماذج شروط الإدراج للبلدين هما المملكة الأردنية الهاشمية والولايات المتحدة الأمريكية:

تلاحظ أن شروط الإدراج في بورصة عمان هي:

- أن يغطي عام على إدراج الشركة في السوق الثاني.
- أن تبدأ الشركة ممارسة نشاطها الفعلي.
- أن لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم بالشركة.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في السنة التي تسبق الإدراج عن 100 % من رأسمال المدفوع.
- أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن 20 % من أيام التداول الكلي في السوق، وأن يكون خلال الفترة نفسها قد تم التداول في (10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.
- أن تقدم الشركة حساب ميزانية الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات النقدية.
- أن تحقق الشركة الربح قبل الضريبة لستين متتاليين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة.

• أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن عدد الأسهم المكتتب بها عن:

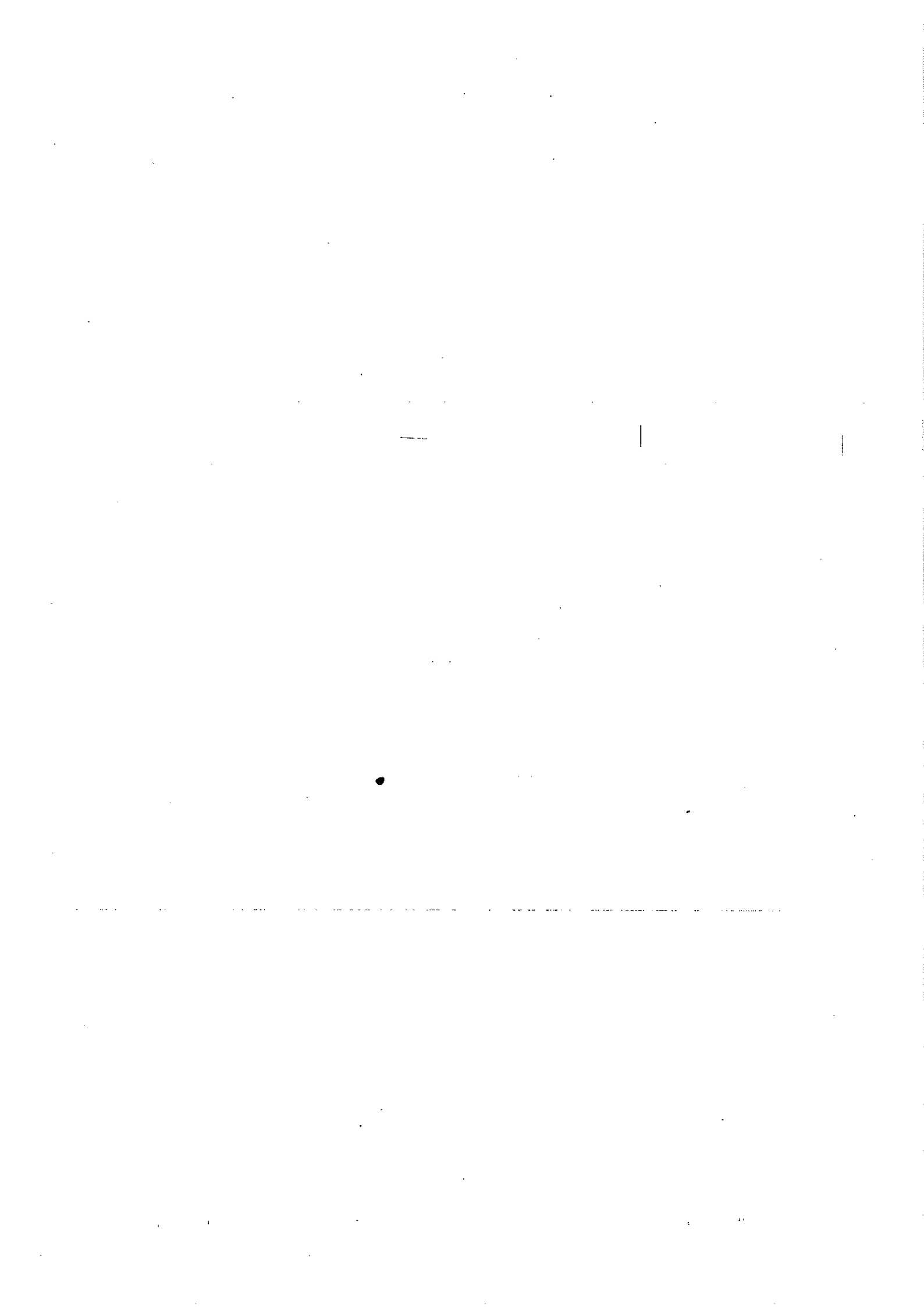
- 5 % إذا كان رأس مالها (50) مليون دينار.
- 10% إذا كان رأس مالها اقل من (50) مليون دينار.

شروط الإدراج في بورصة نيويورك (New York Stock Exchange)

- تعد بورصة نيويورك (NYSE) للأسهم من أهم وأكبر بورصات الأوراق المالية في العالم حيث يتم التعامل من خلالها بنحو نسبة 85 % من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية الأمريكية، وعدد الشركات المسجلة لديها (10) آلاف شركة أمريكية وأوروبية، وشروط الإدراج هي:

- أن لا يقل رأس مال الشركة عن (100) مليون دولار.







يعتبر الهيكل التنظيمي في سوق رأس المال حسب طبيعة السوق المالي من حيث الحجم والانتعاش والمصدر ولكن عموماً أكثر الأسواق المالية تهدف إلى فصل الجانب التشريعي والرقابي عن الجانب التنفيذي، وهذا ما أخذ به أيضاً المشرع في الأردن، إذ يتكون سوق رأس المال في المملكة الأردنية الهاشمية كما هو معروف بالشكل رقم (6) من ثلاث مؤسسات مستقلة عن بعضها هي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان (سوق الأوراق المالية) ومركز إيداع الأوراق المالية والهدف الأساسي من عملية الفصل هو إعطاء قوة للجانب التشريعي والرقابي وكما يلي:

### 1. هيئة الأوراق المالية

التي من واجباتها الأساسية مراقبة عمليات التداول في السوق المالية والتأكد من دقة المعلومات والبيانات المنشورة من قبل المتعاملين في السوق من شركات ومؤسسات الوساطة ومؤسسات البحث الأخرى، ومدى صحة عمليات الإقصاص والتزام الشركات بمبدأ الشفافية في عرض الأكتيطة، وتطبيق الآليات المناسبة في عمليات التداول ومتابعة الصفقات الوهمية أو البنية على معلومات غير دقيقة أو غير حقيقية.

### 2. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)

تتكون من ثلاثة أسواق فرعية هي:  
1. السوق الثانوي أو السوق الأول  
هو السوق الذي يتم فيه التداول للشركات الأردنية ويتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة وهذه الشروط كما يلي:

- شروط الإدراج في بورصة عمان هي:
1. أن يضمن عام على إدراج الشركة في السوق المرادي.
2. أن تبدأ الشركة ممارسة نشاطها الفعلي.
3. أن لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم بالشركة.

4. أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في السنة التي تسبق الإدراج عن 100 % من رأسمال المدفوع.
5. أن لا يقل عدد أيام التداول عن 20 % من أيام التداول الكلي في السوق.
6. أن تقدم الشركة حساب ميزانية الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات النقدية
7. أن تحقق الشركة الربح قبل الضريبة للستين الأخيرتين من الثلاث سنوات الأخيرة.
8. أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة عن 5 % من أسهم الشركة

### ب. السوق الثاني

هو ذلك الجزء من بورصة عمان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج أقل شدة من شروط الإدراج في السوق الأول، وأهمها أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50 % من رأس المال المدفوع، وأن يكون قد مضى على منح الشركة رخصة الشروع في العمل سنة واحدة.

### ج. السوق الثالث

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات الأردنية غير المدرجة في بورصة عمان.

ويتشكل الهيكل التنظيمي في بورصة عمان من العديد من الوحدات المبنية في الشكل رقم (6) إذ تتكون البورصة من الهيئة العامة التي تتكون من خمسة أعضاء يمثلون جهات متعددة ذات أهداف مرتبطة بالسوق المالي منها الحكومة ويمثلون عن هيئة الوسطاء الماليين والمستثمرين أو جمعيات حماية المستثمر وبعض الأكاديميين والخبراء وتتخب الهيئة من يمثلها في مجلس إدارة السوق.

يتكون مجلس إدارة السوق من كافة القطاعات الاقتصادية المساهمة فيه بأنواعها وكذلك الجهات الحكومية وغير الحكومية ذات العلاقة في السوق.  
ومجلس الإدارة الصلاحيات في تطبيق التعليمات والتشريعات الخاصة بعمل البورصة.

3. السوق الثالث:

يمكن تداول الأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة أي في السوق المنظمة داخل السوق الموزي مطلقين على هذه الحالة اسم السوق الثالث إذ يسمح في هذا السوق بتداول الأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة، ولعب الوسيط دوراً كبيراً في تنفيذ الصفقات خارج البورصة في هذا السوق الذي أهم أسباب تشكيله هو لغرض الحجاز عمليات التداول بسرعة كبيرة، وفي الوقت نفسه يمنع هذا السوق المتعاملين إمكانية التفاوض على نسبة العمولة التي يحصل عليها الوسيط أو السمسار.

إضافة إلى أن طبيعة التعامل في هذا السوق تكون مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية والإمكانات الكبيرة مما يجعل طلب المشورة عند اتخاذ قرار البيع أو الشراء في حدود أضيقه جداً في هذا السوق أي أن من يتعامل بهذا السوق لا يحتاج إلى الوسيط.

4. السوق الرابع:

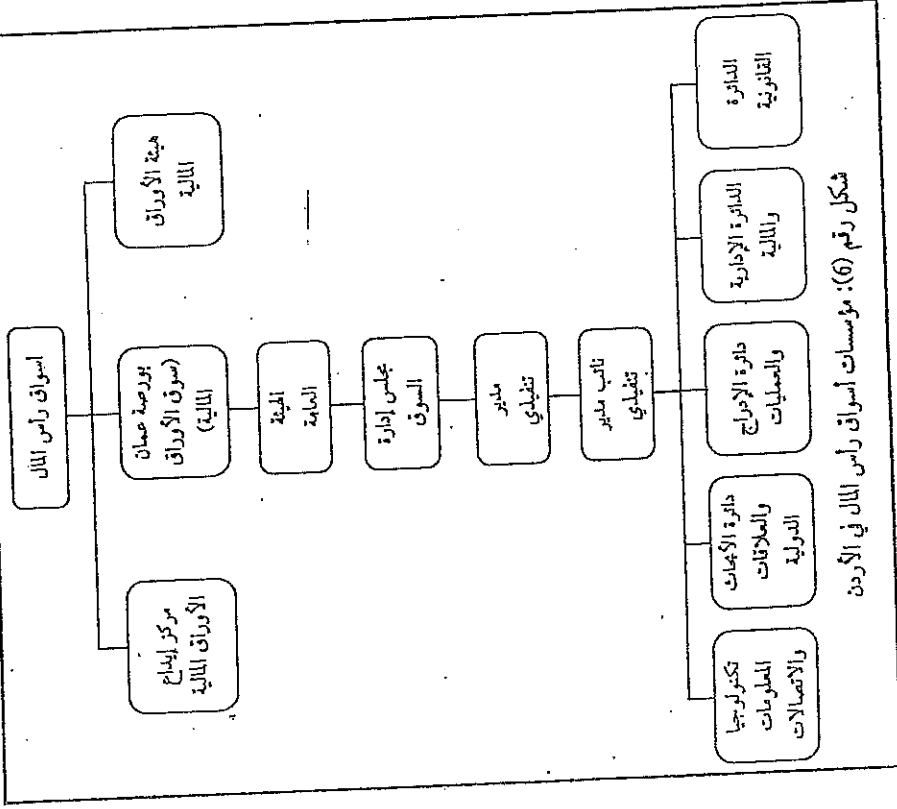
وهو السوق الذي يسمح بتداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة بين جهتين وعادة تكون بين مؤسستين ماليتين مباشرة بين المالك والمستثمر دون تدخل الوسيط أو السمسار ويطبق على هذه العملية تسمية السوق الرابعة.

وأهم أسباب نشوء السوق الرابع يعود إلى معرفة المستثمرين بعضهم البعض مثل البنك العربي ووحدة الضمان الاجتماعي والثانية لغرض تنفيذ الصفقة بين المالك والمشتري دون دفع عمولة للوسيط لأنه ليس له دور مما يخفض من تكلفة عملية التداول.

5. الأسواق المالية الاحتكارية:

هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تخضع الجهة المصدرة بسمر تداولها، إذ تخضع تلك الجهات عملية الإصدار، وتسعير الأداة المصدرة، كأصداوات السندات من قبل الحكومة بسمر فائدة 3.5% إذا تخضع الحكومة عملية الإصدار وتسعير فائدة السندات.

المبحث الثاني  
سوق عمان المالي



شكل رقم (6): مؤسسات أسواق رأس المال في الأردن

يتخيب المجلس مديرا تنفيذيا للسوق وهو المسؤول عن تنفيذ الحفظ والتعليمات الخاصة بالبورصة ويرتبط بمجلس الإدارة مدقق الحسابات الخارجي الذي يتولى مهمة التدقيق الشكلي والجوهري لحسابات البورصة وسلامة العمليات المالية منها وكذلك يساهم في تقييم كفاءة البورصة.

ويرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي وهو مسؤول عن تقديم الاستشارة القانونية لمجلس الإدارة عن كل ما يتعلق من مشاكل والتي تظهر جراء عمليات تداول الأوراق المالية في السوق المالي.

أما المدير التنفيذي فهو المسؤول عن تطبيق جميع قرارات وخطط البورصة ويتخيب المدير التنفيذي نائبا له أو أكثر من نائب حسب حجم السوق وطبيعة الأحمال والأنشطة.

والتائب يقوم بمساعدة المدير التنفيذي بإدارة الدوائر المتخصصة المسؤولة عن تنفيذ أنشطة البورصة والتي ترتبط بنائب المدير الفني أو نائب المدير التنفيذي للشؤون الفنية، ويرتبط بالمدير التنفيذي قسم التدقيق الداخلي الذي يكون مسؤولا عن تدقيق كافة الأنشطة الحاسبية والمالية للبورصة من الناحية المشكلية، وكذلك يقوم بقياس كفاءة أداء العاملين بالسوق وله صلاحية الاطلاع على كافة القرارات والتعليمات، وطرق تنفيذها من قبل القائمين في السوق.

هناك عدد من الإدارات في البورصة ومنها:

1. الدائرة القانونية: وهي الدائرة المسؤولة عن متابعة تنفيذ القوانين الخاصة بالنشطة السوق من حيث تطبيقها من قبل العاملين في السوق أو العاملين مع السوق.
2. الدائرة الإدارية والمالية: وهي مسؤولة عن تنفيذ كل الأنشطة الخاصة بإدارة السوق والعاملين والخدمات المقدمة إليه.

ويمكن في بعض الأسواق أن تكون علاقة الدائرة القانونية والإدارية والمالية بنائب المدير التنفيذي للشؤون القانونية والإدارية.

64

### 3. الدوائر التنفيذية الأخرى الفنية: والتي مهمتها تنفيذ ومتابعة وتوفير مستلزمات

التداول في البورصة والتي ترتبط بنائب المدير الفني أو بنائب المدير التنفيذي للشؤون الفنية وعلى الأغلب تتكون الإدارات من الأنواع التالية:

- أ. دائرة الإدراج والعمليات ومهمتها إصدار تعليمات الإدراج في البورصة والشروط اللازمة لتطبيق الإدراج والتأكد من مدى استيفاء الشركات المتقدمة للإدراج من قبل كامل هذه الشروط، وكذلك تقوم بمتابعة مدى الالتزام بشروط الإدراج نفسها بهدف تطويرها بما يتلاءم مع تطورات الاقتصاديات والمالية الحاصلة في السوق.

- ب. دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية وهي مسؤولة عن إعداد البحوث الخاصة بالسوق والشركات المدرجة فيه، وللأبحاث دور كبير في اقتراح الضوابط القادرة على ضبط عمليات التداول وتحقيق التطور في أنشطة السوق بما يلائم التطورات الحاصلة بالبيئة المحيطة كما أنها مسؤولة عن رفع شأن السوق والحفاظة على سمعته من خلال تحريك السوق بوسائل ومقترحات عند انخفاض حجم التداول في حالة الركود وتنشيط دور صناعو الأسواق وخاصة شركات الاستثمارات المالية وتهم أيضا بالعلاقات الدولية أي العلاقة مع الأسواق المالية الأخرى بهدف زيادة حركة التداول من حيث عدده الأدوات المالية وأنواعها وجالاتها.

65

## الفصل الثالث

### مقومات إنشاء الأسواق المالية وآليات عمل هذه الأسواق

#### المبحث الأول

##### مقومات إنشاء الأسواق المالية

يتطلب إنشاء السوق المالي توفر عناصر أساسية في اقتصاد البلد والبيئة المالية التشريعية، وأن يوفر النظام القانوني والقضائي الأساس القوي الذي يعمل في ظله السوق المالي من خلال استخدام خطوط استرشادية عامة لأداء السوق لعمله، ولكن أن تقسم هذه العناصر إلى مجموعتين، الأولى تتعلق بالبنية التحتية والتشريعية اللازمة للسوق المالي، والثانية ترتبط بالخصائص التي يجب أن تتوفر بالسوق المالي نفسه ونعرضها كما يلي:

المجموعة الأولى: مجموعة البنية التحتية والمؤسسة والتشريعية للسوق المالي تسمى أيضا بالخصائص المؤسسة والتي تشير إلى التقديم في تطبيق القواعد القانونية والإدارية والإنصاح وتدقيق المعلومات والشفافية وكالكاليف المعاملات في السوق المالي.

لغرض استكمال متطلب عمل السوق المالي يتطلب توفر ما يلي:

1. إجراءات تحرير السوق والعمل وفق منهجية آلية السوق الحرة وتنافسية الأسواق ومحاولة التغلب على الاختلالات المالية والاقتصادية سواء في اختلال ميزان المدفوعات أو عجز الموازنة العامة للدولة أو تخفيض معدلات ارتفاع التضخم والبطالة وتحقيق الاستقرار النقدي، وأن يكون للحكومة دوراً في معالجة الممارسات الاحتكارية التي تتحكم بالأسعار ومعالجة مشكلة الآثار الخارجية للشركات أو التكاليف الاجتماعية وتحقيق العدالة في توزيع الدخل، وتحرير

9. إصدار نظام التقاضي وتسوية المعاملات لكافة العقود وتحديد آليات نقل ملكية الأوراق المالية المباعة.
  10. تطوير مؤسسات التدقيق والمراجعة التي تلعب دورا أساسيا في تحقيق الشفافية والدقة والإفصاح المالي والالتزام بمعايير المحاسبة.
- المجموعة الثالثة، مجموعة خصائص السوق**
- إن العناصر التي تتحدد لتقييم السوق المالي ومدى تطبيقه للشروط والمعايير يمكن تقسيمها إلى ثلاثة عناصر وهي:
- أولاً: الخصائص الخاصة بمجموع السوق والتي يمكن قياسها من خلال ما يلي:**
- نسبة رأس مال السوق ويقوم من خلال قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، أي قدرة الأسواق المالية على حشد المدخرات لتوجيهها إلى الشركات المدرجة في السوق والتي تستثمر من رده.
- نسبة رأس مال السوق المالي =  $\frac{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}{\text{قيمة الأوراق المالية المدرجة}}$
- عدد الشركات المدرجة لأن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى اتساع السوق ويمكن ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.
- ثانياً: مؤشرات السيولة وأهمها:** عمق السوق ويقصد به أن تكون حركة التعاملات فيها نشطة وأن أوامر البيع والشراء مستمرة، واتساع السوق من خلال معاجلة الاختلافات في الكمية المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة، وسرعة استجابة السوق وهي قدرة السوق على علاج الفجوة بين العرض والطلب، ويمكن القائلين على الأسواق المالية تحقيق السيولة من خلال التوسع في طرح الأسهم للاكتتاب العام وتسجيل الأوراق المالية في السوق، مما يساهم في توفير البيانات والمعلومات عن التغيرات التي تحصل على القيمة السوقية لهذه الأوراق، وتحقق القيمة الاسمية للأسهم لجذب كافة المستثمرين من مختلف شرائح المجتمع للاستثمار في السوق المالي.

1. أهداف البورصة ومستوى عال من الكفاءة والعدالة وفق المعايير الدولية.
2. إصدار النظام الداخلي للبورصة وتشكيل الهيئة العامة للسوق المالي وإدارة السوق ونظام ترخيص الوسطاء والتجار.
3. إصدار تعليمات تنظيم إدراج الأوراق المالية وشروط الإدراج بما يتناسب مع طبيعة الاقتصاد والنظام المالي.
4. إصدار تعليمات تداول الأوراق المالية في البورصة وتنظيم المشاركة الأجنبية والتأكد على استخدام نظام التداول الإلكتروني والتداول عن بعد، وتوفير الشروط والسلامة وحماية مصالح المشاركين في السوق في هذا النوع من التداولات، وإصدار معايير السلوك المهني للمشاركين في السوق المالي.
5. تحديد طبيعة الإفصاح للبيانات والمعلومات عن الأوراق المالية وطرق نشرها، لأن المعلومات والبيانات ودقتها ونوعها وكمياتها تعد أحد أهم مقاييس كفاءة السوق وشفافيته، إضافة إلى تقرير مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطر المصاحبة، والعمل على تنويع استخدام طرق ووسائل نشر المعلومات والبيانات عن الشركات والسوق المالي والقطاعات ومؤسسات الاقتصاد الكلي وأهمها الانترنت والنشرات اليومية والأسبوعية والشهرية ومن خلال المراتب الخلفية والرسائل القصيرة، وإصدار دليل الشركات المساهمة في السوق، وعبر وسائل الإعلام المختلفة وأهمها التلفزيون والمحطات الفضائية المتخصصة.
6. إصدار نظام يجدد آليات حل النزاعات بين أعضاء السوق المالي وخاصة الوسطاء الماليين والعملاء من المستثمرين.
7. إصدار نظم حماية مستثمري صناديق الاستثمار.
8. التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في البورصة وفق معايير تتسجم مع المعايير الدولية.

**سادسا:** مؤشرات اندماج السوق وتسمير الأصول، ويقصد بها مدى اندماج السوق المالي الوطني مع الأسواق المالية في الدول الأخرى وتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير المخاطر عبر الحدود والتي تقاس بملاحة المستثمر نتيجة تحمله المخاطر.

أما الخصائص المرتبطة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية فتعني القدرة على الحفاظ على استقرار العوائد على الأصول المالية وهي مدى كفاءة السوق في تسعير المخاطر.

وأهم مؤشرات قياس سيولة السوق المالي هي:  
- نسبة حجم التداول في السوق المالي والتي تعكس مستوى السيولة في الاقتصاد القومي:

قيمة الأوراق المالية المتداولة  
=  $\frac{\text{نسبة حجم التداول في السوق المالي}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$

معدل الدوران  
=  $\frac{\text{نسبة حجم التداول في السوق المالي}}{\text{قيمة تعاملات في السوق المالي}}$

قيمة رأس مال السوق

وتكتمل النسب المذكورة الواحدة الأخرى لتحليل قدرة السوق المالي على توفير السيولة

**ثالثا:** مؤشرات مركز السوق وهو المؤشر الذي يبين مدى سيطرة عدد محدود من الشركات على السوق وإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تؤثر سلبا على السوق ويمكن قياسها كما يلي:

نسب أكبر عشر شركات  
=  $\frac{\text{درجة مركز السوق المالي}}{\text{قيمة رأس مال السوق}}$

**رابعا:** مؤشرات عدم الاستقرار ودرجة التذبذب في عوائد السوق المالي التي تعكس عدم استقرار السوق، ويمكن قياسها باستخدام الانحراف المعياري للعوائد الشهرية في الأسواق المالية.

**خامسا:** مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية للسوق المالي وأهمها قواعد الإفصاح والمعلومات عن الشركات والوسطاء الماليين من خلال تقييم مدى قيام الشركات بنشر المعلومات والبيانات عن الأسعار والأرباح وتطبيقها للمعايير المحاسبية، وجود قوانين فاعلة لحماية المستثمرين وفعالية لجنة الرقابة في البورصة ونظام المقاصة وتسوية العمليات، وقبود إعادة تحويل التوزيعات والأرباح والقبود على تحويلات رأس المال إلى الخارج ونسبة مساهمة الأجانب في الاستثمار في السوق المالي.

المبحث الثاني

آليات عمل الأسواق المالية

آلية عمل البورصة

إن أغلب المستثمرين الأفراد هم ليس أعضاء مشاركين في السوق المالي، ولذلك فإنهم يستخدمون الوسطاء للتعامل مع الأسهم المالية، وإن أهم عنصر في عمل البورصات هو البيانات والمعلومات ولذلك تهدف إدارة البورصات على ربط جميع البورصات بشبكة اتصالات قوية وتسهيلات تشغيلية بهدف زيادة الكفاءة التشغيلية للبورصات وتوفير أكبر كم من المعلومات للوسطاء والتجار والمستثمرين، فعلى سبيل المثال فإن الولايات المتحدة الأمريكية قامت بإصدار الشريط المجمع (Tape Consolidated) لتسجيل جميع المبادلات التي تحدث في جميع الأسواق الأمريكية، باستخدام البيانات المتاحة في ناسداك وفي (السوق الرابع) باستخدام نظام (Instinet) وتم استخدام جداول أسعار الأسهم المجموعة ( Composite Stock Price Table) وكذلك (نظام البورصات) إن تشر جميع الأسعار وفق نظام (Consolidated Quotation System) (تقليل الجهد بالبحث عن أفضل الأسعار، وكذلك العمل بنظام (ITS) (Intermarket Trading System)، وهو نظام إلكتروني يربط بين جميع البورصات الأمريكية وتجار السوق الموازي بصورة يسمح للوسطاء والتجار والمستثمرين بالاتصال والتفاعل وتظهر بيانات هذا النظام لجميع المتعاملين أسعار الشراء والبيع المحددة بواسطة صناع السوق ويسمح هذا النظام للمساهمة أن يوجهوا أوامرهم إلكترونياً إلى مكان أفضل الأسعار.

إن استخدام بيوت المقاصة (Clearing House) (والمشارك عدد من بيوت الوساطة والبنوك والمؤسسات المالية فيها، سوف يؤدي إلى أن تكون هذه البيوت عمراً لجميع عمليات الأعضاء حيث بيت المقاصة في نهاية كل يوم عمليات الأعضاء وتحديد صافي النتائج لكل عضو ويتلقى كل عضو قائمة بصافي الأوراق المالية الواجب تسليمها أو استلامها إضافة إلى صافي النقدية التي تدفع أو تُحصيل، وكذلك فإن التسوية تتم مع جهة واحدة بدلاً من عدد كبير من الأطراف، وكذلك الهدف هو

معلومات

معلومات إنشاء الأسواق المالية وثبات عمل هذه الأسواق

إقامة نظام مركزي للمقاصة لإلغاء حركة وثائق الأسهم بل وربما إلغاء الوثائق ذاتها، وكذلك استخدام الحاسبات الآلية المتصلة ببعضها البعض لتسجيل التحويلات النقدية والحاصة بالتوزيعات بدلاً من كتابة الشيكات، لتكامل عمليات التداول (مواجهة) موضوع عاجز التسليم من قبل الوسطاء لوثائق الأوراق المالية (يتم) إنشاء شركة حماية المستثمرين في الأسواق المالية (Securities Investor Protection Corporation) باعتبارها (جهازاً شبه حكومي) يؤمن حسابات العملاء لدى الوسطاء ضد مخاطر فشل الوسطاء ويتم تنظيمه تكافؤ التأمين بواسطة المساهمة وأعضاء البورصات عن طريق أقساط التأمين.

أن قيمة الممولات محددة في أغلب البورصات بموجب التشريعات التي تنظم عمل البورصة، وفي أمريكا تم إلغاء التشريعات المحددة لعمليات التداول، وهذا أدى إلى ترك قيمة الممولة بين المتنافسين.

وسع انتشار التجارة الإلكترونية عبر الإنترنت أصبح من السهل الاتصال بشركات الوساطة منذ عام 1992، (ويتم) إرسال أوامر البيع والشراء من خلال الحاسب الآلي والحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار وتبني الحسابات في كل الأوقات مقابل كلفة منخفضة إذ تخففت عمولة الوسطاء من 130 \$ إلى 15-20 \$ في السوق الأمريكي (نتيجة) استخدام التداول الإلكتروني في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية والشكل رقم (8) بين طيمة تدفق معلومات أوامر السوق.

تقصد بأوامر السوق المالي (التوكيل) الذي يمنح من قبل المشتري إلى أحد الوسطاء لبيع وشراء الأوراق المالية وعادة يعطى هذا التوكيل نافذة جلسة الجلسة في البورصة أو حسب الاتفاق بين المستثمر والوسيط.

### وسطاء الأوراق المالية

يلعب نظام الأوراق المالية دوراً فاعلاً في السوق المالي، والوسطاء على أنواع منهم وسطاء الخدمة الكاملة (Full Service Brokers) الذين يقدمون مجموعة متنوعة من الخدمات وأهمها خدمة الاستشارات وتزويد المستثمرين بالمعلومات التواترة عن الأوراق المالية ولجانها السوق ويقوم الوسطاء بإدارة حسابات العملاء، والترويج الآخر من الوسطاء هم وسطاء الخصم (Discount Brokers) وهو الوسيط الذي يقدم خدمات محدودة ويقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مقابل عمولة محددة، وتوسّع دور وسطاء الخصم بعد التوسع في استخدام الإنترنت في عمليات التداول.

### البيع على المكشوف

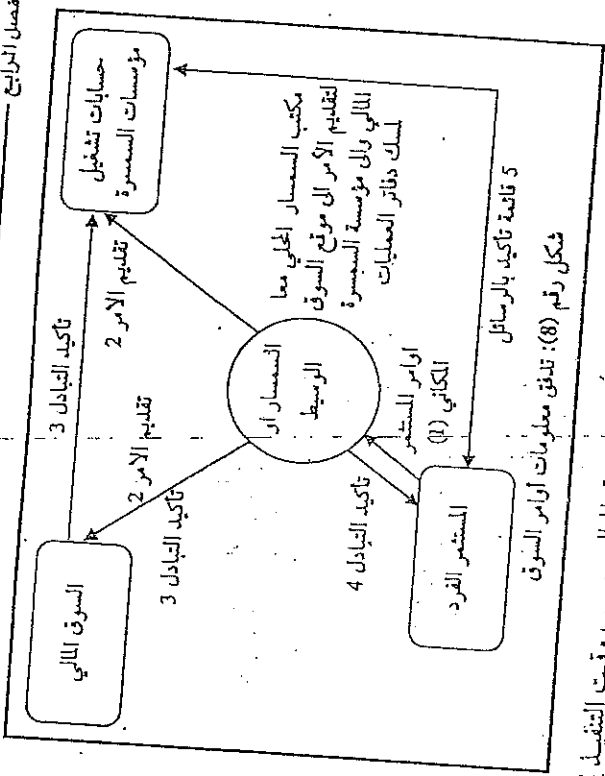
يقوم المستثمر بطريقة البيع على المكشوف ببيع الورقة المالية في البداية ثم بعد ذلك يقوم بشرائها، على أساس البيع بسعر مرتفع والشراء بسعر منخفض، ويتم عملية البيع عن طريق اقتراض وشاق (الكوبون) الأسهم واستخدامها في الرحلة الأولى من التعامل ثم سداد القرض من الرقائق في الرحلة التالية من التعامل.

### أنواع الأوامر

يمكن للمستثمر من طلب تنفيذ أمر الشراء أو البيع على أساس أفضل سعر سائد في البورصة أو على أساس السعر الذي يجده، ولذلك يمكن تقسيم الأوامر الصادرة من المستثمر إلى الوسيط استناداً إلى حدود ومدى الأسعار إلى أوامر السوق والأوامر المحددة.

### أوامر السوق (Market Order)

وهي أكثر أنواع الأوامر استخداماً إذ أن المستثمر يطلب التنفيذ عند أفضل الأسعار السائدة في البورصة، وإن الأساس في هذا النوع من أوامر البيع والشراء هو



يمكن تصنيف عمليات التداول في السوق المالي حسب وقت التنفيذ إلى عمليات آجلة وعمليات عاجلة:

### العمليات الآجلة

وهي تلك العمليات التي تتم بصفتها مباشرة بين البائع والمشتري إلا أن تصفية الصفقة يؤجل إلى موعد قادم، ويتم تعاقب عليها من قبل المتعاملين في الأسواق المالية إلا أن تنفيذ هذه الصفقات يؤجل إلى مواعيد مستقبلية 3-6 أشهر قادمة ومن الأمثلة على هذه الأوراق المالية أدوات المشتقات المالية والتي تشمل العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المقايضة.

### العمليات العاجلة

هي تلك العمليات التي يتم إبرام صفقاتها وتنفيذ هذه الصفقات بشكل مباشر ويستلم البائع ثمن الأوراق المالية وتنفذ ملكية الأوراق المالية إلى المشتري فوراً.



التنفيذ بأكثر سرعة ممكنة، ويشير الوسيط المستثمر بالسعر ويتلقى تأكيد منه بتنفيذ الأمر.

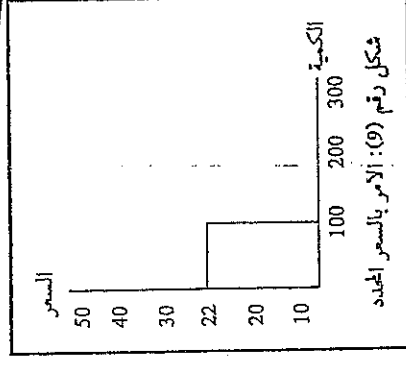
1- الأوامر المحددة (Limit Order)

ان الأوامر المحددة تعالج عيب عدم معرفة السعر من قبل المستثمر لأنه سوف يضع سعرا معينا لتنفيذ الصفقة ويلتزم بها الوسيط عند التنفيذ، وهذا النوع من الأوامر تضع حدود للمخاطر المتوقع مواجعتها من قبل المستثمر.

وهناك أشكال أخرى لأوامر مشتقة من أوامر السوق والأوامر المحددة وأهمها ما يلي:

1. الأمر بالسعر المحدد (Limit Orders)

يحدد المستثمر بموجب هذا النوع من الأمر للوسيط السعر والكمية اللذين يعقد كوجهيهما صفقات الشراء أو البيع للأسهم، فيتم إصدار أمر بإبرام صفقة البيع ويحدد لها سعرا بمستوى أدنى للبيع وعند الشراء يحدد السعر الأعلى.



وكمثال على ذلك إذا كان سعر سهم شركة العرب المتحدون في السوق 22 دينار وقام أحد المستثمرين بإصدار أمر شراء 100 سهم بمقدار 20 دينارا وبفترة زمنية يوم واحد، فإنه لا يتوقع تنفيذ هذا الأمر والسبب هو انخفاض السعر المحدد من

44.8

قبل المستثمر عن السعر السائد في السوق وبذلك لا يتم الشراء إذا ارتفع السعر عن 20 دينارا.

2. الأمر بالسعر الأول

وهنا سيكون إبرام الصفقة بأول سعر يتم به تسعير الورقة المالية بالبورصة وينفذ من قبل الوسيط.

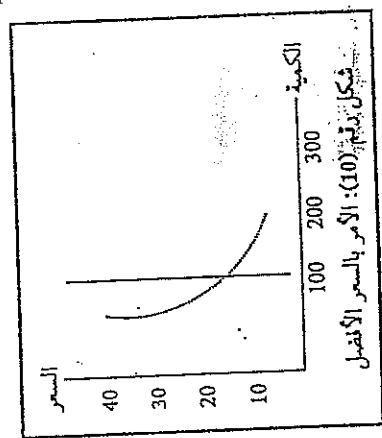
3. الأمر بالسعر الأخير (الانقلاب)

وهنا يتم إبرام الصفقة عند سعر الانقلاب بعد التعامل بالأوراق المالية بالبورصة. الأمر بالسعر حوالي

وهنا قد يمنح المستثمر الوسيط حرية تنفيذ عمليات البيع أو الشراء حول سعر محدد متفق عليه، وفي هذه الحالة قد يرتفع السعر قليلا عند شراء عن السعر المتفق عليه أو ينخفض قليلا عند البيع.

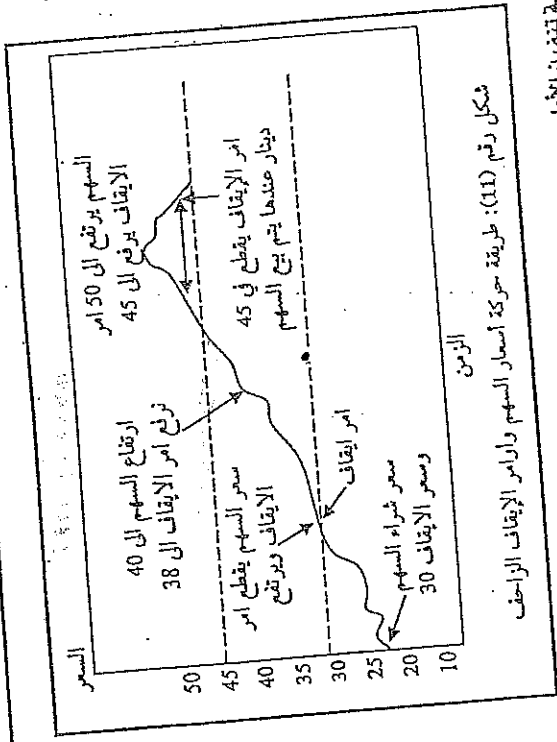
5. الأمر بالسعر الأفضل

وفي هذه الحالة يمنح المستثمر الوسيط حرية القيام بإبرام صفقة الشراء أو البيع بالسعر الأفضل، وهنا على الوسيط أن يأخذ بنظره الاعتبار طبيعة التعامل في السوق المالي عند قيام بعمليات الشراء أو البيع وترتبط أنواع هذه الأوامر بطبيعة المستثمر فمن المعروف اختلاف أنواع من المستثمرين في السوق المالي من حيث تفضيلاتهم للمائد والمخاطر.



44.9





شكل رقم (11): طريقة حركة أسعار السهم وأوامر الإيقاف الزاحف  
تكلفة تنفيذ الأوامر

يترتب على تنفيذ أوامر البيع والشراء والحجاز المعاملات في السوق المالي نوعان من التكاليف هما التكاليف المباشرة والتكاليف غير المباشرة وكما يلي:

1. التكاليف المباشرة وهي:
  - أ. تكلفة المعاملات والضرائب التي تتمثل في التكاليف التالية:
    1. عمولة الوسيط والتي قد تكون محددة أو تحدده من خلال التفويض بين المستثمر والوسيط.
    2. هامش الربح الذي يحقق صانع السوق.
    3. الخصم الممنوح من المشتري للبائع.
    4. الضرائب والرسوم.
    5. تكلفة الحصول على المعلومات.

52

و. تكاليف أخرى مثل الفوائد على الأموال المقرضة والفوائد على عمليات الشراء غير النقدي والضرورية على الدخل الشخصي الناجمة عن الأرباح الرأسمالية.

2. التكاليف غير المباشرة
  - أ. تكلفة الفرصة البديلة في حالة توجيه الاستثمار الى مجالات أخرى.
  - ب. تكلفة الوقت والجهد المبذول من المستثمر.
  - ج. تكلفة القلق وانخفاض قيمة الاستثمار.

حساب الهامش (Margin Account) **البيع كالكسوف**  
يعد حساب الهامش مفيد الى المستثمر حيث يتم تسديد جزء من تكلفة الشراء نقدا بينما يسدد الجزء الآخر بالاقتراض من شركات الوساطة بضمان الأوراق المالية التي تسجل باسم شركة الوساطة وتحدد نسبة الهامش المبدئي وفق المعالجة التالية:

$$\text{نسبة الهامش المبدئي} = \frac{\text{المبلغ المدفوع نقدا}}{\text{القيمة السوقية للورقة المالية}}$$

وفي أدناه قائمة الحسابات لأحد المستثمرين بشراء 500 سهم لشركة البيمن و 300 سهم لشركة الأردن و 100 سهم لشركة العمراق و 500 سهم لشركة الجزائر المتداولة في السوق المالي العربي، وان قائمة الحساب هذه تختلف عن قائمة الحساب التقديمية والتي تبين بان المطلوبات 33792100 دينار، فإن المستثمر يملك هذه الكمية في شركة الوساطة، وأي كمية يجب ان تعاد في النهاية.

لو كان لدى حسابي بقيمة 50% وكما نلاحظ في الجدول التالي  
فإن التكلفة المباشرة لشراء الأسهم بقيمة 30000 دينار فقط  
وهذا هو التكلفة المباشرة لشراء الأسهم بقيمة 30000 دينار فقط  
بينما التكلفة غير المباشرة لشراء الأسهم بقيمة 30000 دينار فقط  
وهذا هو التكلفة غير المباشرة لشراء الأسهم بقيمة 30000 دينار فقط  
إجمالي التكلفة لشراء الأسهم بقيمة 60000 دينار فقط  
وهذا هو التكلفة الإجمالية لشراء الأسهم بقيمة 60000 دينار فقط

53

القوة الشرائية تقاس في كيف يمكن ان تنفق بصورة إضافية على الاوراق اسببه بدون إضافة أي نقد الى حسابك، واحد من الأسئلة الشائعة بأن الوسيط يحصل من العميل على الأموال كحقوق ملكية، وبعد ذلك يسأل العميل الوكيل ما هي قدرتي الشرائية، ولدى الوسيط دليل يجعل الوسيط بسرعة يجلب عناصر القدرة الشرائية عندما يسأل المستهلك عن ذلك، الوسطاء والمستثمرين كلاهما من المحتمل ان يعرفوا كيف يحسبون هذه الاحصاءات، الفرص، وهي ليست صعبة.

النظم T حاليا يزود متطلبات الهامش الأولي بنسبة 50 %، لذلك فإن المستثمر يستطيع ان يقترض النقود من الوسيط حتى النقطة التي تكون فيها ميزانية الدين تساوي حساب الملكية، عندما يتساوى هذين العنصرين فإن كمية ديون الهامش تصبح 50% للنقطة الإجمالية، في هذه النقطة فإن القوة الشرائية تصبح صفراً.

يمكن حساب القوة الشرائية بالمعادلة التالية:

$$B = \left( \frac{1}{m} - 1 \right) B - D$$

عندما:

$$B = \text{القوة الشرائية}$$

$$M = \text{متطلبات الهامش الأولي}$$

$$D = \text{ميزانية الدين}$$

$$B = \text{حقوق الملكية}$$

مع 50% جاري من حساب الهامش في أعلاه فإن حقوق الملكية 55645400 دينار والهامش 33792100 دينار، لذا فإن القوة الشرائية هي 21853300 دينار، فإذا فرضنا ان المستثمر يرغب الاستفادة من القوة الشرائية واشترى 3000 سهم لإحدى الشركات فإن حساب الهامش سيظهر كما يلي في الجدول أدناه، إذ تزداد الموجودات ولكن حق الملكية سوف لا يتغير.

515

المطلوبات	ميزانية الحسابات التقفية	الموجودات
	النقد	23089760
	500 سهم شركة اليمن	45000000
	300 سهم شركة الأردن	24000000
	100 سهم شركة العراق	3000000
	500 سهم شركة الجزائر	17437500
112527260 حقوق الملكية		
112527260		112527260

مطلوبات حسابات الهامش

المطلوبات	حسابات الهامش
	الموجودات
33792100 الهامش	500 شركة اليمن
	300 شركة الأردن
	100 شركة العراق
	500 شركة الجزائر
55645400 حقوق الملكية	
89437500	17437500
	89437500

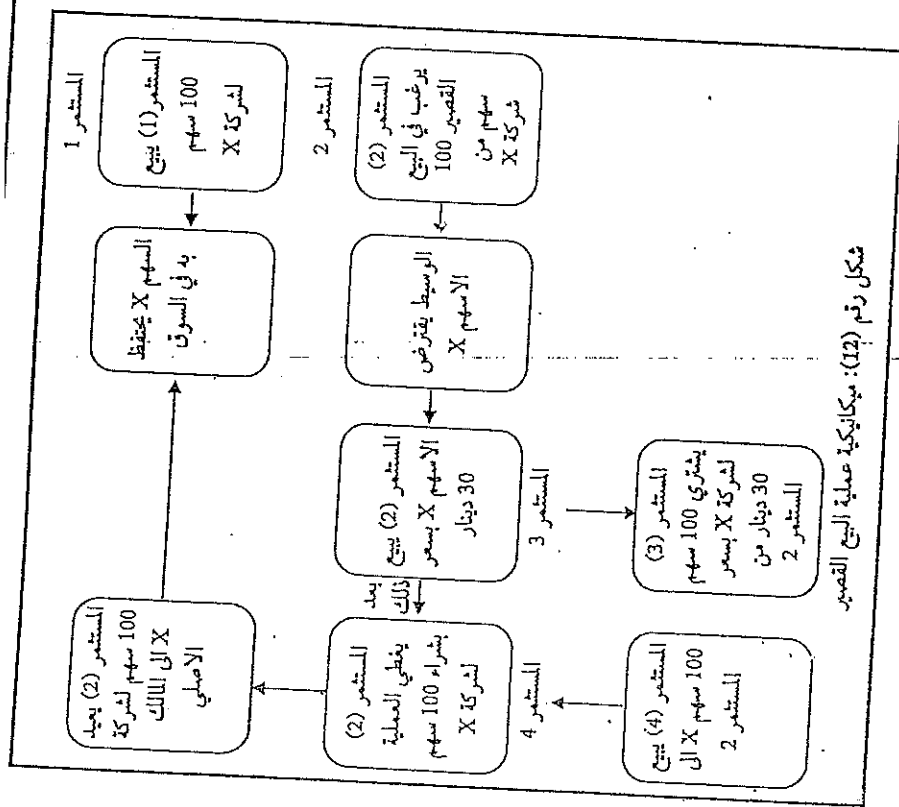
ان قائمة مطلوبات الهامش تبين حسابات الهامش بميزانيته بقيمة 33792100 حقوق دينار، ان ميزانية الدين عبارة عن ديون المستثمر الوسيط، ان هذا المستثمر لديه حقوق ملكية بقيمة 55645400 دينار حوالي 62% من إجمالي الأصول، لان نسبة حقوق الملكية فوق اعتبارات الهامش، ان الحساب في موقف جيد وفي الحقيقة فإن هذا المستثمر لديه قوة شرائية.

515

حسابات الهامش	
الموجودات	المطلوبات
شركة اليمن 500	54939550 الهامش
شركة الأردن 300	
شركة العراق 100	
شركة الجزائر 500	
شركة مصر 3000	57160450 حقوق الملكية
	112100000
	112100000

القوة الشرائية = 57160450 - 54939550 = 2220000 دينار

البيع القصير (Selling Short) يعني اقتراض الأوراق المالية، وبيعها وقت اتمام الصفقة على ان يتم الشراء فعلياً بعد ذلك بسعر أقل من سعر البيع الحالي، ويعيد هذه الأوراق المالية الى مالكيها الأصلي (المقرض)، والهدف من البيع القصير هو تحقيق الأرباح اذ يتوقع المقرض ان تزداد اسعار البيع عن كافة الاقتراض/الشراء، والفرق بينهما أرباح محققة، عن قبول التعامل بأسلوب البيع القصير يتم اقتراض عدد من الأسهم وقيام المقرض ببيعها بمبلغ 30 دينار، فإذا كانت توقعات دقيقة وانخفض السعر بعد فترة الى (24) دينار، فإنه يشتري نفس الأسهم ويعيدها الى المقرض والتبعية ربح قدره 6 دنانير، ويمكن عرض ميكانيكية عملية البيع القصير كما يلي:



شكل رقم (12): ميكانيكية عملية البيع القصير

موازنة الأسعار  
تعني موازنة الأسعار قدرة المستثمر أو الوسيط في سوق الأوراق المالية على أن يشتري من السوق حيث تكون أسعاره منخفضة وبيع في السوق الآخر حيث تكون الأسعار مرتفعة، ويستفيد من فروقات الأسعار وبالتالي يحقق الأرباح، ويتضح من ذلك أن هذه العملية لن تتم إلا بوجود سوقيين أو أكثر وكانت الأسعار متباينة في هذه



## 2. المستثمر الوشيد أو العادي

وهو المستثمر الذي يفضل الاستثمار وفقاً لوجهات نظره ويجدد العائد الذي يتقبله من خلال الموازنة بين المخاطر والعائد، وقد يستثمر أمواله في شركات تأتي بأرباح جارية مع شركات أخرى يمكن أن تحقق أرباحاً أسالياً.

## 3. المستثمر المضارب

هو المستثمر الذي يرغب في الحصول على أرباح ناجمة عن فروقات الأسعار للأوراق المالية المتداولة في السوق المالي بهدف تحقيق ربح غير اعتيادي (وتقابل ذلك القبول بدرجة مخاطرة مرتفعة، وهذا النوع من المستثمرين ضروري للسوق المالي لأنه يحرك السوق ويوفر السيولة للشركات حديثة التأسيس أو الشركات ذات التكنولوجيا المرتفعة والصناعات المتكثرة أي شركات السوق الأولي، ولذلك فالمضارب أهمية في السوق المالي من حيث توفر السيولة والتأثير على بعض العناصر السببية في ارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية، وقد يساهم في تحديد اتجاهات الأسعار الحقيقية في السوق المالي مما يحول دون حدوث ارتفاعات مفاجئة وغير حقيقية في الأسعار.

## 4. المستثمر القاصر

هي الطليح درجات المضاربة إذ يقوم القاصر ببيع وشراء الأوراق المالية بصورة غير مدروسة وغير محسوبة النتائج والمخاطر التي يمكن التعرض لها، وتقوم تصرفات هؤلاء المستثمرين على أساس التخمين العشوائي، ولذلك فإن الأسواق المالية التي يكثر فيها القاصرون لا تتمتع بكفاءة الأسواق المالية لأن تصرفاتهم قد ترفع أسعار الأوراق المالية لأكثر من قيمتها الحقيقية وتؤدي إلى الإضرار بالية التداول وسمعة السوق أو قد تؤدي إلى حدوث أزمات كما حدثت في الأسواق المالية في بلدان جنوب شرق آسيا.

7. استخدام أسلوب المراجعة الاجتماعية لمواجهة الضغوط والمبادرة لتقديم الأعمال الاجتماعية العامة لحكمة المجتمع.

8. إيقاف أعمال الشركة أو الوسطاء الذين يرتكبون أو يمارسون جرائم تقل بالمهنة.

9. إيجاد ميكانيكية منطقية لتبادل المعلومات في مجال الرقابة من الفساد المهني وأسبابه وطرق معالجته.

## حالات الاستثمار

### المضاربة

هي الانتفاع من فروقات الأسعار للأدوات المالية المتداولة في السوق المالي بهدف تحقيق الربح غير الاعتيادي وتقتصف بدرجة عالية من المخاطر، وعادة تكون من خلال شراء الأدوات المالية واكتشافات الجديدة والصناعات المتكثرة، والمضاربة ضرورية لعمل توفير السيولة في السوق المالي، فالمضاربون يساهمون في كشف العناصر السببية لارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية قبل حدوثها (ويجسدون اتجاه الأسعار الحقيقية في السوق مما يحول دون حدوث ارتفاع مفاجئ في الأسعار.

### القاصرة

وهي التعامل في بيع وشراء الأوراق المالية بطريقة غير محسوبة وغير مدروسة لجميع المخاطر التي يمكن التعرض لها، وتقوم على التخمين واتخاذ القرار العشوائي بهذا الشأن وهي إحدى الممارسات التي تؤثر على كفاءة السوق المالي في تحقيق السعر العادل.

## أنواع المستثمرين

يمكن التمييز بين المستثمرين وفقاً لطبيعة المخاطر التي يتعاملون معها ويختارها كل واحد منهم وهم على أنواع وكما يلي:

### أ. المستثمر المحافظ

هو المستثمر الذي يبحث عن الأوراق المالية منخفضة المخاطر فستندات الحكومة وسندات الشركات المرموقة كإسهام الشركات ذات الدخل كأهم شركات المساهمات المالية تفضل من قبل هذا النوع من المستثمرين.

## خصائص المستثمر الناجح

1. ضرورة أن يتصف المستثمر بالبورصة بضبط النفس وعدم التطلع إلى الكاسب السريعة.
2. التفكير بعلم المدى من خلال القدرات المعرفية المتراكمة والخبرات المتكوبة لدى المستثمر والزيادة في التعلم واتخاذ قرارات البيع والشراء بعد تحديد الأهداف المستقبلية.
3. اختيار مستشار مالي جيد والتخمين من بعض الأخطاء الشائعة في السوق المالي والأخطار غير المتوقعة مثل غطر الخوف والبشع أو الركض وراء الجموع والاعتقاد بسهم واحد (أي بتسديد سهم البنك الغلاطي جيد).
4. القيام بتسديد قيمة كافة الصفقات لعمليات البيع والشراء أولاً بأول وعدم السماح بتراكم الديون الناتجة عن شراء الأوراق المالية.
5. تنويع الكمية الاستثمارية لغرض تجنب الدرجات العالية من المخاطر.
6. اعتماد أسلوب البصحة والتحليل كاستراتيجية عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية وأن تعلم وتحتسب وتقتنع بحال الربح صعب التحقق ولا تصدق بالأشياء المؤكدة (مثل هذا البنك لا يجسر أبداً).
7. أن لا يعلق فأن القلق يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير منطقية وإذا كان الاستثمار يلقى أو يؤدي إلى القلق ان يتخذ قرار البيع فوراً.

## الربط بين البورصات العربية

لغرض توسيع نطاق التداول في البورصات العربية التي تعد أغلبها بورصات صغيرة ومتوسطة الحجم (بهدف) تنويع الأوراق المالية المتداولة لغرض تحقيق المخاطر وتشجيع المستثمرين العرب على (التداول) مواضع داخل الوطن العربي يتطلب العمل على تحسين وتطوير طرق الربط والتشراك بين البورصات العربية ومن طرق الربط هي:

1. توحيد التكنولوجيا بهدف تسهيل الربط الحاسوبي بين البورصات.

402

2. العمل على إيجاد معايير موحدة في الإفصاح المالي.
3. إمكانية تحقيق الربط التنظيمي بين البورصات العربية.
4. توحيد الإجراءات التنفيذية والتوسع في الربط المالي بين البورصات والربط من خلال السياسات الاستثمارية وتنويع طرق التمويل.
5. إيجاد تشريعات تسهل انتقال خدمة الوساطة العربية والربط بين الوسطاء الماليين.
6. تطوير شركات الاستثمارات المالية العربية ودورها ونشر الحافظ الاستثمارية المتخصصة والإسلامية.
7. الربط من خلال السماح بتداول الأوراق المالية للشركات متعددة الجنسيات.

## مزايا الربط بين البورصات العربية

1. تحرير أسواق البورصة أي تحرير أسواق رأس المال عن طريق إلغاء الحواجز والقيود في التعامل في المال بين الأسواق المالية العربية.
2. الاستفادة من التدفقات المالية الإقليمية والدولية الحرة والمقدمة يتم تنظيم عملية تداول الأوراق المالية من الأجنبي وتحديد نسب الودائع والرقابة على الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية كما يتم تحديد الضوابط على الأرباح الموزعة.
3. تنفيذ اتفاقية الجات في تحرير تجارة الأوراق المالية وفق اتفاقية الجات لجوليبي 1994- وإلغاء القيود والمعوقات أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية والبورصات مستقبلاً.
4. تحقيق كفاءة الأسواق المالية التشغيلية وكفاءة السوق المالي بالمستوى القوي.

ان التوسع في الربط بين البورصات العربية يؤدي الى تهيئة الوسائل لمولة تداول الأوراق المالية وعوالة خدمات الوساطة المالية والشركات المالية الدولية، مع الحرص على تطبيق معايير عملية موحدة في تسجيل الأوراق المالية وتداولها، والتوسع في الإفصاح المالي وتطبيق المعايير الدولية في الإفصاح وتسهيل طرق الاتصال الدولية.

403



### أسئلة الفصل الرابع

السؤال الأول: ما هي مقومات السوق المالي الجيد؟

السؤال الثاني: وضح دور الوسيط الماليين وشركات الوساطة المالية في تحقيق كفاءة السوق المالي؟

السؤال الثالث: ما المقصود بالمعبارات التالية:

- البيع على المكشوف؟
- الأمر بالسعر الأفضل؟
- موازنة أسعار الأوراق المالية

السؤال الرابع: ما هي الأسباب الخاصة بعمليات التداول في الأسواق المالية والتي يجعل هيئة الرقابة على السوق تتأثر فيها مقارنة بهيئات الرقابة الأخرى؟

السؤال الخامس: حدد في رأيك أهم الأخلاقيات التي يجب ان يتصف بها كل من:

- الوسيط المالي؟
- المستثمر في السوق المالي؟

السؤال السادس: ما هي الخصائص التي يجب ان تتوفر بالمستثمر في السوق المالي لكي يحقق النجاح في استثمارات؟

السؤال السابع: بين تأثير البيع القصير على الأسواق المالية ومدى مساهمته في الأزمة المالية عام 2008 في أمريكا؟

السؤال الثامن: بين الاختلاف بين أوامر السوق والأوامر المحددة؟

السؤال التاسع: اشترى حمزة 100 سهم لشركة س بقيمة 25 دينار ويترغب في إصدار أمرين إيقاف لبيع الأسهم الأول بقيمة 30 دينار والآخر بسعر 20 دينار، هل تعتقد ان وسيطه سوف يوافق على ذلك؟ لماذا لا يوافق؟

*(Handwritten mark)*

### الأدوات المالية في الأسواق المالية

المبحث الأول: أدوات سوق النقد

المبحث الثاني: أدوات سوق رأس المال

## الفصل العاشر

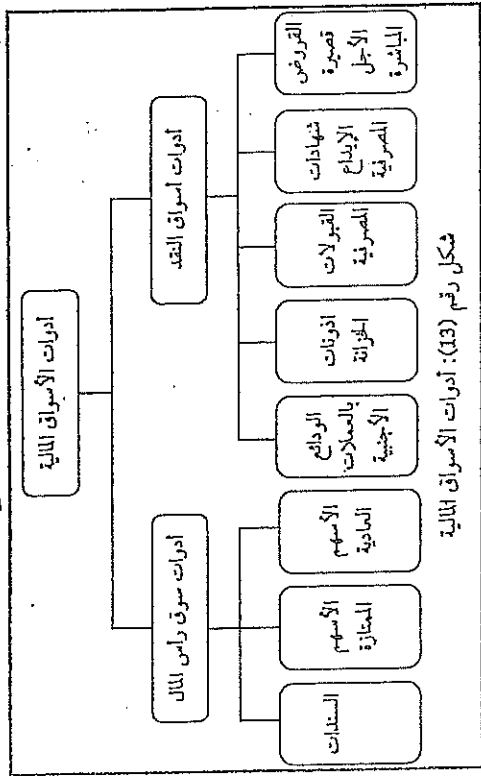
### الأدوات المالية في الأسواق المالية

تتنوع الأدوات المالية وتباين في خصائصها ويمكن تقسيم الأصول إلى أصول ملموسة وأصول غير ملموسة، ويعتمد تقييم الأصول الملموسة على خصائصها المادية، أما الأصول غير الملموسة ومنها الأصول المالية أو الأدوات المالية فإنها تمثل حقوقاً قانونية يعتمد تقييمها على البيانات والمعلومات المتوفرة عنها، بالرغم من اعتماد عوائدها بنسبة كبيرة على أداء الأصول الحقيقية التي تعبر عنها.

#### خصائص الأصول

1. القابلية للتجزئة (Divisibility)  
تميز الأصول المالية بالقابلية للتجزئة كالأشهر والسندات التي تصدر بمبالغ نقدية إلى أدنى وحدة نقدية فمصر السهم الاسمي دينار واحد، وكذلك الحال بالنسبة للودائع في البنوك التي يمكن تجزئتها بشكل كبير. وإن القابلية للتجزئة تحفز المستثمرين من مختلف شرائح المجتمع على الاستثمار في هذه الأصول.
2. العائد الجاري والعائد الراسمالي (Current & Capital - Return)  
تميز الأصول المالية بتحقيقها نوعين من العوائد أولهما العائد الجاري (yield) الناجم عن توزيعات الأرباح لحاملي الأسهم. والعائد الراسمالي المتمثل بالفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها.
3. السيولة (Liquidity)  
تميز الأصول المالية بسهولة تحويلها إلى سيولة وهي صفة مهمة بالنسبة إلى المستثمر وللجهة المصدرة للورقة المالية، وهناك بعض الأصول المالية تصنف بالقدرة

سوق رأس المال وستناول كلا من أدوات السوقين بشيء من التفصيل، والشكل رقم (13) يبين لنا أهم الأدوات المتداولة في السوقين المذكورين.



نستخدم الأهمال في المشاريع الاقتصادية في نشاطين أساسيين هما تمويل رأس المال المستمر وتحويل رأس المال العامل، فالأموال التي يكون مصدرها رأس المال المستثمر تستخدم في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، أما الأصول المتداولة فيكون مصدرها رأس المال العامل فتستخدم في تمويل شراء عناصر الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي، وتوجد العديد من العناصر التي يجب أن نأخذها بعين الاعتبار عند الاستثمار في الأوراق المالية، بالإضافة إلى فترة الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، لابد من الأخذ بالاعتبار معدل العائد المتوقع للحصول عليه، ودرجة المخاطر، مقدار السيولة التي تتمتع بها، أما بصدد تحديد الأوراق المالية من حيث فترة الاستثمار فتستطيع أن تقسم هذه الأدوات حسب تداولها في الأسواق إلى نوعين أساسيين هما أدوات سوق التقلبات وأدوات سوق رأس المال، وليرى باقي عرض للسوقين والأدوات المتداولة فيهما.

باعتبارها ترقى لمرتبة النقود، بسبب إمكانية تحويلها إلى نقود بأقل كلفة وأقل مخاطر وتسمى بنسبة النقد (Quasi money) مثل أدوات الخزينة والودائع.

4. طول تاريخ الاستحقاق (Term to maturity)

تتميز الأصول المالية بطول فترة استحقاقها، فإن الأسهم العادية تعتبر أصولاً مالية أبدية مع عمر المشروع، وكذلك هناك نوع من السندات أبدية تسمى بالسندات المستدعة (Consol).

5. المخاطر (Risk)

ترتبط المخاطر في الأصول المالية بكفاءة الأسواق المالية التي يتم تداول هذه الأوراق فيها وطبيعة البيانات والمعلومات المتوفرة عنها، وتختلف المخاطر حسب طبيعة الورقة المالية، فمخاطر الأسهم تختلف عن مخاطر السندات، ويتم قياس المخاطر بدلالة التغير في العوائد وتستخدم أدوات إحصائية لقياس المخاطر للانحراف المعياري، ومخاطر البيتا والتغاير، وتتأثر قيمة الأصول المالية بعناصر أخرى مثل السياسات الاقتصادية والتضخم (الانكماش) والسياسة النقدية، بالإضافة إلى سياسات الخارج بكل حركة أو منظمة، صدارة هذه الأوراق المالية.

6. القابلية (Reversibility)

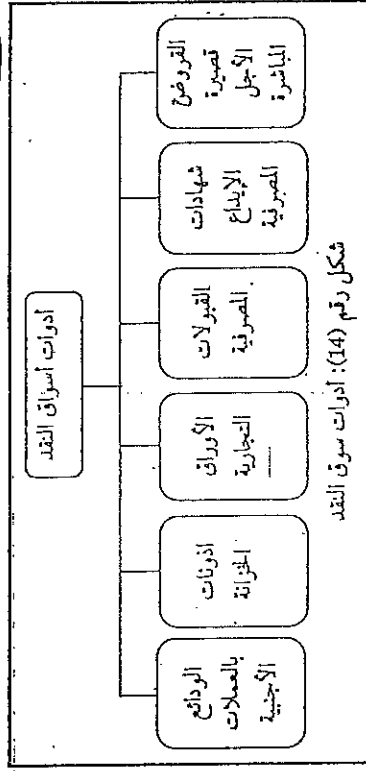
وتسمى أيضاً بالمكوسية أي تكلفة عملية الاستثمار في الأصل المالي تم تحويلها إلى نقد، وبالنسبة للودائع فإنها لا تتحمل تكلفة عند تحويلها إلى نقد، أما الأوراق المالية فإن درجة مكوسيتها منخفضة لأنها تتحمل تكلفة المامش مضاف إليه العمولات وتكلفة تسليم الأصل، وتختلف هامش صانع السوق من أصل إلى آخر حسب المخاطر التي ترتبط بتقلب الأسعار ودرجة اتساع السوق أي معدل التداول فيما وشراء.

أن معيار نوع الأدوات المالية المتداولة في السوق تصنف السوق المالي إلى سوق للأدوات قصيرة الأجل والأخرى طويلة الأجل، وتسمى الإصدارات التي عمرها أقل من ستة أدوات سوق النقد، أما الأدوات التي عمرها أكثر من ستة فتسمى بأدوات

المبحث الأول

أدوات سوق النقد (Money Market Instrument)

هو ذلك السوق الذي يكون مصدراً أساسياً لإصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل (تكون) المقترضين الراغبين بالحصول على القروض قصيرة الأجل التي (حصرها) أقل من سنة، ويتعامل بها المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة مخاطرة منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان، وتكون أدواته قصيرة الأجل فترتها أقل من سنة أو (3,6,9) شهور أو حتى بالأيام أحياناً، تتميز الأوراق المالية في سوق النقد بارتفاع درجة سيولتها، وانخفاض درجة المخاطر نظراً لزيادة الأمان لهذه الأوراق مقابل انخفاض نسبي في العائد.



تستخدم أدوات سوق النقد من قبل مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة، وتلعب المصارف دوراً أساسياً مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتنوع سوق النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه، وتتنوع بالرتبة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها.

وسبب انخفاض درجة المخاطر للأوراق المالية المتداولة في سوق النقد يعود إلى كونها أدوات قصيرة الأجل، وأغلب هذه الأوراق المالية صادرة عن المصارف التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة وهذه المؤسسات تكون ذات مراكز ائتمانية ممتينة واحتمال عدم الوفاء بالتزاماتها منخفضة جداً.

إن لوجود سوق نقدي فعال يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل قصير الأجل وإلى زيادة (تسوية) دوران رأس المال التشغيلي في المشاريع، ثم إلى زيادة الطاقة الإنتاجية فيه فيتمكس بصورة وواج اقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي ككل، ولسوق النقد سوقين الأول هو (السوق الأولي) إذ يتم تداول الإصدارات الجديدة والتي تمثل البيع الأول (First Sale) لأدوات الدين، (والسوق الثانوي) الذي تتحدد فيه أسعار الفائدة للإصدارات النقدية قصيرة الأجل وذلك حسب آلية العرض والطلب، ويتم تداول الإصدارات المستعملة (Second Hand) بهذا السوق، (وتتكون هذا السوق من فرعين حسب نوع التعلمات المتبعة فيه، فقد يكون سوق الخصم أو سوق القروض قصيرة الأجل.

- أدوات سوق النقد
- أنواع الأدوات المتداولة في السوق المالي
1. القروض قصيرة الأجل.
  2. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.
  3. القبولات المصرفية.
  4. الأوراق التجارية.
  5. أدوات الخزينة.
  6. الودائع بعملة اجنبية.

1. القروض المباشرة قصيرة الأجل

هي القروض التي تنتج من قبل المصارف (تكون) قصيرة الأجل والتي مدتها أقل من سنة (تستخدم) أغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع (تبالغ عليها) ويتفق عليها (ويعبر من سنة) (تستخدم) أغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع (تبالغ عليها) ويتفق عليها (ويعبر من سنة).

$$\frac{\text{القيمة الاسمية}}{\text{السعر في السوق للمستثمرين}} - 1 \times \frac{365}{\text{العائد لفترة الاستحقاق}} = \text{عدد أيام الاستحقاق}$$

ويقاس عائد الخصم على سعر البيع (Discount Asked Yield) عند بيع الأذن من قبل الوسيط إلى المستثمر كما يلي:

$$\frac{\text{السعر في السوق}}{\text{القيمة الاسمية}} - 1 \times \frac{360}{\text{عدد الأيام المستحق}} = \text{عائد الخصم على سعر البيع}$$

ويمكن استخراج عائد الخصم على سعر الشراء (Discount Bid Yield) الذي هو المبلغ المخصوم من قيمة الأذن الاسمية عند شرائه من الوسيط كما يلي:

$$\frac{\text{السعر في السوق}}{\text{القيمة الاسمية}} - 1 = \frac{360}{\text{عدد الأيام المستحق}} \times \text{عائد الخصم على سعر الشراء}$$

$$\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية}}{\text{فترة الاستحقاق}} \times \text{عائد الخصم التجاري} = \text{معدل الخصم التجاري}$$

ويمكن اختصارها كما يلي:

$$\frac{360}{\text{س}} \times \frac{\text{ق} - \text{م}}{\text{ن}} = \text{معدل الخصم التجاري}$$

مثال:

بلغت القيمة الاسمية لأذونات الخزانة 20000 دينار وتباع في السوق بمبلغ 19000 فلذا علمت أن فترة الاستحقاق 6 شهور.

المطلوب: استخراج معدل الخصم للأذونات المذكورة وعلقى على النتيجة؟

$$\text{معدل الخصم التجاري} = \left( \frac{360}{180} \times \frac{19000 - 20000}{19000} \right) = 10.5\%$$

د. تخطيط عمليات الاستيراد والتصدير.

مع الإشارة إلى أن المصدر يستطيع أن يحتفظ بالقبول المصرفي إلى حين حلول موعد الدفع المتفق عليه حتى يحصل على كامل القيمة، أو يقوم ببيعه في السوق الفوري بخصم أو خصمه لدى الصارف أو البنك المركزي.

4- أدوات الخزانة (Treasury Bills):

هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3-12 شهراً تصدر من قبل الحكومات تستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو لامتصاص الفائض النقدي ولتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وأعطاءات ضريبية، وهذه الأداة تكون أسعار خصمها أقل أسعار مقارنته بالأدوات الأخرى في السوق المالي مثل سندات الشركات أو سندات الحكومة طويلة الأجل وتتميز فيها بالتداول داخل السوق المالي الفوري في كثير من الأحيان أو من خلال الزاد لمعالجة عجز مؤقت ولتشجيع الادخار أو للتأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه الأسواق، وهذه الأداة المالية بارتراف درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر لأنها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات ولكنها أداة قصيرة الأجل ومحددة العائد فإنها من الأدوات المفضلة لدى المستثمر المحافظ، وتكون أسعار الفائدة منافسة لأسعارها في السوق النقدي وتداولها على أساس معدلات الخصم إذ يجده سعر التداول باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء وسعر خصم البيع، وهو السعر الذي يعرضه الوسيط المالي على حامل أدوات الخزانة فعند إصدار أدوات الخزانة بقيمة 1000 دينار تستحق بعد سنة فيكون البيع بقيمة 950 ديناراً ويستلم المستثمر حامل الوثيقة مبلغ 1000 دينار عند موعد الاستحقاق وبذلك فالعائد يكون 50 ديناراً ويحسب معدل الربح الراسمالي كما يلي:

$$\text{معدل العائد} = \frac{50}{950} = 5.2\%$$

وتكون فترة الإصدار لأدوات الخزانة ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو لمدة سنة، وأحياناً تعفي إيراداتها من الضرائب.

ب. معدل العائد للمستثمر في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية.

ج. تتميز بدرجة عالية من السيولة. والأمان نظراً لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من المصارف.

د. القبولات المصرفية:

وهي أدوات سوق النقد وتعد من أدوات الدين تصدرها المصارف لغرض تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، حيث يتم الاتفاق بين المستورد الأردني وشركة ربنو الفرنسية على شراء سيارات بالأجل من شركة ربنو بمبلغ مليون يورو، وفي هذه الحالة يقدم المستورد المحلي طلباً للمصرف للحصول على قبول مصرفي بالمبلغ المذكور من قبل بنك أردني يعهد بموجبه بدفع مبلغ الصنف التجارية لأمر شركة ربنو في ضوء الاتفاق المبرم بين المستورد الأردني وشركة ربنو، ويلتزم المصرف بتسديد قيمة البضاعة المستوردة من قبل المستورد الأردني في تاريخ الاستحقاق في حالة عدم قيام المستورد بدفع المبلغ.

يحصل المصرف جراء تقديم القبول المرئي على عمولة تخضع مقدماً (Flat Fee) وتستخدم القبولات المصرفية في حالة عدم توفر السيولة النقدية لدى المستورد المحلي أو لتحقيق مزايا ائتمانية.

وهي أدوات قصيرة الأجل تنصف بدرجة خطر منخفضة بسبب قبولها من قبل البنوك أو البنك المركزي ويمكن بيعها في السوق الثانوي، ومعنى ذلك ارتفاع درجة سيولتها وتصنف ضمن الأوراق المالية ذات الدرجة الأولى.

تعتمد حجم تداول هذه الأوراق على معدلات الفائدة في السوق، فعند ارتفاع معدل الفائدة تستخدم القبولات المصرفية كبديل للاقتراض، وتستطيع أن تجلس خصائص القبول المصرفي في الآتي:

- ارتفاع درجة السيولة.
- الخفض درجة المخاطر.
- إمكانية التداول في السوق الثانوي.

قائمة بحدود وشروط أخرى (متعددة) حسب طبيعة البنك، تساهم هذه القروض في رفع كفاءة السيولة للسوق المالي، وإن تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة.

2. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول (Certificates Of Deposit)

وهي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العميل مقابل ودیعة ثابتة (تبلغ مئة دينار) استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهراً ويسمى قائمة محددة أو عالم (حسب معدل أسعار الفائدة السائد في السوق) (يتم إحاطتها بهذه الأنواع من الشهادات صادرة عن البنك، وتعد إحدى أهم أدوات سوق النقد، وتصدر لحاملها لتسهيل عمليات تداولها وبيعها وشراءها وتقدم الحق في بيعها في السوق الثانوي (ويتم هذه الشهادة مقابل مبلغ يتم إيداعه في المصرف لفترة محددة، ويمكن إصدارها (تسليم أسية) مختلفة ولقترات زمنية متفاوتة حسب طبيعة الاتفاق بين المستثمر والمصرف، وتصير هذه الأداة (أداة ارتفاع) درجة سيولتها (والخفض) درجة المخاطر (ارتفاع معدل العائد مقارنة بحسابات التوفير، وقد تصدر بسعر فائدة متفق عليه ثابت أو سعر فائدة عالم.

وشهادة الإيداع المصرفية تعد بديلاً عن الاستثمار في حسابات التوفير، أو في الوديعة الثابتة في المصرف (ارتفاع سعر فائدتها مقارنة بسعر فائدة حسابات التوفير أو احتمال مواجهة الخسارة التي تلحق بالودع بالوديعة الثابتة في حالة سحب قيمة الوديعة قبل الوقت المتفق عليه.

وقد تباع الشهادة على أساس العائد ذي الخصم وهي ذات أمان مرتفع بسبب قبول خصمها من قبل البنك المركزي.

ومن ضمن الأهدائك الأخرى لإصدارها (معالجة) الخفاض أسعار الفائدة المنوطة للمستثمر عند الإيداع في حساب التوفير أو كسر الوديعة عند سحب المبلغ قبل المدة المتفق عليها للوديعة الثابتة، إذ تصدر بقيمة اسمية بخفضة وإجمالاً زمنية متفاوتة تباع على أساس العائد أو على أساس الخصم ويتم تداول شهادات الإيداع في السوق الثانوي، ومن الزايات التي توفرها شهادة الإيداع ما يلي:

- تمنح حاملها الفرصة للحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة.

استخرج قيمة الصفقة؟

أ.  $24 \times 100000 = 2400000$  اتفاقية استلام 2010/1/1

ب.  $2500000 - 2400000 = 100000$  دينار

إذا كان السعر في السوق  $25 \times 100000 = 2500000$  قيمة الصفقة عند البيع

وسيكون العائد بسعر الشراء  $25$  دينار (100000) دينار، وبذلك فإن مالك

الأسهم يحتفظ بها ويحقق عائد قدره (100000) دينار

ب. إذا كان السعر  $23$  دينار فإذا باع  $23 \times 100000 = 2300000$  دينار قيمة البيع

في حالة البيع  $2300000 - 2400000 = 100000$  انخفاض السعر  
 $200000$

مقدار الربح أو الخسارة عند البيع = قيمة البيع - قيمة الشراء

$2300000 - 2500000 = 200000$  دينار مقدار الخسارة

مقدار الربح أو الخسارة عند الاحتفاظ بالسهم

$2400000 - 2300000 = 100000$  دينار

6. الأوراق التجارية (Commercial Papers)

يتم إصدار الأوراق التجارية من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمرتبة ائتمانية مرتين

أمن الشركات العريقة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، أو لتغطية النفقات المصدرة

تدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر (تصدرها إما لمدة شهر أو تسعة أشهر،

لكنها تتميز بالقدرة السيولة وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى،

كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإبداعية للجهة (التصدر) والثقة

الائتمانية بها، ولذلك تصدر لرجال من رفع نسبة (وتدخل ثابت ويتم تداولها على

أساس سعر الخصم.

وتصان بدون ضمانات بسبب ارتفاع سمعة هذه الشركات ومركزها الائتماني

بالسوق المالي، وأهم خصائص الأوراق التجارية:

أ. يتم تداولها في السوق المالي الثانوي على أساس سعر خصم معين (ويدخل ثابت).

ب. تكون عوائدها عادة أكثر من عوائد أدوات الخزائنة بسبب ارتفاع درجة المخاطر.

التعليق:

يعد معدل الخصم ربحاً للمستثمر الذي يقوم بشراء أدوات الخزائنة وهذه العملية يطلق عليها البيع بخصم ومعنى ذلك أن مصدر الأداة يقوم ببيع الورقة المالية بأقل من سعرها الاسمي في السوق والفرق وفق المعادلة المذكورة يعتبر معدل الخصم والذي هو في الوقت نفسه ربح للمستثمر.

5. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement)

تلك الاتفاقيات التي تستعمل من قبل المتخصصين في الاستثمار في الأسواق

المالية، وهي إحدى وسائل الحصول على السيولة أو الاقتراض لاستخدام الأوراق

المالية (سهلة السيولة) من قبل جمهور المستثمرين. وتعد اتفاقيات إعادة الشراء

أقل من سنة، زمنية قصيرة تكون من خلال قيام المستثمر مالك

الأوراق التجارية (معرض) هذه الأوراق (الأسهم) لدى الوسيط المالي التخصصي بمقدار

اتفاقية (عادة الشراء) الذي يقوم بدوره بالبحث عن تمويل لديه فائضة يتم إبرام

عقد إعادة شراء أوراق مالية من قبل مالكها، ولكن بسعر أعلى من سعر البيع الأول

ويتم تحديد فترة زمنية لتنفيذ اتفاقية إعادة الشراء، مع الإشارة إلى أن عقد البيع

المذكور لا يتقرب عليه انتقال أوراق مالية من المستثمر المالك إلى الممول، وتبقى البنوك

عادة إبرام مثل هذه الاتفاقيات باعتبارها مؤسست مضمونة.

مثال: يمتلك أحد المستثمرين (100000) سهم لشركة العرب ونظراً للحاجة للسيولة

طلب المستثمر من أحد الوسطاء عقد اتفاقية إعادة شراء بأن يكون عقد البيع للسهم

الواحد بسعر السوق المالي (24) ديناراً في 2010/1/1 على أن يتم الشراء في

2012/6/1 بقيمة 25 ديناراً للسهم.

المطلوب:

أ. بيان مقدار الخسارة والربح إذا كان سعر السهم في السوق المالي في 2010/6/1

25 ديناراً؟

ب. الاحتمال الثاني إذا كان السعر في 2010/6/1 إلى 23 ديناراً؟

7. ودائع مصرفية بعملة أجنبية

تعدّ تمّ التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملة الرصينة الأخرى، إذ قامت المصارف الأوروبية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي وتمنح المستثمر قائمة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بقائمة أعلى من قائمة الإيداع، خلافاً للمعرف المصري القاضي برّد مثل هذه الودائع بالعملة المحلية، أن سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملة الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة.

المبحث الثاني

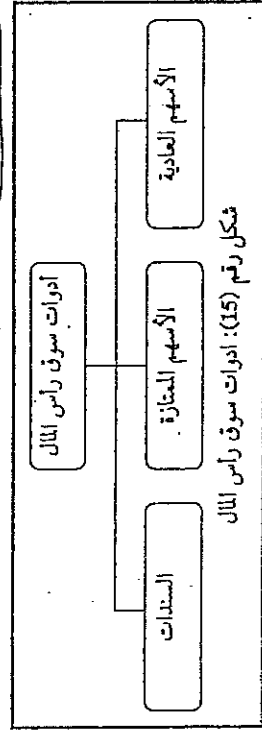
أدوات سوق رأس المال

الأوراق المالية المتداولة في سوق رأسمال

أدوات سوق رأس المال

هو السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل ولرؤوس الأموال طويلة الأجل، أو الهدف من الاستثمار في هذا السوق هو زيادة الدخل ومنح الأولوية لهذا الهدف، ويكون سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد، وله سوق أولية للإصدارات الجديدة وسوق ثانوية للإصدارات القائمة.

(Out Standing Issues) في هذا السوق فيه أكثر تخصصاً وكفاءة، وحتى ينشط سوق رأس المال لابد من وجود تدفق مستمر للأموال التي تبحث عن الاستثمارات، مع وجود مشاريع قادرة على استيعاب هذه الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المرجحة والأمنة، مع الإشارة إلى أن السوق يوفّر ومن خلال وسطائه (للاطلاع) أنواع من العروض لطالبي الأموال، هي عروض للاكتتاب الكامل (Full Underwriting)، إذ يلتزم الوسيط (بشأنه) كامل المبلغ، بينما كانت استجابة السوق، (وعرض بدل أقصى الجهد (Best Effort) ويتعهد الوسيط) ببدل أقصى الجهد لتحقيق الاكتتاب الكامل بالمبلغ المطلوب للاكتتاب به، والبيع الآخر (العروض المزروعة) بموجب تعهد الوسيط بتقدير (نسبة معينة) من الاكتتاب والباقي يبدل أقصى الجهد للاكتتاب به لتحقيق الاكتتاب الكامل، وأهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي:



شكل رقم (15): أدوات سوق رأس المال



هناك قيم أخرى للسهم تخضع لأسباب متعددة فمنها:

- أ. القيمة الاسمية للسهم: التي تعد قيمة قانونية تحدد بسيادة القانون وليست لها قيمة اقتصادية وتستخدم لغرض تحديد نسبة توزيع الأرباح الجارية لكل سهم صادي لغلا يتم توزيع الأرباح بنسبة 20% من القيمة الاسمية للسهم المادي البالغ دينار واحد.
- ب. القيمة الدفترية: وهي قيمة الأصول في سجلات الشركة بعد طرح الالتزامات الدفترية.
- ج. قيمة الإصدار: والتي تكون عادة أعلى من القيمة الاسمية واقل من القيمة السوقية.
- د. القيمة السوقية: هي القيمة التي تحدد نتيجة التداول في السوق المالي.
- هـ. القيمة التصفيرية: هي قيمة التصفية أو قيمة السهم عند تصفية الشركة بعد طرح جميع الالتزامات من ضمنها كلفة التصفية.

يمكن تصنيف الأسهم من حيث طريقة تداولها في السوق المالي إلى:

- أ. سهم لحامله/ يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبه أو مالكها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.
- ب. السهم الاسمي: يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكه الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة.
- ج. السهم الإنفي أو الأمر: وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكه في شهادة الإصدار مقترناً بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

## 1. الأسهم العادية (Common Stock)

هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية وتصف بكونها دائمية مع عمر الشركة أو المشروع، (ولا تترتب عند إصدارها التزامات على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمها أو تاريخ توزيع الأرباح، وعند إصدارها فان كبريون إصدار السهم يتضمن اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم وتسلسله وعدد الأسهم في الكبريون، ويحصل حامل السهم على عدد من الحقوق أهمها ملكه حصة في الشركة وحق الحصول على الأرباح والاطلاع على دفاتر الشركة والتصويت في الجمعية العمومية والترشيح لمنصب إداري أو المساهمة في انتخاب مجلس الإدارة، ويحصل حامله على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة، وقد يحصل على الأرباح نقدا أو في شكل أسهم، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسييل أصولها يتقاضى حصة الأسهم العادية حقوقهم بعد الدائنين مثل القرضين وحصة الأسهم الممتازة.

ونظرا للتطور التاريخي والقانوني والاقتصادي تتكون للسهم العادي من التسميات أو القيم فهناك الأسهم المصريح بها إذ يتم تحديد رأس المال المصريح به عند إعداد قانون تأسيس الشركة الذي يقسم رأس المال إلى حصص متساوية يسمى السهم المصح به، وهناك (الأسهم المصدرة) عندما لا تقوم الشركة (إصدار الأسهم) بالكامل رأس المال مرة واحدة وإن الجزء من رأس المال الذي تصدره الشركة يسمى رأس المال المصدرة أو الأسهم المصدرة (Issued Stock) (والسهم الخيرية) هي تلك الأسهم التي ترد إلى الشركة من حملتها لمدة أسباب أو قد يتبرع بها بعض المساهمين إلى الشركة وتسمى بأسهم الخيرية (Treasury Stock)، (والأسهم المتداولة) تلك الأسهم التي من رأس المال المصدرة بعد طرح قيمة الأسهم المستردة والتي تسمى بالأسهم المتداولة (Outstanding Stock) (أما الأسهم المدفوعة هي شرط سداد قيمة الأسهم عند الاكتتاب فيها بالكامل، وقد تكون الأسهم غير مدفوعة أو مدفوعة جزئيا عند وجود شرط تسديد نسبة معينة منها عند الاكتتاب.

**أنواع الأسهم العادية من حيث الاستثمار:**

يتم الاستثمار في السوق المالي بتصنيف الأسهم حسب طبيعة وهدف الاستثمار أو المستثمر، ويمكن أن يميز بين الشركات وأسهمها وتصنيفها حسب الأنواع التالية:

أ. **الأسهم التمييزية (Blue Chips):** هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح ويدون وتوقف والمائد مضمون لديها ولتفترات زمنية طويلة، إذ تتميز بضخامة رأسمالها وحجم أعمالها وتحقق العوائد وتوزيع الأرباح حتى عند ظروف الركود الاقتصادي وتداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر، وتتمتع بمركز اتصافاتي متين.

وتتوزع هذه الشركات على قطاعات اقتصادية متعددة ويهدف المستثمر من شراء أسهم هذه الشركات للحفاظ على رأسماله والحصول على العائد في ظل مختلف الظروف ومنها الظروف غير المواتية وكمثال على هذا النوع من الشركات شركة تويوتا، شركة ماكرسونيك والبنك العربي ... الخ. وفي الجدول رقم (6) عرض لهذه الشركات في السوق المالي الأمريكي وتاريخ توزيع الأرباح لكل منها وتمييز هذه الشركات بالخصائص التالية:

- ضخامة رأسمالها وحجم أعمالها.
- تحقيق عوائد وتوزيع الأرباح حتى في الظروف غير المواتية اقتصاديا كما في حال حصول الكساد.
- ارتفاع عدد المساهمين والمستثمرين من مالكي الأسهم العادية في الشركة ووجود تداول مستمر على أسهم هذه الشركات.
- متانة المركز المالي والائتماني للشركة.

في ضوء هذه الخصائص سيكون الهدف من الاستثمار في أسهم هذه الشركات هو الحفاظ على رأسمال المستثمر والحصول على توزيعات أرباح حتى في حالة الكساد.

**جدول رقم (6): الشركات العريقة في السوق المالي الأمريكي**

اسم الشركة	الوزن	توزيع الأرباح منذ السنة
كارتورناز	CAR	1883
كوكاكولا	KO	1893
جنرال ملز	GIS	1898
مجموعة البك	DEY	1841
لايلي	LLY	1885
تايم مرود	TMC	1892
لينجر كروب	Z	1912

ب. **أسهم النمو (Growth Stocks):** وهي الشركات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها المحظوظة في فرص استثمارية بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم. وهي تلك الأسهم التي تتميز بمبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنسب إليه الشركة، وتمتيز منتجاتها بالتطور التكنولوجي والمعرفي وتغيرها حسب الذوق والحاجة وبمناذج جديدة ومتطورة ولذلك فإن نفعاتها على البحوث كبيرة لضمان تقديم الجديد من السلع، وتكافئ مثل هذه الأسهم بالسوق ولذلك فإن أسعارها متذبذبة، إذ تتميز أسعار هذه الأسهم بالتقلب صعوداً ونزولاً بشكل كبير ولذلك يفضلها المستثمون المضاربون.

ج. **أسهم الدخل (Income Stocks):** إن قانون الشركات لا يميز للشركات توزيع الأرباح من خارج عوائدها، أي أنها لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح من المبالغ المقترضة، وأسهم الدخل هي تلك الأسهم للشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وعملاات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، إن طبيعة هذه الأسهم استثمارية حصول حاملها على الأرباح وعملا أكثر من متوسط السوق وأحسن مثال على هذه الشركات هي شركات الكهرباء والمخاف، ويفضل هذا النوع من الأسهم المستثمرين الراغبين بالحصول على دخل

نقدي جاري مثل شريحة المتفاعلين، صناديق الادخار والضمان التي تحتاج الى السيولة النقدية بصورة مستمرة لتنفيذ نشاطاتها واعمالها وتحقيق اهدافها المختلفة.

د. الأسهم الدورية (Cyclical stocks): وهي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد القومي وباللدورات الاقتصادية والتقلبات، فعند النمو الاقتصادي تحيق هذه الأسهم أرباح وعند الانكماش تنخفض أرباح هذه الشركات. ومن أنواع عملها الشركات الحديد أو شركات المراد الأولية الخاصة بالبناء والأجهزة الكهربائية والالكترونية (حاسوب، ثلاجة، تلفزيون، سيارات). التي ترفع أسعار أسهمها عند الرواج الاقتصادي وتنخفض عند الانكماش، ولذلك فإن معدل مخاطرها أكبر من معدل مخاطر السوق والجدول رقم (7) يبين أنواع الشركات الدورية.

جدول رقم (7): أنواع شركات الأسهم الدورية

الشركات	الرمز	طبيعة الأنشطة الأساسية
يوسك كورب	X	النفط، الغاز، الاستيل
دو كميكل	DOW	الكيمياء، البلاستيك
استيل اندستريال	III	وأمرات اللعيم
بيتلوهن ستيل	BS	منتجات الستيل
مجموعة جون ميغل	JM	منتجات الهياكل

الأسهم الدفاعية (Defensive Stocks): وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق الموائد حتى عند مرور الاقتصاد في مرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها (كالمواد الأساسية) حيث لا تتأثر كثيرا بالركود (مثل شركات تصنيع الأدوية والتجزئة وشركات الدخان وبعض الخدمات وشركات تقديم المنافع الى الناس الذين يستخدمون الهاتف والماء والضوء في الأوقات الجيدة والسيئة وتمتيز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق.

و. أسهم المضاربة (Speculative Stocks): وهي تلك الأسهم التي ترتبط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها وتتميز أسهم هذه الشركات بارتفاع درجة المخاطر عند التداول (أو احتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وشرعية مثل الشركات حديثة التأسيس أو شركات ذات التكنولوجيا المتقدمة والاختراعات الجديدة والمتجددة كشرائح أجهزة الهاتف النقالة وأجهزة الكمبيوتر كشرائح دل (Dell) ومكاشوش.

ز. أسهم الشركات الصغيرة (القرشية): وهي (شركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصص الغالية، للأسهم التي تباع بأقل من دينار والتي تعتبر من الأسهم القرشية (نسبة الى القرش أو الفلوس وهو اصغر جزء من الدينار) مثل احد طلبه الدراسات العليا بملك (250000) سهم من شركة صغيرة للإحصاءات.

أساليب تحليل وتقييم الأسهم العادية

يرغب المحلل المالي عادة في تقدير مخاطر السوق للسهم (بيتا السهم) في المستقبل إضافة الى المخاطر المرتبطة بالشركة نفسها مصدرة السهم (المخاطر الداخلية باستخدام الاحتراف المعياري)، كذلك يتم التركيز على قيمة العائد وخاصة عوائد التوزيعات من خلال تحليل سياسة التوزيع والتدفقات النقدية في المستقبل، بهدف تحديد مصادر المخاطر وعائد السهم.

هناك مداخل متعددة لعملية تقييم الأسهم المتوقع شراؤها في السوق المالي فستستخدم المدخل الفني في التحليل وهو الأسلوب الفني لعملية التقييم، الذي يعتمد على دراسة حركة سعر السهم في السوق خلال الفترة السابقة واعتمادها كأساس لتحديد الاتجاهات المستقبلية للأسعار في السوق المالي، هذا المدخل يعني بصورة إجمالية دراسة أداء السوق المالي في السنوات الماضية والتعرف على طبيعة الأدوات المتاحة في السوق من خلال تحديد الأسعار وحجم التداول، وهذا معناه القيام بالتحليل الفني الذي يركز على اتجاهات الأسعار والاحترافات التي تحدث في الأسعار صعودا ونزولا وحجم تداول الأسهم، لأنه من الممكن أن يكون هناك عده من

العامة) ومكونات الاقتصاد الكلي، والاقتصاد الجزئي وتحليل القطاع الذي تنسب إليه الشركة ثم تحليل واقع والقوائم المالية للشركة.

تعتمد الخطرات التالية في عمليات التحليل الأساسي لأسهم الشركات:

- التحليل الاقتصادي الكلي: أن أسعار الأسهم تعكس نمو الإيرادات وانخفاض التضخم والزيادة في الإنتاج الإجمالي وميزان تجاري أفضل وأخبار إيجابية على الاقتصاد الكلي، فإذا كان التضخم معدلات متزايدة، والإبطاء بآثاره، في الحقيقة هذه العلاقة تعكسها مؤشرات السوق المالي، وأن متابعة السوق المالي مع المؤشرات الاقتصادية الأخرى يمكن أن يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات أفضل.
- **تهديد التحليل الاقتصادي الكلي** إلى التعرف على الظروف الاقتصادية الجارية وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية، والتي تتمثل في ضبط عرض النقد ومدى تأثير ذلك على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق من خلال تحديد الإحتياجات النقدية ونسبة إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوح، والتدابير المالية المتبعة بطبيعة السياسة الضريبية والإنفاق العام وكيفية تمويل العجز في الميزانية، وإحصاءات الناتج المحلي الإجمالي ومعرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومدى احتمال حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج.
- التحليل الاقتصادي القطاعي: **عندما تتأثر الأسهم** بمخاطر السوق ووجود صعوبات نتيجة الركود الاقتصادي فإن الأسهم سوف لا يتأثر بنسب الدرجات. سوف تضيح المؤشرات المستخدمة في عملية التحليل باتجاه دراسة الظروف العامة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وأداء القطاع وظروف المنافسة والمخاطر التكنولوجية المؤثرة على العمالة وطبيعة القوانين والتعليمات المرتبطة بهذا القطاع.
- التحليل على مستوى الشركة **يشمل الاهتمام** بأنشطة الشركة كفاءة الإدارة **والمخاطر وكفاءة الأداء والملاءم المالية** إضافة إلى المؤشرات، التاريخية المرتبطة بالمخازن الشركة نفسها.

ولغرض تحليل اتجاهات السوق وأسعار الأسهم نستخدم النسب التالية التي توصلنا إلى تحديد مؤشرات مختلفة عن الأسهم ومن زوايا مختلفة وهي:

العوامل المؤثرة على الأسعار في المستقبل وسوف نقوم بعرض مفصل لكيفية التحليل الفني للأسهم في الفصول اللاحقة.

**تصنع المدخل الفني** في تحليل الأوراق المالية من خلال دراسة السوق المالي ومؤشرات ومستويات الأوراق المالية المتداولة فيه وكفاءة السوق وفاعليته في جذب المستثمرين، وكفاءة إدارة السوق ومصدقيه وسفافية المعلومات المؤثرة فيه والظواهر الدورية المروضة مثل مؤشرات التداول والأسعار وحجم تداول الأوراق المالية، وتحليل أسعار الأسهم خلال الفترة السابقة ومن ثم تحديد اتجاهات الأسعار المستقبلية.

**يهدف** المستثمر في الأسهم العادية إلى تحقيق العائد منهم هناك نوعين من العوائد التي يمكن أن تتحقق بعد الاستثمار في الأسهم العادية: **أولها العائد الجاري** الذي هو عبارة عن مقدار التوزيعات السنوية من الأرباح لحصة الأسهم، **والعائد الراسمي** الذي هو عبارة عن الربح المتحقق من الفرق بين سعر بيع السهم وسعر شراء السهم، وقبل عملية الشراء لابد من تقييم السهم باستخدام أدوات متعددة.

هناك العديد من الخطرات التي يجب على المستثمر للوصول إلى تقييم للأوراق المالية التي يرغب الاستثمار بها، **وإن خطرات اختيار الأسهم** هي تحديد الأسهم المرغوب الاستثمار بها، ومعرفة أسعار الأسهم في السوق المالي، ودراسة القيمة الحقيقية للسهم ومقارنته بالقيمة السوقية، فعندما يكون سعر السهم أعلى من قيمته الحقيقية يحقق المستثمر عند البيع عوائد غير عادية، **والعكس** أي عندما يكون سعر السهم في السوق أقل من قيمته الحقيقية يتخذ قرار الشراء والخطرة الأولى لعملية التقييم تبدأ بالتحليل الأساسي إذ تهتم بدراسة النشاط الاقتصادي على المستوى الاقتصادي الكلي والاقتصاد القطاعي للشركة وتكتمل الأمر بالتحليل على مستوى الشركة نفسها، ولغرض اختيار الأسهم الملائمة لرغبة وطموح المستثمر لابد من القيام بما يلي:

التحليل الأساسي (Fundamental Analysis):

والتحليل الأساسي هو الأسلوب الذي يعتمد على استخدام الأساليب العلمية في التحليل للوصول إلى تقييم سعر السهم في السوق بعد دراسة الظروف الاقتصادية

ج. العائد الإجمالي للسهم (عائد فترة الاحتفاظ HPY)

ان العائد الإجمالي يتكون من العائد الجاري أي عائد التوزيعات للسهم الواحد بالإضافة الى العائد الرأسمالي المتحقق خلال فترة الاحتفاظ مع الإشارة الى ان الربح الرأسمالي يتحقق نتيجة الارتفاع في سعر البيع مقارنة بسعر الشراء كما أسلفنا سابقاً، اما العائد الجاري فهو عبارة عن التوزيعات التي يقررها مجلس إدارة الشركة وهي عادة تكون في نهاية السنة المالية للشركة ولذلك فإن احتفاظ المستثمر بالسهم لفترة قصيرة يفقده فرصة الحصول على الأرباح وخاصة إذا لم يكن الاحتفاظ به خلال فترة التوزيع، وإذا كانت فترة الاحتفاظ بالسهم لمدة سنة فان حساب العائد يكون كما يلي:

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{\text{الربح الموزع} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر شراء})}{\text{سعر شراء}}$$

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{D + (P_o - P_B)}{P_B}$$

اما اذا كان الاحتفاظ بالسهم لفترة أكثر من سنة عند ذلك يتم حساب عائد فترة الاحتفاظ كما يلي:

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{\text{الربح الموزع} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر شراء})}{\text{عدد السنوات} \times (\text{سعر البيع} + \text{سعر شراء})}$$

مثال رقم (1): فيما يلي بعض البيانات عن سهم شركة بغداد للتكنولوجيا:  
 رأسمال 200000 دينار  
 عدد الأسهم المصدرة 100000 سهم  
 سعر بيع السهم في السوق 18 ديناراً  
 سعر شراء السهم 17.5 ديناراً  
 وصافي الربح بعد الضريبة 200000 دينار  
 ومن المتوقع ان يكون معدل توزيع الأرباح السنوي 20%

أ. تقييم عائد التوزيع للأسهم العادية:

معدل توزيعات الأرباح: تشكل التوزيعات أو العائدات النقدية المتوقع الحصول عليها أساساً في تقييم الأصل، ونسبة التوزيعات تبين لنا عائد السهم الواحد من توزيعات الأرباح، وهي العوائد الجارية الفعلية التي يستلمها حامل السهم مقابل الاحتفاظ به وتحسب النسبة كما يلي:

$$\text{توزيعات الأسهم} = \frac{\text{التوزيعات (الربح الناتج للتوزيع} \times \text{نسبة التوزيع)}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

والمعيار الاسترشادي هو هل ان التوزيعات للسهم المخار أكثر ضعفين الى ثلاثة أضعاف عائد السندات المصنفة (AAA)؟

نسبة مردود السهم الواحد (Dividend Yield): تبين لنا هذه النسبة عائد السهم الفعلي من توزيعات الأرباح للسهم، والهدف هو المقارنة مع كلفة القرض البديلة المتاحة واتخاذ قرار البيع أو الاحتفاظ بالسهم، وهي قدرة الدينار المستثمر في تحقيق التدفق النقدي الى حامل السهم، والعلاقة بين العائد من التوزيعات أو مردود السهم وسعر الشراء علاقة عكسية بالنسبة الى فائدة المستثمر فكلما ارتفع سعر السهم في السوق انخفض مردوده الجاري.

$$\text{مردود السهم الواحد} = \frac{\text{توزيعات ارباح السهم}}{\text{قيمة السهم (القيمة السوقية أو القيمة الاسمية حسب الشراء)}}$$

ب. العائد الرأسمالي (Capital Return)

هو العائد الذي يحققه المستثمر بعد ارتفاع سعر السهم في السوق مقارنة بسعر الشراء، وهذا العائد لا يرتبط بفترة زمنية محددة وإنما بطبيعة السهم وحركة الأسعار في السوق المالي، وان السعر في البورصة هو الذي يصنع الاختيار بالاعتماد على الأرقام والتقارير السنوية.

$$\text{العائد الرأسمالي} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

د. ربحية السهم (EPS):

وهي النسبة التي تقاس لنا أرباح السهم الواحد الموزعة وغير الموزعة على عدد الأسهم المصدر، وهي من المؤشرات الهامة عند رغبة المستثمر معرفة العائد على السهم مقارنة بالعائد في السوق أو الشركات الأخرى المتاحة أسهمها في السوق المالي.

$$\text{ربحية السهم (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم المصدر}}$$

إن هذا المؤشر يستخدم لتقييم ربحية السهم العادي وهو مؤشر عام للعوائد التي يحققها السهم ويؤثر على سعره في السوق. ويعطي لنا هذا المؤشر معدل المدد الذي يحققه المستثمر من توظيف أمواله في الأسهم العادية وهو مقياس دقيق للعائد على الاستثمار في الأسهم.

ه. عائد السهم (P/E):

وهو الربح للسهم الواحد على مبلغ الاستثمار في السهم أي سعر شراء السهم الواحد، والذي يحسب من خلال قسمة ربحية السهم إلى سعر شراء السهم وكما يلي:

$$\text{عائد السهم (P/E)} = \frac{\text{ربحية السهم}}{\text{سعر الشراء}}$$

و. مضاعف الربحية للسهم (P/E):

هو النسبة التي تقاس قدرة حامل السهم على استرداد المبلغ المستثمر والفترة الزمنية لاسترداد مبلغ الاستثمار، وتحسب من قسمة سعر السهم على ربحية السهم الواحد وكما يلي:

$$\text{مضاعف الربحية للسهم (P/E)} = \frac{\text{سعر الشراء}}{\text{ربحية السهم}}$$

كلما يقل عدد المرات كلما كان أفضل للمستثمر أي كلما يتحقق الربح حتى يسترد المستثمر رأس المال المستثمر، ويعد من المؤشرات الهامة جداً في الأسواق المالية لأنه يرشد متخذ القرار بمدى الارتفاع أو الانخفاض في أسعار السهم في السوق، ويتبع

المطلوب:

استخراج العائد الجاري والعائد الرأسمالي للسهم وعائد فترة الاحتفاظ إذا تم الاحتفاظ بالسهم لفترة سنة واحدة؟

$$\text{توزيعات الأسهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المصدر} \times \text{الربح المتاح للتوزيع} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{عدد الأسهم المصدر}}$$

$$\text{الربح المتاح للتوزيع} = \frac{20}{100} \times 2000000 = 400000 \text{ دينار}$$

$$\text{توزيعات الأسهم} = \frac{400000}{100000} = 4 \text{ دينار}$$

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{\text{الربح الموزع} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر شراء})}{\text{سعر شراء}}$$

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{(17.5 - 18) + 4}{17.5} = 25.7\%$$

أما إذا كان الاحتفاظ بالسهم المذكور في مثالنا أعلاه لفترة 4 سنوات، وكان عائد السوق 12% فما هو العائد المتوقع وهل تقوم بالاحتفاظ بالسهم المذكور وما هي الفترة المناسبة للاحتفاظ؟

الحل: يتم حساب عائد فترة الاحتفاظ لمدة 4 سنوات كما يلي:

$$\text{عائد الاحتفاظ في السهم (HPY)} = \frac{(17.5 - 18) + 4}{17.75} = \frac{1.125}{17.75} = 6.3\%$$

إن عائد فترة الاحتفاظ لمدة سنة 25.7% أما الاحتفاظ لمدة 4 سنوات فيحقق عائداً قدره 6.3%.

ملف الحسابات  
ملاحظات

الأدوات المالية في الأسواق المالية

$$k = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g$$

مثال:  
حصلت على بعض البيانات عن الأرباح لشركة الاسمنت حيث يبلغ سعر السهم 40.88 دينار والقيمة الدفترية للسهم 4.35 دينار ويتم توزيع الأرباح بمبلغ 0.520 دينار فإذا كان معدل الخصم 12%.

المطلوب: استخراج معدل العائد المطلوب للشركة المذكورة؟

الحل:

$$K = \frac{0.520 \times 1.12}{40.88} + 0.12 = 13.4\%$$

ح. القيمة الدفترية للسهم

هي القيمة المسجلة في السجلات المحاسبية للشركة من خلال معرفة القيمة الدفترية لأصول الشركة في سجلاتها وكذلك قيمة التزامات الشركة تجاه الغير من المطلوبات طويلة وقصيرة الأجل والدايتون والقروض المصرفية طويلة وقصيرة الأجل والسندات، إضافة إلى قيمة الأسهم المتأخرة، باعتبارها التزام على الشركة تجاه حاملي هذه الأسهم، ويعطينا هذا المؤشر قيمة السهم الدفترية ويساعد ذلك في معرفة درجة المخاطر التي وتحملها المستثمر بعد مقارنة سعر السهم بالسوق مع القيمة الدفترية ومدى إمكانية استرداد قيمة المبلغ المستثمر في حالة تصفية الشركة.

ويكن حساب النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للأسهم العادية}}{\text{إجمالي الأصول في السجلات - الالتزامات}} = \frac{\text{عدد الأسهم العادية}}{\text{حقوق الملكية - الأسهم الممتازة}}$$

وكمقياس استراتيجي لهذه النسبة هو كون سعر السهم في السوق أقل مرتين إلى ثلاثة من القيمة الدفترية.

الفصل الخامس

القدرة على التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية، وطبعاً عندما يتعد مضاعف سعر سهم معين عن النسبة المعيارية المحددة في السوق المالي فإن ذلك مؤشر عن احتمال انخفاض القيمة الدفترية للسهم العادي في المستقبل، وقد أشار كرهام ودود إلى إرشادات إلى المستثمرين بخصوص أهمية هذه النسبة، فتعد استخراجها يجب أن تعرف ما يلي:

• هل إن نسبة مضاعف الربحية أقل من نصف عائد الاحتفاظ لسندات الشركات الصنف AAA.

• هل إن نسبة مضاعف الربحية أقل من 40% من معدل مضاعف الربحية لأكثر من 5 سنوات ماضية؟

ز. نموذج خصم التوزيعات (DDM) Dividend Discount Modern  
يسمى أيضاً بنموذج جوردون وتشاير وهو المؤشر الذي يقيم السهم ويقوم على أساس رسمة الأرباح المتوقعة مستقبلاً، باستخدام معدل عائد يتناسب ومعدل نمو الأرباح المتوقعة لفترة خمس إلى عشر سنوات قادمة، وكذلك يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة على السهم، بمعنى آخر أنه يأخذ الربح الجاري وهو نسبة الربح الموزع للسهم السنوي.

نموذج خصم التوزيعات (نموذج النمو لجوردون) = معدل الخصم - معدل النمو  
ربح  
ويبلغ قيم الأرباح  
حيث أن: معدل الخصم 10%

P<sub>0</sub> =  $\frac{D_1}{K - g}$   
توزيعات الأرباح  
معدل الخصم - معدل النمو  
معدل الخصم استناداً إلى مخاطر السهم  
معدل النمو في التوزيعات المتوقعة

Shareholders required rate of return

ويمكن استخراج معدل العائد المطلوب (Shareholders required rate of return) كما يلي:

$50 = \frac{0.12 - 9}{6 - 509}$   
 $92 = \frac{1509}{-2}$   
 $-50 = \frac{96}{-2}$   
96 0%

مؤرج خصم التوزيعات (جوردون) =  $0.04 - 0.06 = 15\%$

القيمة الدفترية للأسهم العادية = إجمالي الأصول في السجلات - الالتزامات  
 =  $30000 - (10000 + 20000) = 13.5$  دينار

مضاعف الربحية (R/P) =  $\frac{2.5}{14} = 5.5$  مرة

نسبة التداول =  $\frac{30000}{15000} = 2$  مرة

الطلب (ب):

- قارن بين نتائج التحليل لأسهم الشركة المذكورة وبين المعايير المقترحة من قبل بتجامين كرهام وريجانوم والتي هي كما يلي:
- ان يكون عائد السهم ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة والمصنفة AAA.
- ان يكون مضاعف الربحية اقل من 40 % مقارنة بأعلى مضاعف ربحية للسهم خلال السنوات الخمسة الماضية.
- ان يكون معدل التوزيعات اكثر من ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل.
- ان تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي القيمة الدفترية للسهم.
- سعر بيع السهم اقل من ثلثي نصيب السهم من الأصول المتداولة (الأصول المتداولة - الدين وأرباح الأسهم المتأخرة).
- ان يكون مجموع ديون الشركة اقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.
- ان لا يقل الربح عن 7% كمعدل للسنوات العشرة الماضية.

9.15

مثال: ربحية مرتفعة من الأصول

فيما يلي بعض البيانات عن سهم شركة عمان للكمبيوتر: رأسمال الشركة 400000 دينار وقيمة الأصول في الدفاتر 300000 دينار وإجمالي المطلوبات 20000 دينار والأسهم المتأخرة 10000 دينار، سعر السهم في السوق 14 دينار وصافي الربح بعد الضريبة 110000 دينار، الموزعة فضلاً عن 30% تكلفة رأسمال في السوق 6%، معدل نمو الأرباح السنوي 4% وعدد أسهمها 20000 سهم. كم عدد الأسهم المطلوبة؟

المبلغ	الأصول	المبلغ	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية	المبلغ
30000	الأصول المتداولة	15000	المطلوبات المتداولة	
		20000	إجمالي المطلوبات	
	الأصول الثابتة	370000	الأسهم العادية	
370000		10000	الأسهم المتأخرة (ربحية السهم)	
400000	إجمالي الأصول	400000	الممتاز الواحد 2 دينار)	

الطلب (ج):

تحليل السهم المذكور باستخدام نسبة الربحية والمضاعف والقيمة السوقية والأرباح الموزعة للشركة المذكورة وبين جدوى شراء السهم المذكور؟

ربحية السهم الواحد =  $\frac{110000}{20000} = 5.5$  دينار

عائد السهم (E/P) =  $\frac{5.5}{14} = 39.2\%$

توزيعات الاسهم =  $\frac{33000}{20000} = 1.65$  دينار

9.14



- نسبة القيمة السوقية للسهم الى القيمة الدفترية اقل من 1. بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية.
  - ان لا تقل نسبة التداول عن 2:1.
  - ان تكون الدينون اقل من ضعف صافي الأصول المتداولة.
- خصائص الاستثمار في الأسهم العادية:
- للاستثمار في الأسهم العادية مزايا متعددة أهمها:
1. تحقيق أرباح رأسمالية وأرباح جارية.
  2. سهولة تداولها في السوق الثانوي وتحويلها إلى سيولة.
  3. انخفاض تكاليف التداول وسهولة نقل الملكية.
  4. تمتع بارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

**مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية**

- ان منح الأولوية إلى حملة السندات والأسهم الممتازة عند توزيع الأرباح يجعل حامل السهم العادي يحصل على باقي الربح غير الموزع الناجم عن النشاط للشركة، وكذلك الحال من باقي قيمة أصول الشركة عند التصفية، وهي بذلك تتصف بأعلى معامل مخاطرة مقارنة بحملة السندات والأسهم الممتازة، والمستثمر بالأسهم العادية يتوقع ان يتعرض إلى مخاطرة متعددة واحتمال التعرض لبعض أو كل المخاطر التالية:
1. الظروف السياسية والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.
  2. معدلات التضخم وتغير القدرة الشرائية للنقود وأسعار العملة والبدورات الاقتصادية من ركود ورواج اقتصادي.
  3. التشريعات السيادية كالتقنين والأنظمة والضرائب.
  4. المخاطر غير المنتظمة التي ترتبط بالشركات من كفاءة الإدارة والرافعة المالية والمعجز عن سداد الالتزامات والرافعة التشغيلية والتطور التكنولوجي المناهضة وتقلب الأرباح.
5. الأخطار غير الموسمية التي ترتبط بطبيعة المستثمر وتفضيلاته وهي:

٩٦

- أ. الخوف والطمع والذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير متوازنة.
  - ب. الركض وراء الجميع (غريزة القطيع) والتي تعني الشراء عندما تنجح مجموعة من المستثمرين في السوق نحو الشراء فيعمل المستثمر نفس ما يعمل الجماعة في السوق.
  - ج. مخاطرة نقص السيولة الذي يؤدي إلى بيع الأوراق المالية الجيدة.
  - د. مخاطرة الارتباط بسهم معين وجعله الوحيد في المحفظة الاستثمارية.
- مثال:

توفرت لدينا البيانات التالية عن شركة العرب التي يبلغ رأسمالها 4 مليون وعدد أسهمها 400 ألف سهم وسعر السهم في السوق 30 دينار ويبلغ صافي الربح بعد الضريبة 4 ملايين والأرباح الموزعة فعلا 15 دينارا فإذا كانت تكلفة رأس المال في السوق 8% ويتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل 5% سنويا.

المطلوب: تقييم السهم؟

$$\begin{aligned} \text{ربحية السهم} &= \frac{4000000}{400000} = 10 \text{ دينار} \\ \text{مضاعف الربحية} &= \frac{30}{10} = 0.3 \\ \text{عائد السهم} &= \frac{10}{30} = 0.33 \end{aligned}$$

$$\text{نموذج جورودون (خصم التوزيعات)} = \frac{15}{0.08 - 0.33} = 150000$$

**طبيعة الاستثمار في الأسهم**

يعد تقييم الأسهم من أهم طرق اختيار الاستثمارات واتخاذ القرارات، وتتطلب عملية تقييم الأسهم التابعة للمستثمر لأنها دائما في تغير حتى بالنسبة لأكثر المختصين خبرات لأنه لا يتجزأ من السوق ويتجه باتجاه متعاكس لتوقعاته.

٩٧

كما يؤدي إلى ارتفاع P/E أي نسبة معامل الربح إلى فوق متوسط المعايير في السوق وكلما كان (P/E) أقل كلما كان السهم أفضل وان نقطة ضعف هذا المؤشر أنه يعتمد على التوقعات في السوق المالي.

4. تقييم سعر السهم بالنسبة إلى المبيعات (PSR) (Price /Sales Ratio): أن معادلة تقييم السهم بالنسبة إلى المبيعات عند شراء الأسهم تعد إحدى المؤشرات الجيدة وعندما يكون هذا المؤشر منخفضاً فالأرباح لهذه الأسهم تزيد على ربح الأسهم الأخرى إذا كان معامل السعر إلى الربح أقل من المتوسط. وهذا معناه أن فاعلية (PSR) أقوى من فاعلية P/E بسبب عدم وضوح الأرباح الحقيقية للشركة، ويمكن استخدام (PSR) في تقييم الشركات الجديدة التي لا أرباح لديها لكنها تسمى، مثل شركات الإنترنت عند بداية ظهورها حيث هذا القياس لا يعمل في الشركات التي ليست لديها مبيعات مثل البنوك وشركات التأمين.

5. تقييم الأسهم بطريقة التحليل الأساسي والتي تعتمد على الاستثمار في الأسهم لفترة طويلة (مراجعة القيمة في الأسهم والقطاع لمدة 6 إلى 18 شهراً، وأخذ بنظر الاعتبار النمط العام في الاقتصاد) وتوجد في مقارنته بمختلف القطاعات.

6. تقييم السهم بطريقة التحليل الفني من خلال إمكانية التنبؤ بحركة السهم صعوداً وهبوطاً في المستقبل ويعتمد على الحركة الحالية للسوق والأسهم.

تقييم الأسهم والقيمة الزمنية للنقد تعتمد الفكرة الأساسية لتقييم الأسهم على حجم الاستثمار في السهم أي المبلغ المنفق على شراء الأسهم، ووقت استلام العائد سواء أكان العائد جارياً أو رأسمالياً، وطالما أن الفترة الزمنية تلعب دوراً في تحديد قوة العائد فلا بد لنا من أن نأخذ مفاهيم القيمة الزمنية للنقد في الحسبان عند عملية التقييم، سواء القيمة الحالية أو القيمة المستقبلية، وأن ذلك سيوصلنا إلى التوقع لتحديد الأداء الحالي والمستقبلي للسهم، ومن ثم إعطاء تقييم للسهم من حيث كونه فوق أسعار السوق (Overpriced) أو تحت الأسعار (Under priced)، وهناك العديد من نماذج تقييم الأسهم العادية من أهمها:

إن أكثر المحللين يعتمدون التحليل الاتجاهي للسوق من خلال الأوضاع المشابهة ويتوقعون أن يسلك السوق نفس المسلك السابق. مما لا شك به أن الآلية الأساسية التي تحرك أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً كآلية سلمة هو العرض والطلب.

**تقييم الأسهم العادية**

يتم استخدام طرق متعددة لتقييم الأسهم والأوراق المالية الأخرى وتختلف هذه الطرق حسب الهدف من الاستثمار وهذه الطرق هي:

1. تقييم السهم بالنظر إلى معادلة معامل السعر إلى الربح P/E أي كم يدفع السوق للأسهم بالنسبة للدخل الذي يحصل عليه من خلال قسمة سعر السهم إلى ربحية السهم.

2. تقييم السهم من وجهة دخله والعائد عليه ومقدار الربح المتوقع من أرباح الشركة لكل سهم ويستخرج بقسمة قيمة الربح على سعر السهم  $R/P/E$ .

والسؤال الذي نطرحه هل إن عائد السهم مقياس لقيمة الأسهم جميعاً؟  
والحقيقة إن بعض الشركات لا توزع أرباحاً للمساهمين خاصة شركات النمو التي تخصص الأرباح لتحقيق النمو وتطوير الشركة مما يؤثر على قيمة السهم وسعره بالسوق، فيكون العائد هنا ارتفاع سعر السهم وتحقيق الربح الرأسمالي أو قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق لرفع سعره وتحقيق الفائدة للمستثمر، ومن المتوقع أن تقوم بعض الشركات بتوزيع أرباح عالية بهدف زيادة سعر السهم ولتدقيق صديق نوايا الشركة تقوم بالنظر إلى نسبة توزيع الشركة للأرباح بالنسبة إلى صافي الدخل، فإذا كانت النسبة أكثر من 75% فمعنى ذلك أن هناك خللاً على الأرجح ووجود مشكلة لدى الشركة في استثمار الأرباح وتحقيق النمو، وأنها ترغب بجلب المستثمرين لشراء أسهمها دون تحقيق نمو وتطوير في أعمالها، لذلك هناك خطر إذا أخذنا بالاعتبار عائد السهم فقط عند تقييم السهم.

3. تقييم السهم من خلال نسبة نمو السهم مقارنة بنسبة معامل السعر إلى الربح (PEG) Price/ Earning/ growth Ratio إن أسهم النمو القوي تجذب المستثمرين

1. نموذج السعر إلى العائد P/E وتقيس عدد المرات التي يغطي بها السعر العائد الذي

يحققه السهم، وكلما كان (المؤشر منخفضاً) كان أفضل للمستثمر. فلو فرضنا أن سعر السهم في السوق كان 12 دينار وأن العائد 3 دينار فإن السعر العائد يساوي:

$$\frac{P}{E} = \frac{12}{4} = 3$$

ب. نموذج العائد والتوزيعات: في هذه الحالة يتم تقييم العائد المتوقع للسهم خلال الفترة المطلوب تقييمه بها بناء على العائد الحالي ونسبة متوقعة للنمو في العائد ونسبة التوزيع وبناء التوقعات على المدى البعيد، وهذا يعني أن عملية التقييم تتم على مرحلتين:

→ الأولى: استخراج القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة.

→ الثانية: استخراج القيمة الحالية لسعر السهم في نهاية الفترة السابقة بناء على التوقعات.

$$\frac{P}{E} =$$

مثال رقم (1):

بلغ العائد لشركة العروة للسنوات 2011-2013 كما في أدناه، فإذا علمت أن الشركة ستستمر في توزيع الأرباح بنفس النسبة مستقبلاً وتوقع استمرار نمو العائد على السهم بعد العام 2013 بنسبة 4%، وكان العائد المطلوب 10% وأن سعر السهم في السوق 100 دينار.

المطلوب:  
إيجاد القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة في السنوات المستقبلية، إذا علمت أن نسبة الأرباح الموزعة تساوي  $P/O = 0.6$ .

السنة	العائد على السهم
2011	20
2012	22
2013	24

أولاً: نماذج التقييم التي تقوم على الأرباح الموزعة (Dividend Valuation Models)

حيث تعتبر قيمة السهم عبارة عن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة مستقبلاً مخصومة بنسبة خصم تساوي العائد المتوقع:

$$1 - V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

$$2 - V = \frac{D}{K}$$

حيث:

V: قيمة السهم

D: التوزيعات

K: معدل العائد المطلوب

أ. نموذج التوزيعات الثابتة ونسبة العائد المطلوب الثابتة

$$3 - V = \frac{D}{K} = P_0 = \frac{D}{K}$$

فإذا قامت شركة الراقدين بتوزيع أرباح نقدية بقيمة 0.8 دينار للسهم الواحد وكان معدل العائد المطلوب على هذا النوع من الاستثمارات 12% فإن قيمة السهم تبلغ

$$V = \frac{0.8}{0.12} = 6.6D$$

ب. نموذج النمو الثابت في التوزيعات

ثانياً: نماذج التقييم التي تعتمد على العائد للسهم

وتستخدم لتقييم أسهم الشركات التي لا تقوم بتوزيع أرباحها، والتي تكون في مرحلة التأسيس والنمو وهي كما يلي:

2. الأسهم الممتازة

هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة اسمية وتُحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت بالهجينة. أرباح الربح هو صفة السندات وحق ملكية هي صفة الأسهم العادية ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها وتقرر توزيعها، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية بوزنها الخاصة للأرباح الأولية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو ببلغ مطلق، ولذلك تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة، ويتم تقييم الأسهم الممتازة بخفض الأرباح الموزعة للسهم بملك الخصم المناسب أو العائد المطلوب من قبل المستثمر، ولغرض تحديد قيمة السهم الممتاز القبول من قبل المستثمر نطبق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{العائد المطلوب}}$$

مثال:

يرغب أحد المستثمرين شراء أسهم ممتازة ويربح موزع قدره 8 دنانير، فإذا كان العائد المتاح للمستثمر 12%.

المطلوب:

تحديد قيمة المبلغ الذي يدفعه المستثمر لشراء السهم الممتاز؟

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{8}{0.12} = 66 \text{ ديناراً}$$

والأغراض تحفيز المستثمرين في السوق المالي لشراء الأسهم الممتازة فقد تتضمن الإصدارات بعض الحوافز منها ما يلي:

يجمعها أكثر سيولة من سندات القطاع الخاص وأكثر الإصدارات للسندات الحكومية تكون ههنا من ضريبة الدخل مما يمنحها ميزة ضريبية مقارنة بالسندات الأخرى، وتصدر السندات من قبل الشركات كالمشركات المساهمة العامة ولذلك فإن هذه السندات التي تصدر من الشركات المساهمة عادة تكون نسبة فائدة أعلى من السندات الحكومية حتى تستطيع أن تجذب المستثمرين وذلك نظراً لارتفاع درجة المخاطر. وتصدر وفق شروط معينة وعادة يتم طرحها بهدف الحصول على الأموال طويلة الأجل، وتعهد المصدر بدفع قيمة السند والقوائد المترتبة عليه وفق شروط الإصدار، ولذلك نستطيع أن نعتبر السندات أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال للأوراق المالية ويتم تداول السندات بواسطة بئرك الاستثمار التي تدير عملية التداول مع تقديم ضمان بشراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها، ويتم التداول بواسطة هذه البنوك دون التعهد بشراء السندات غير المكتتب بها وهو في هذه الحالة يقوم بدور الوسيط فقط.

#### خصائص السندات

السند هو أداة دين، ولذلك يكون حامل السند الأولوية في الحصول على حقوقه سواء من الأرباح التي يحققها الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس، ويمكن أن تلخص الخصائص الرئيسية للسندات بما يلي:

1. أداة استثمار ثابتة الدخل بمعدل الفائدة السنوية المتفق عليها في شروط الإصدار.
2. للسندات فترة إطفاء محددة إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق الثابت صراحة في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق.
3. يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله، بيمه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحامل السندات عند تداولها في السوق الثانوي.

وقد تصدر السندات لحاملها إذ لا يتم إدراج اسم حامل السند على الكوبون ويتم تداوله دون الحاجة إلى الرجوع إلى سجلات الجهة المصدره، وتتقل ملكية السند

مثال رقم (2):

يتكون رأسمال شركة الاتحاد العربي من مبلغ 10 ملايين دينار وتشكل الأسهم العادية 6 ملايين دينار والأسهم الممتازة 4 ملايين دينار، وكانت القيمة الاسمية للسهم الممتاز 100 دينار بربح 8% من القيمة الاسمية وحقت الشركة أرباح بمبلغ 2 مليون دينار.

المطلوب:

بيان حصة حملة الأسهم الممتازة إذا كانت مجتمعة الأرباح ولم يتم توزيع الأرباح في السنتين الماضيتين، وأجمالي الربح المتحقق إذا كانت متقاسمة الأرباح بنسبة 20% وحصة حملة الأسهم العادية من المتبقي من الربح 70%؟

$$320000 = 0.8 \times 4000000$$

$$960000 = 3 \times 320000$$

ثلاث سنوآت

$$2000000 - 960000 = 1040000 \text{ دينار المتبقي من الأرباح}$$

$$728000 = 0.70 \times 1040000$$

$$312000 = 728000 - 1040000$$

$$62400 = 0.20 \times 312000$$

$$1022400 = 62400 + 960000$$

الجمعة والتقاسم.

#### 3. السندات (Bonds)

هي أداة دين ذات قيمة اسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة (تاريخ) إطفاء محدد وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل طويل الأجل، وتعد من الحقوق الممتازة ثابتة الدخل وتميز بالتحفظات درجة المخاطر ولذلك يفضلها المستثمر المحافظ، وتعد أوراق مالية ذات (قيمة اسمية واحدة وقابلة للتداول)، ويتم إصدارها من قبل الحكومة (سندات الخزانة وسندات الحكومة الخلق) وتتياز السندات الحكومية بعدة مزايا تجعلها أكثر جاذبية، فهي ذات درجة مخاطر منخفضة بما

بمجرد استلامه من المستثمر الجديد الذي يحصل على حقوق السند كاملة، أو سندات اسمية والتي تسجل باسم مالكها ويوجد سجل خاص لدى الشركة المصدرة ويتم تسجيل كافة التغيرات التي تحصل على السندات في السجلات الخاصة بذلك.

تتمتع السندات قصيرة الأجل التي لا يتجاوزها (السنة) أداة تمويل قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، مثل حسابات الخزينة وتصدر هذه السندات على أساس تمويل العجز في خزينة الدولة وتستحق هذه السندات في نهاية السنة المالية.

يتمتع السندات متوسطة الأجل فهي تلك السندات التي يكون (ظفانها) بعد مرور فترة إلى سبع سنوات، وتصدر عادة بأسعار أقل من السندات القصيرة ويتم تداولها في السوق المالي.

والسندات طويلة الأجل التي يكون عمرها أكثر من سبع سنوات تكون فائدتها أعلى وذلك لطول فترة الإطفاء وارتفاع درجة المخاطر.

وقد تكون السندات مضمونة لقاء عقار أو أي أصل آخر فيحق لحامل السند ان يضع يده على العقار في حالة توقف جهة الإصدار عن تسديد الفائدة أو إطفاء السند.

والسندات غير المضمونة تعتمد على تعهد جهة الإصدار فقط، ويطلق على هذا النوع اسم السندات العادية، والضمانة الوحيدة لهذا النوع من السندات هي (حقوق الأولوية) في الحصول على حقوقه مقارنة بالدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

وقد تقوم الجهة المصدرة بإضافة بعض الامتيازات والشروط على إصداراتها من السندات بهدف ترغيب المستثمر أو منح المرونة للشركة لاستبدال التمويل بالسندات بمصادر تمويل أخرى.

والسندات على عدة أنواع كما يلي:

1. سندات عادية لها قيمة اسمية وسعر ثابتة ثابتة وتاريخ إطفاء محدد وتصدر بدون ضمانات من قبل الحكومة أو الشركات العريقة ويكون عرضها منخفضاً لانخفاض مخاطرها.

2. سندات مضمونة تصدر مقابل ضمان مادي أو كفالة طرف ثالث.

3. سندات مقاسمة الأرباح وتصدر لغرض تخفيض مشكلة ثبات سعر الفائدة على السند بالنسبة لثبات سعر السهم للمستثمر.

4. السندات القابلة للاستبدال إلى أسهم عادية (Convertible bonds): هي تلك السندات التي يمكن استبدالها أو تحويلها بعدد معين من الأسهم العادية لتحدد عند الإصدار (تضمن شروط إصدارها) حتى تحويل السندات إلى أسهم عادية وهذا النوع من السندات لصالح المستثمر بهدف تحفيزه لشراء هذا النوع من السندات،

وعادة تكون فترة التحويل محددة بسقف كان تكون 3 سنوات مثلاً، ففي حالة (الواجب) لا اقتصادي نتيجة المستثمر إلى (تحويل) السندات إلى أسهم عادية وفي حالة انكماش الاقتصاد (كثفي) حامل السند بالحصول على الفائدة المحادة في شروط الإصدار.

وتحدد قيمة السهم العادي عند الإصدار وفي معدل التحويل أو سعر التحويل، فعندما نقول إن قيمة السندات الاسمية 1000 دينار ويمكن استبدالها بخمسة أسهم عادية معناها أن قيمة السهم الواحد 200 دينار وهي نفسها القيمة الاستبدالية، ويمنح خيار الاستبدال خلال فترة عند إصدار كيون السند وهذا يعد حافزاً للاستثمار في السندات (لغرض) الحصول على عوائد أخرى عند الاستبدال وخاصة في حالة ارتفاع قيمة السهم العادي في السوق (مقارنة) بالقيمة الاستبدالية له. ويمكن استخراج سعر التحويل (Conversion Price) بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر التحويل} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسند}}{\text{عدد الأسهم المستلمة}}$$

$$\text{نسبة التحويل} = \frac{\text{قيمة السندات المحولة}}{\text{سعر التحويل}}$$

وهي أيضاً (تتعلق) من الفائدة للشركة المصدرة لهذا النوع من السندات لأنها ستحصل على تمويل بالأشهر العادية بدون تكلفة بعد استبدال السندات بالأسهم العادية.

سندات الإخراج (المعادن) كالنقود والذهب لأنها خلال السنوات الأولى قد لا تحقق إيرادا وتصف هذه السندات بارتفاع معدل الفائدة نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي تتعرض لها.

مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات

أ. مزايا واستراتيجية (المزايا) إذا نجح حامل السند على المعائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ب. انخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات الضمونة بأصول الشركة، إذ يستطيع حامله ان يستوفي قيمة السند من هذا الضمان، كما ان السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة.

ج. تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال احتساب فوائدهما كلفة لأغراض الاحتساب الضريبي أو إعفائه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلا، ولذلك نرى ان أكثر المستثمرين الحافظين يميلون إلى الاستثمار في السندات وذلك لانخفاض درجة المخاطر.

د. ان هذه الامتيازات لا تعني عدم وجود مخاطر في الاستثمار بالسندات ويمكن ان نؤشر عدد من المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في السندات وهي كما يلي:

1. مخاطر السيولة:

تفتقد السندات طوية الأجل إلى خاصية السيولة، مما يعرض حامل السند إلى مخاطر القوة الشرائية للقود أي انخفاض القيمة الزمنية للقود بسبب التضخم الاقتصادي، فترفع درجة المخاطر كلما طالت فترة الاستحقاق.

مثال:

ما هو التغيير في سعر السند عندما يكون معدل التضخم المتوقع متغيرا؟ وما هو تأثير هذا التغيير على السند عند الاستحقاق وكيف سيكون التأثير على شكل منحني العائد؟

مثال:

في 1/1/2012 أصدرت شركة الرشيد سندات قابلة للتحويل فئة A بقيمة اسمية مقدارها 1000 دينار للسند الواحد بفائدة 7% ويستحق إطفاء السند بعد 10 سنوات وتضمنت شروط الإصدار ما يلي:

- قابلية السند للاستدعاء بعلاوة 50 دينارا للسند على ان يتم التحويل خلال فترة ثلاث سنوات من تاريخ الإصدار.

- قابلية السند للتحويل إلى أسهم عادية بسعر السهم 200 دينار بفترة 5 سنوات من تاريخ الإصدار.

المطلوب:

تحليل الفوائد والخسائر التي يمكن ان تتحقق بالنسبة إلى مصدر السند والمستثمر في الحالات الآتية:

في حالة ارتفاع سعر السهم العادي في السوق بعد مضي سنتين من تاريخ الإصدار بمقدار 30 دينارا.

سعر التحويل =  $1000 \div 200 = 5$  أسهم لكل سند.

الربح الرأسمالي لكل سهم نتيجة لارتفاع سعر السهم =  $30 \times 5 = 150$  دينارا في حالة هبوط سعر السهم بعد سنتين من تاريخ الإصدار إلى 180 دينارا؟

عند تحويل السند إلى أسهم فيحصل على 5 أسهم وسيكون مقدار الخسارة في كل سهم 20 دينارا كنتيجة لانخفاض سعره إلى 180 دينارا وإجمالي الخسارة سيكون كما يلي:

$20 \times 5 = 100$  دينار لكل سند وعليه سوف لا يستخدم المستثمر حقه في تحويل السندات إلى أسهم عادية.

5. سندات ذات الدخل: الأصل في السندات منح الفوائد لحاملها سواء حققت الشركة الربح أم لم تحقق، ولكن هذا النوع من السندات يرتبط فيه توزيع الفوائد بتحقيق الدخل من قبل الشركة المصدرة يتم إصدار هذه السندات من قبل

يؤثر معدل التضخم بشكل كبير على سعر السندات في السوق المالي، لسبب أساسي هو أن المالك حتى السند المشتمل بالفاصلة لا يتغير مهما ارتفعت معدلات التضخم مما يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للمالك على السندات، وكذلك الحال عند استحقاق السند إذ أن المبلغ المستحق في السندات الذي يستلم بعد (10) سنوات سيتعرض للانخفاض بسبب التغير في معدلات التضخم.

إن التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في السندات عبارة عن مدفوعات ثابتة ولذلك فإن طول مدة اطفاء السندات أو تاريخ استحقاقها را المال المستثمر في السندات يؤدي إلى تعريضه للمخاطر، بسبب التضخم والمخاطر وتغير العائد المطلوب وهي المكونات الأساسية لمعدلات الخصم، إذ أن السندات ذات الفترة الأطول تكبرن أكثر حساسية للتغيرات في معدلات العائد المطلوبة.

مثال:

تم الاستثمار في سند قيمته الاسمية 900 دينار وبفاصلة سنوية 80 دولاراً ومعدل الرسملة المستمر (The Going Capitalization Rate) (k<sub>b</sub>) 8% فما هي قيمة السند الآن؟

$$vb = \frac{80}{0.08} = 1000$$

$$vb = \frac{80}{0.10} = 800$$

إذا ارتفع معدل الرسملة إلى 10% فإن قيمة السند تنخفض وكما يلي:

$$vb = \frac{80}{0.05} = 1600$$

إذا كان معدل الرسملة 5% فإن قيمة السند سترتفع إلى:

السنة	العائد على السندات	معدل التضخم
2008	% 5.28	% 1.13
2009	% 1.96	% 4.41
2010	% 2.90	% 3.06

تقييم السندات  
يمكن تقييم السندات وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

$P_0$  = القيمة الحالية للسند  
 $n$  = فترة اطفاء السند  
 $C_t$  = التدفقات النقدية في الزمن t  
 $r$  = سعر الخصم

ومن هذه المعادلة يمكن اشتقاق المعادلة التالية لاستخراج القيمة الحالية للسندات وعوائده خلال فترة الاستثمار:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{Par}{(1+r)^n}$$

سعر السند = القيمة الحالية (الفائدة) + القيمة الحالية (قيمة السند)

حيث  $par$  = القيمة الاسمية للسند

افرض ان السند يباع بقيمة 900 دينار ويحصل على فائدة سنوية بقيمة 95 دينار وان قيمة السند الاسمية 1000 دينار بفترة اطفاء 8 سنوات. ما هو العائد المطلوب؟

$$900 = \sum_{t=1}^8 \frac{47.50}{(1+r)^t} + \frac{1000}{(1+r)^8}$$

$$r = 11.44\%$$

ان قيمة الفائدة المجمعة 489 دينار عندما تكون القيمة الاسمية 410 دينار فإن هاتين القيمتين تكون سعر السند الحالي في السوق يبلغ 900 دينار.

السندات الصفرية

في حال كون السندات صفرية فإن المستثمر يدفع 450 دينار اليوم ويستلم 1000 دينار في 7.5 سنة، بحساب القيمة الزمنية للنقود البسيطة، ما هو معدل النمر في معدل



## الفصل الخامس

## التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

المقدمة  
تعرض البيئة والاقتصاد الى متغيرات مستمرة تؤدي الى التأثير على قرارات المستثمرين، مما يتطلب ملاحظة هذه المتغيرات بهدف التوصل الى قرارات البيع والشراء والاستثمار، وان اهم الوسائل المستخدمة في التنبؤ بالمستقبل هو استخدام اساليب التحليل، وهناك نوعان من اساليب التحليل على مستوى الاقتصاد والتي تستخدم في الاسواق المالية، وكل نوع من هذه الأنواع ميزاته وعيوبه واستخداماته وفق طبيعة السوق المالي والاقتصاد ومكوناته ومستويات الكفاءة والشفافية والدقة ومدى وجود المؤسسات الخادمة لكل أسلوب من اساليب التحليل، واساليب التحليل المعتمدة حالياً هي أسلوب التحليل الأساسي واسلوب التحليل الفني، وسنقوم في هذا الفصل بعرض طبيعة ومفهوم وخصائص كل نوع من انواع التحليل.

## الفصل

## التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

المبحث الأول، التحليل الأساسي

المبحث الثاني، التحليل الفني

$$\frac{CP - P}{N} + F$$

$$\frac{CP + S}{2}$$

$$\frac{900 - 1000}{2} + 47.5$$

$$\frac{900 + 1000}{2}$$

$$\frac{53.75}{950} \times 100\%$$

5.66% زخم / زخم  
111  
2

## المبحث الأول

### التحليل الأساسي للأوراق المالية Fundamental Analysis

إن المدخل الأساسي في تحليل الأوراق المالية هو التحليل الذي يعتمد على استخدام الأساليب العلمية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم في السوق، بعد دراسة الظروف الاقتصادية العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي، وتحليل القطاع الذي تنتسب إليه الشركة ثم تحليل سهم الشركة نفسها، وتستند عملية التحليل الأساسي على فرضيات تقول إن أسعار الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي على المستوى الاقتصاد الكلي أو مستوى الاقتصاد القطاعي الذي تنتمي إليه الشركة وكذلك ظروف وطبيعة نشاط هذه الشركة، ومن خلال هذا التحليل نستطيع الوصول إلى تلك الأسهم التي يتم تداولها في السوق بأسعار أقل من قيمتها الحقيقية، وعليه تقوم بشراؤها، والعكس صحيح أي عند اكتشاف تداول أسعار بعض الأسهم في السوق المالي بأكثر من قيمتها العادلة يتم بيعها، وعلى هذا الأساس يمكن أن نقسم التحليل الأساسي إلى جزأين وهما ما يلي:

أولاً: تحليل البيئة الخارجية  
ثانياً: تحليل عناصر الشركة في البيئة الداخلية.

#### التحليل الأساسي

##### أولاً: تحليل البيئة الخارجية

1. تحليل الاقتصاد الوطني والإقليمي والعالمي والأسواق المالية.
  2. تحليل الاقتصاد القطاعي الذي تنتمي إليه الشركة.
  3. تحليل وفحص الشركة.
- تمر عملية تحليل الأوراق المالية بثلاثة خطوات وهي كما يلي:

أولها فحص الظروف الاقتصادية والثانية تحديد القطاعات المتميزة المتوقع أن تؤدي أداء مرتفعاً ثم الخطوة الأخيرة مراجعة وفحص الشركات الفردية وأسهمها لتثبيت عمليات الشراء أو البيع الممكنة وتحديد سعر الأوراق المالية ونعرض في أدناه طبيعة كل من أنواع التحليل:

1. تحليل الاقتصاد الوطني والاقليمي والعالمي والأسواق المالية  
تعرض البيئة وعناصر الاقتصاد الوطني والعالمي إلى متغيرات مستمرة، هذه المتغيرات تؤدي خلال مراحل التطور الاقتصادي إلى حدوث تقلبات اقتصادية بصورة دورية تؤثر بشكل كبير على مستويات النشاط وبالتالي على مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي ومستويات عرض النقد ومستويات الإنتاج الحقيقي والمعرفي في الاقتصاد، وحجم البطالة والأسعار ومعدلات التضخم على مدى عدة أشهر أو سنوات وحجم التوريل وأنواعه وأخيراً معدل الربح في الشركات، وفيما يلي عرض لأهم هذه العناصر وعلاقتها مع الأسواق المالية.

#### الدورات الاقتصادية (Economic Cycles)

تمر الدورات الاقتصادية بأربع مراحل بعد المرحلة الطبيعية وهي: مرحلة الانتعاش أو التوسع في النشاط الاقتصادي، ومرحلة الراج والتي يتم خلالها استغلال كامل الطاقات ويزداد الإنتاج وتزداد العمالة وترفع الأسعار وتزداد المدخول والأرباح وينتج عن ذلك ارتفاع في قيمة الأوراق المالية كالأسهم، ومرحلة الأزمة أو الركود والتي تهبط فيها الأسعار وينشر الدرع المالي، ثم مرحلة الكساد وينخفض الإنتاج والكميات الاقتصادية، وهكذا تتوالى الحركة الدورية لترسم طريق التطور الاقتصادي للنظام الرأسمالي خلال كل مرحلة، وخلال كل مراحل من هذه المراحل تتأثر مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات البطالة ومستوى التوظيف، التضخم، حجم الإنتاج والاستثمار والناتج المحلي الإجمالي وأسعار الفائدة وتؤثر هذه العناصر على حركة الأسعار في السوق المالي، ولكن يجب أن نأخذ بالاعتبار عدم تأثر بعض الشركات بنفس مستويات الانخفاض أو الارتفاع في مؤشرات الاقتصاد وفي أحيان أخرى قد يحصل اتجاه متعارض مع اتجاه المؤشرات الاقتصادية.

هبوط أسعار الفائدة وترفع أسعار السندات، ان البيئة الانكماشية تجعل الاترياسات والديون طويلة الأجل استثمارات جيدة، وإذا كان مستثمر طويل الأجل يفضل شراء السندات من النوع الممتاز وشراء السندات من الحكومات والشركات الكبيرة والعريقة ذات المركز الائتماني المتين، ويتجه المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ان أسهم شركات عديدة تعد استثمارات رديئة في فترة الانكماش لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة تحصيل الديون وهبوط هامش الربح، والانكماش قد يخلق فرصاً ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة تخفيض كافية والركود الاقتصادي (Economic stagnation & c. Recession) يؤدي في الوقت نفسه الى ارتفاع نسبة البطالة، والسياسات المعتمدة لمعالجة حالة الكساد تكون من خلال اعتماد سياسات توسعية من قبل البنك المركزي من خلال زيادة عرض الائتمان وتخفيض سعر الفائدة بهدف زيادة مؤشرات النشاط الاقتصادي واعتماد سياسة مالية تؤدي الى تخفيض الضرائب وتزويد الإنفاق الحكومي لتحفيز الطلب على السلع والخدمات والمساهمة في خفض البطالة.

يتمتع المستثمر في ظل هذه الحالة عن أدوات سوق المال قصيرة الأجل ويتحول الى أصول مالية طويلة الأجل، مستغلا انخفاض قيمة الأسهم العادية وقائمة الشركات التي يعتقد انها تساهل على تنفيذ السياسات النقدية المالية التوسعية كالسلع الاستهلاكية او المعمرة المسكن التي تساهم في التوسع الاقتصادي وشركات تجارة التجزئة، وتلك التي تتبنى سلما كيميائية والمسوحات كالضريبة الاستثمارية وخفضات الإهلاك، (المجمل التي تستخدم في استثمار الاقتصاد) وتجارة الشركات التي توظف استثمارات كبيرة في الآلات والمعدات، وعلى المستخدم حصر تلك الشركات التي تستفيد من السياسة المالية والنقدية التوسعية، ويتم بناء عدده من الاستراتيجيات والقرارات التي ستراوح بين الحانظة والمخاطر واستراتيجية الحانظة تشمل الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة والتي تولد عائد جاري.

مدى استجابة أسعار الأسهم للنشاط الاقتصادي  
ان السياسة المالية والنقدية للحكومة والأهداف في تحقيق العمالة الكاملة واستقرار الاسعار والنمو الاقتصادي، وسياسات البنك المركزي التي تؤثر على

يتكون النشاط الاقتصادي من ثلاثة أسواق هي سوق السلع والخدمات وسوق العمل والأسواق المالية، وهناك علاقة متينة بين هذه الأسواق ففي حالة الراجح الاقتصادي وتحقيق النمو في انتاج السلع والخدمات فإن ذلك يساعد في تحقيق الانعاش لسوق العمالة مما يؤدي الى زيادة الدخل والأرباح ويجسن التوقعات ويؤدي الى زيادة التداول على الأوراق المالية وينشئ السوق المالي، ان هذه العلاقة بين أنشطة هذه الأسواق يؤدي الى حدوث آثار للدورات الاقتصادية عليها اذ ان نشاط الانعاش او التوسع يؤدي الى تأثرها بأوقات متقاربة.

وتلعب السياسات المالية والنقدية الحكومية دورا فاعلا في معالجة المشاكل الاقتصادية الناجمة عن الدورات الاقتصادية، ويتطلب الأمر التعرف على الظروف الاقتصادية الخبيطة وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية، والتي تتمثل في ضبط عرض النقد، ومدى تأثير ذلك على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق من خلال تحديد الاحتياطات النقدية ونسبة إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوح، والسياسات المالية المتمثلة بطبيعة السياسة الضريبية والإنفاق العام وكيفية تمويل العجز في الموازنة، وإحصاءات الناتج المحلي الإجمالي ومعرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومدى احتمال حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج.

فطبيعة الاستثمار في الأسواق المالية يعكس نشاط الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي الذي يمثل الجانب الأهم والأكبر في النشاط الاقتصادي والأكثر تأثيراً بالآزمات.

هبوط الأسعار  
الانكماش هو الحالة الأخرى للدورة الاقتصادية التي يصبح فيها الاقتصاد في اقل مستوياته من الطلب، وبالتالي يؤدي الى تكديس السلع ثم الى انخفاض الأسعار، مما يتطلب اعتماد إستراتيجية استثمارية تلازم الانكماش، وهذه الإستراتيجية هدفها تحقيق الأمان من خلال تقليل الاستثمار في الأصول السائلة قصيرة الأجل مثل ودائع البنوك، لان الانكماش يزيد من القدرة الشرائية للنقود وفي الوقت نفسه يؤدي الى

الاقتصاد من خلال سياسة النقد والائتمان والسياسة المالية من خلال الضرائب والنفقات العامة وأسلوب تمويل المعجز ومدى تأثيرها على أسعار الفائدة، كلها عوامل تؤثر على أرباح الشركات من خلال التأثير على الطلب ثم مستويات الإنتاج وعلى معدلات النمو للشركات وأسعار الأسهم، وأن العوامل التي تؤثر على الاقتصاد ككل وعلى القطاعات تؤثر على الشركات، وأن العلاقة بين بعض المؤشرات الاقتصادية وأسعار الأسهم يمكن معرفتها من المعادلة التالية التي تحدد السعر العادل للسهم:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{معدل الخصم} - \text{النمو في الأرباح}}{\text{الأرباح المرصدة}}$$

إن توزيع الأرباح يرتبط بالبرواج الاقتصادي وإن زيادة توزيع الأرباح يرتبط بزيادة الأرباح وهو مرتبط بزيادة النشاط الاقتصادي، أما ارتفاع معدل الخصم فهو أيضا يرتبط في العوائد بالسوق فإن ارتفاع معدلات الفائدة / الخصم يؤدي إلى مطالبته المستثمرين بعوائد عالية، كما أن ربط معدل الفائدة بمعدلات التضخم لأن التضخم تأثيرا على الأسهم من خلال نسبة الرسنة المطلوبة والأرباح المرصدة حيث أن التضخم يؤدي إلى تقليص معدل توزيع الأرباح لتوفير السيولة إلى الشركات لمراجعة الارتفاع في الأسعار لتسديد الالتزامات الجارية والراسمالية.

مؤشر السوق المالي يعد مؤشر السوق المالي من أهم المقاييس التي تعكس الوضع العام للاقتصاد لكونه يمثل المرة التي تعكس للمستثمرين الوضع العام للسوق واتجاهات الأسعار، ويستطيع المستثمر من خلاله أن يتنبأ باتجاهات مؤشر السوق الحالية والمستقبلية قبل فترة زمنية معينة، مما يتيح له أن يتخذ قرارات استثمارية من شأنها أن تحمي رأسماله من خلال التنويع بين الأوراق المالية أو اختيار الأداة المناسبة لأهداف المستثمر أو الاستثمار في أدوات التحوط بهدف الحد من وتقليل خسارة مستقبلية عن طريق الدخول في أسواق المستقبلية أو الخيارات، وبشكل عام إذا كانت المؤشرات تشير إلى ارتفاع متوقع بالأسعار حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية بالسوق الصعدي (Bull Market)، والعكس من ذلك صحيح فإذا كانت المؤشرات تشير إلى انخفاض

محتمل في الأسعار، فإنه يطلق على السوق بالتزولي (Bear Market)، واستنادا إلى اتجاهات السوق يقوم المستثمر بالأوراق المالية باتخاذ القرار، وهنا تلعب المعرفة الأكاديمية والخبرات الميدانية والقدرة على التحليل والاستنباط والاستقرار للبيانات والمعلومات المتاحة دورا فاعلا في اختيار التوقيت المناسب لاتخاذ قرار البيع أو الشراء وفي أية نقطة من المؤشر عند صعود السوق يكون قرار البيع وعند أية نقطة من المؤشر عند نزول السوق يتخذ قرار الشراء، وبشكل عام يكون العائد المتوقع الذي يحققه المستثمر - وفقاً للمؤشر - أعلى من العائد الحالي من المخاطر (Riskless Security)، والعكس من ذلك صحيح في حال كون السوق تزوليا.

وفن التحليل الفني هو التعرف على التغيرات في اتجاهات المؤشرات في مرحلة مبكرة من تلك الاتجاهات والاحتفاظ بوضع استثماري معين يؤدي إلى أن تظهر بوادر تشير إلى وجود تحولات في الاتجاهات كالاتثمار في السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

أما استراتيجيه المخاطر التي تعتمد على سياسة التوسع فتؤكد على الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الجاري وإمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية، والمستثمر سيشتري أسهم الشركات ذات نسب الدفع المنخفض والتي تحتجز الأرباح لتمويل التوسع مما يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال أثناء فترة التوسع.

#### التحول الاقتصادي

تقصد به فترة النمو المتواصل غير التوسع بسبب استخدام السياسة النقدية والمالية الحفزة، وأن التوسع في اعتماد أدوات السياسة النقدية قد يؤدي إلى عودة التضخم مما يعني ضرورة أن يكون هناك اعتدال في التضخم مع أسعار فائدة مستقرة وإن الانفاق الحكومي يكون على السلع وقد يكون محدودا مع نتائج التخفيضات الضريبية الجديدة، وقد لا تكون له نتائج قوية، وهنا على المستثمر أن يعتمد على النمو الاقتصادي لتوليد العائد والاستثمارات المحتملة تكون في الشركات ذات الأرباح المالية الجيدة وتحقق نموا متواصلا وتستمر في الأرباح وعوائد الأسهم أو في الاستثمار في السندات متوسطة وطويلة الأجل بالنسبة إلى المستثمر الذي يرغب بتحقيق دخل

جاري، وهناك حاجة أقل للسيولة للاستفادة من الانخفاض في أسعار الأصول المادية أو الأوراق المالية.

إذا بدأت فترة النمو الاقتصادي مع رفع معدلات التضخم فالمستثمر الرشيد سيشتري الأسهم العادية والتركيز على أسهم النمو لأن هذه المجموعة من الأسهم سوف ترتفع قيمتها، وأن بعض الأسهم سوف تتخلف عن الركب ويجب الابتعاد عن هذه الأسهم، مع العلم أن الأحداث التي تجري في أسواق الأسهم والسندات تسبق التغيرات التي تطرأ على النشاط الاقتصادي، فلذا وجد المستثمر حدود هبوط في أسعار الفائدة أو زيادة في مكاسب الأسهم العادية فإن زيادة الطلب على شراء الأوراق المالية سوف يرفع الأسعار ويخفض العوائد قبل حدوث أي تغيير اقتصادي. وفي هذه الحالة إن اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار يعتمد على قدرة التنبؤ للمستثمر. مؤشرات الاقتصاد الكلي

تلعب عناصر الاقتصاد الكلي دوراً فاعلاً في التأثير على مؤشرات البورصة، وعليه فإننا سنتناول الآن تأثير مؤشرات الاقتصاد على عمليات التحليل، ومن أهمها الناتج المحلي الإجمالي والبطالة والتضخم وأسعار الفائدة، والموازنة العامة للدولة وعلاقة هذه العناصر بالأسواق المالية ومدى التأثير على عمليات التحليل.

1. الناتج المحلي الإجمالي (GNP):  
هو عبارة عن قيمة ما ينتجه المجتمع من أبناء الجنسية الواحدة من السلع والخدمات خلال فترة زمنية محددة بينما كان موقع أبناء هذا البلد، ومعادلة الناتج المحلي الإجمالي بطريقة العائد أو الدخل تشمل العوائد والدخول التي تحصل عليها عناصر الإنتاج وتدخل في حساب الدخل المحلي الإجمالي وكما يلي:

الناتج المحلي الإجمالي = الأجرور والرواتب + الأرباح والفائدة + الإيجارات + دخول أصحاب الأعمال الصغيرة.  
وتأتي أهمية الناتج المحلي الإجمالي باعتباره مؤشراً يعكس إجمالي النشاط الاقتصادي في ذلك البلد وعنصر تقييم للسياسات الاقتصادية للدولة، وهو مؤشر على مدى النجاح والفشل في هذه السياسات، كما أنه يساعد متخذي القرار على إجراء التصحيحات الاقتصادية والسياسات المالية، كما أنه يعد مؤشراً لقياس نمو

119

الاقتصاد في ذلك البلد، وقياس مستوى الرفاهية للفرد ومستوى معيشة الفرد، وبالتالي فإنه عند قسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان نستخرج معدل حصبة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الذي يمكنه من دخل الفرد، ومن المعروف بأنه كلما زاد مستوى دخل الفرد اتجاه الناتج المحلي الإجمالي يعطي للمحلل المعرفة بالإجابة على البورصة، وأن معرفة اتجاه الناتج المحلي الإجمالي يعطي للمحلل المعرفة بالإجابة على الأسئلة التالية: أين كان الاقتصاد وأين هو الآن وإلى أين سوف يتجه؟

جدول رقم (8): العلاقة بين مؤشر أسعار المستهلك والناتج المحلي الإجمالي في الأردن

البيان	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الناتج المحلي الإجمالي	5998	6363	6794	7228	8090	8925	10378	12056	15053	16226
مؤشر الأسهم العادية في بورصة عمان	1330	1727	1700	2614	4245	8191	5518	7519	6243	5520
نسبة النمو السنوي في الناتج المحلي الإجمالي	---	6.1%	6.7%	6%	11.9%	10.3%	16.2%	16.1%	24.8%	7.7%
مؤشر الأسهم العادية في بورصة عمان	---	29.8%	1.5%	53.7%	62.3%	92.9%	32.6%	36.2%	16.9%	11.5%

نتيجة انخفاض الدخول وتقلص حجم الانتاج لعدم استغلال الإمكانيات المتاحة من الموارد، واعتماد الفرد على غيره في تأمين مستلزمات الحياة الأساسية دون اتساع وتمثيل الآثار السياسية (Political Results) للبطالة بعدم الاستقرار السياسي والامني.

ج. التضخم (Inflation):  
أصبحت ظاهرة التضخم من الظواهر اللصيقة للبيئة في الاقتصاد المعاصر، والأصل في التضخم أن يكون حالة عارضية أو مؤقتة يتعرض لها الاقتصاد حسب أسبابها وتزول بعد معالجة هذه الأسباب، وفي حالات معينة يستمر لعده من السنوات، وترفع آثار التضخم على الاقتصاد والنشاط الاقتصادي بسبب الاختلاف في البناء الاقتصادي للدول وتنوع الإنتاج والقطاعات الاقتصادية ومصادر الدخل.

والمقصود بالتضخم هو الارتفاع المؤثر في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد، بحيث يربط التضخم بارتفاع مستمر في أسعار السلع والخدمات لفترة زمنية طويلة، ويؤدي الارتفاع في معدل الأسعار الى انخفاض قيمة الوحدة النقدي أي تناقص القوة الشرائية للنقود.

الاستثمار في ظل التضخم  
التضخم هو ارتفاع الأسعار ويتخذ البنك المركزي سياسات لمعالجة التضخم تؤدي الى رفع أسعار الفائدة بهدف تخفيض الائتمان وتقليل الائتمان المتاح للمستثمرين بسبب ارتفاع كلفة تمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في الاستثمارات القائمة، مع الإشارة الى أن التضخم يخفض القدرة الشرائية للنقود وهذا يؤدي الى المطالبة بعائد أعلى من قبل المستثمرين مقابل السماح باستخدام أموالهم، ان رفع العائد المطلوب يأتي بسبب الارتفاع في درجة المخاطر ولحماية أموالهم من انخفاض القدرة الشرائية للنقود، وهذا بدوره يؤدي الى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق.

يقوم المستثمر بفتح الأوراق المالية الحساسة تجاه الفائدة وأدوات الدين طويلة الاجل ذات الفائدة الثابتة، ولذلك يقوم بشراء استثمارات قصيرة الاجل التي ترتفع

## ب. البطالة (Unemployment)

تعهد البطالة إحدى المشكلات الأساسية التي تواجه النظام الاقتصادي الدولي والدول بمختلف أنظمتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وتعهد البطالة إحدى المؤشرات الأساسية للأداء الاقتصادي، والبلد الذي يعاني من ارتفاع معدل البطالة سيفقد أحد موارد المجتمع المنتجة، وأن هدف تخفيض معدلات البطالة يعد أحد الأهداف الأساسية للسياسات الاقتصادية في الاقتصاد الكلي، وتزداد البطالة وتتناقص تبعاً لحدوث الدورات الاقتصادية من رواج وكساد اقتصادي.

وتفاوت تقديرات الاقتصاديين حول عمق الأزمة ومداها الزمني، والتأثير المحتمل للأزمة على مستويات البطالة في الدول المختلفة، وما لا شك فيه أن تأثير الأزمات وخاصة الركود الاقتصادي على مستويات التشغيل قد يستمر خلال سنوات طويلة وسيكون فادحاً، حيث يقدر تقرير جديد لمنظمة العمل الدولية عدده العاطلين عن العمل في العالم بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 (1987) مليون شخص، ويحذر التقرير من زيادة هذا العدد ليصل إلى 230 مليون شخص.

تتناغم البطالة عادة جراء قصور جانب الطلب عن استيعاب العرض من القوى العاملة، وأسباب ذلك انخفاض الطلب الخارجي على العمالة، والأحداث السياسية تؤدي الى حصول تراجع في معدلات النمو الاقتصادي الى مستويات دون معدلات نمو السكان، وبالتالي تراجع قدرة الاقتصاد على خلق فرص عمل جديدة كافية لاستيعاب الداخلين الجدد لسوق العمل، إلى جانب عدم موازنة مخرجات النظام التعليمي لاحتياجات سوق العمل، بالإضافة إلى وجود تراجع في قدرة القطاع العام على التوظيف، حيث أدت الأزمة الاقتصادية إلى تبني الدولة نهج تخفيض الإنفاق الحكومي، كما أوضحت أن القطاع الخاص لم يعد قادراً على استيعاب الأعداد الكبيرة من العاملين، إلى جانب تدفق أعداد كبيرة من العمالة الوارثة الى بعض الدول.

والبطالة بالمفهوم الاقتصادي وجود موارد بشرية متاحة قادرة على العمل وعاطلة وغير موظفة، أي عدم التشغيل الكامل لتلك الموارد البشرية الإنتاجية، وتمثل الآثار الاقتصادية (Economic Results) للبطالة بالكشاش حجم الطلب



ان ارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة الى المستثمرين يعني ارتفاع العائد المطلوب، وفي الوقت نفسه تعد إحدى أدوات تنظيم الفعاليات الاقتصادية كونها تعمل على تحديد اتجاهات التضخم أو الركود في الاقتصاد وتؤثر على أسعار السلع وبعض المعادن وأسعار العملات في الأجل القصير، وهي تؤثر بصورة مباشرة على حركة أسعار الأسهم فعند ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي ذلك الى تراجع أسعار الأسهم، ومن خصائص أسعار الفائدة في الاقتصاد المعاصر وانتشار مظاهر العولمة في الانفتاح الاقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات ان تأثيرها ينتقل من دولة الى أخرى.

## 2. التحليل الاقتصادي القطاعي

يتطلب من المحلل المالي تضييق المؤشرات المستخدمة في عملية التحليل باتجاه دراسة الظروف العامة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وأداء القطاع وظروف المنافسة والمخاطر التكنولوجية المؤثرة على العمالة وطبيعة القوانين والتعليمات المرتبطة بهذا القطاع، اذ كما هو معروف ان القطاعات الاقتصادية تتأثر بالتغيرات التكنولوجية ونسب مختلفة وهي لا تنمو بنفس معدلات النمو في الاقتصاد، وعليه فان تحليل القطاع لا يخلو أهمية من تحليل المؤشرات الكلية للاقتصاد، لان القطاع يؤثر على النتائج المترتبة لكل شركة تعمل فيه وهنا يختلف تصنيف القطاع فقد يكون على أساس طبيعة الصناعة كالقطاع المالي والصناعي والزراعي أو توزيع القطاعات وفقاً لدرجة وطبيعة النمو المتوقع، وتأتي عملية التحليل بالربط بين اتجاهات الدورات الاقتصادية وعلاقتها بالقطاع محل التحليل أو طبيعة الدورة التشغيلية لكل قطاع واثار المتغيرات على نتائجها أو مدى تأثير التغيرات الهيكلية على إنتاجية القطاعات المختلفة أو التغيرات والإبتكارات والإبداع في القطاع وطبيعة المنافسة التي تخلفها هذه التغيرات.

ويمكن التنبؤ بالتغيرات من خلال ما يلي:

- أ. حجم التدفقات النقدية.
- ب. سعر الفائدة السوقي.
- ج. تحديد الظروف الاقتصادية وحركة كل الإصول.
- د. المخاطر.

125

إذ إن تحليل القطاع يركز على تحليل التدفقات النقدية والمخاطر، ويتم تحليل التدفقات النقدية بهدف تمييز الفرص الاستثمارية المرعبة، ولذلك فإن تقسيم الشركات واختيار الأسهم يكون من خلال دراسة ظروف القطاع، ومن تحديد اتجاهات القطاعات المختلفة الأخرى وما تتميز به الاستثمارات الجديدة.

ان تحليل القطاع يكون بهدف القدرة على الإجابة على الأسئلة التالية:

1. هل هناك اختلاف في عوائد القطاعات المختلفة خلال فترة زمنية معينة؟
2. هل تتوقع استمرار معدلات الأداء الجيدة في المستقبل وهل تنكمش ومدى إمكانية استخدام العلاقة بين اتجاهات السوق والقطاع المخار بالتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية؟

3. هل سيستمر أداء الشركات في القطاع بنفس المستوى على مر الزمن؟

4. هل هناك اختلاف في المخاطر بين القطاعات المتوقعة في الاقتصاد؟

5. هل ستغير المخاطر بالنسبة لقطاع معين أم تبقى مستمرة نسبياً؟

من خلال البحوث العلمية والدراسات السابقة يمكن التوصل الى ما يلي عند تحليل القطاع:

1. اختلاف عوائد القطاع في فترة زمنية يعني أن هناك فائدة من تحليل ظروف القطاعات والاستثمارات المستهدفة.
2. تختلف معدلات عوائد الشركات داخل القطاع الواحد ولذلك يتطلب تحليل ظروف كل شركة في ذلك القطاع.
3. تحديد درجات المخاطر لكل قطاع.
4. أن مقياس المخاطر للشركات يبقى ثابتاً مرور الزمن، وإن تحليل المخاطر التاريخية يمكن أن يكون أساساً لتحديد المخاطر المستقبلية لقطاع معين.
5. ضرورة تحليل القطاعات لاكتشاف أفضلها وبالتالي اختيار أسهم الشركات التي تحقق عائداً جيداً ومخاطر مقبولة من قبل المستثمر.

126



للبروصة وجه واحد وهو ليس الوجه الصاعد أو الهابط بل الوجه الحقيقي وان الأرباح الكبيرة في البروصة لا تأتي من التقلبات الفردية بل من الحركة الرئيسية للسوق، المستثمر قد يرى بوضوح وجلاء الا انه ما يزال ضميراً ومرتاباً عندما يأخذ السوق وقتاً في تحقيق ما يعتقد انه سيحدث بالرغم من الخبرة، الا ان هناك من يجسر ليس بسبب السوق بل بسبب التمسك بالمبادئ، وأن الخواص الأساسية للمضارب الناجح هي:

1. الاعتماد على النفس واتباع اعتقاده وهو اساس الجهود الناجحة.
2. التوازن والتوافق بين القدرات ويسمى بالتميز
3. الشجاعة والثقة في اتخاذ القرار
4. القدرة على التحمل وقياس المخاطر
5. المرونة والقدرة على تغيير الرأي لان من يتبه ثم يتبه مرة اخرى يعد شخصاً رائماً في السوق المالي.
6. النابعة التاريخية للأداء لتبني المؤشر تكون من خلال اعتماد استراتيجية الموائد المطلقة، وهي محاولة تحقيق أكبر قدر ممكن من المال دون الاقتصاد على المقارنة مع المؤشر وعلامات الإرشاد، والثاني المبروط اذ ان التقلب مصحوب بالهبوط، والمبروط هو فترة خسارة خلال عمليات الاستثمار وهو النسبة المثوية لا يقص من قيمة الأسهم والمبروط هو منذ بداية تناقص سعر السهم حتى وصوله الى ارتفاع جديد في الأسهم.

شكل رقم (18) يبين الأداء الجيد لمجموعة الشركات خلال مراحل دورة الأعمال حيث من خلال الدورة يلاحظ ان أسعار أسهم شركات المعرفة في ارتفاع مقارنة مع أسهم الشركات الصناعية.

ان عناصر الاقتصاد الكلي واتجاهه يؤثر على أداء القطاعات الأخرى من خلال ما يلي:

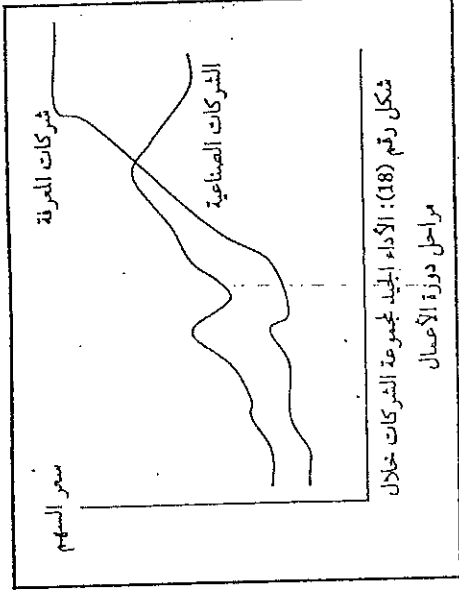
1. التغيرات الدورية: من ارتفاع وانخفاض في دورة الأعمال.
  2. التغيرات الهيكلية: أي التغيرات الرئيسية في التنظيم أو الوظائف أو طريقة العمل مثل تحول أوروبا الشرقية الى الرأسمالية، والتحولات من اقتصاد التصنيع الى اقتصاد الخدمات ثم الى اقتصاد المعرفة، ولذلك يجب فحطل تأثير التغيرات الهيكلية نظراً لتأثيرها على القطاعات الاقتصادية وأسعار الأوراق المالية واتجاهات السوق والقطاع القائد في كل مرحلة.
- ان الانتقال من قطاع الى آخر خلال مجرى دورة الأعمال يعرف باستراتيجيه الدورات، وتتطلب هذه الاستراتيجية معرفة مجموعات الشركات التي سوف تستفيد من المرحلة التالية من دورة الأعمال الأخذ بالاعتبار كونها تصبح قائدة السوق وبالتالي فان الاستثمار فيها يصبح مجزياً.

ثانياً: تحليل عناصر الشركة في البيئة الداخلية

التحليل الأساسي المالي على مستوى الشركة يشمل تحليل إنتاجية الشركة وكفاءة الإدارة والمخاطر وكفاءة الأداء والملاءة المالية لها ومقدار الأرباح ونسبة التوزيع.

التحليل الأساسي

تزداد القدرة على التحليل الأساسي للشركات من خلال فهم البيانات الأساسية في القوائم المالية، وما تعنيه هذه البيانات وكيفية استخدام هذه البيانات والمفاهيم والمعايير المعتمدة في إعدادها، فيجب ان نعرف ابتداءً ماذا يعني ان صافي الربح لشركة هو 10 ملايين دينار وشركة أخرى أرباحها 5 ملايين دينار هل الشركة الأولى أفضل من الثانية؟ هل الشركتان ناجحتان؟ هل الشركتان مستقبليهما مزدهر؟ ويمكننا الإجابة على هذه الأسئلة عند تقييم أداء الشركات باستخدام التحليل المالي الأساسي والنسب التالية.



ان ذلك ايضا سرف يولد طلبا على صناعات السلع التكنولوجية التي تصبح محل جذب للاستثمارات لإحلال المكان وتحديداتها وشراء المواد الأولية، وبذلك يكون الاستثمار الأفضل في شركة نامية تنمو بمعدلات أكبر من معدلات نمو الاقتصاد وكذلك في القطاعات القائمة على التكنولوجيا والمراصلات وأجهزة الكمبيوتر والاتصالات.

#### اشرا المنافسة على التحليل القطاعي

في الصناعات الاحتكارية تكون المنافسة مفقودة وبالتالي فان سلوك المستثمر يختلف فهو يكون مستمرا طويل الأجل، اما الصناعات التنافسية فإما أن تكون المنافسة على السعر أو غير مركزة على السعر، وتكون المنافسة السعرية عين طريق خفض الأسعار، ويمكن أن تكون المنافسة من خلال العمل على راحة العملاء بهدف تمييز المنتجات وتميز الشركة وجذب العملاء، والعوامل التي تحمده الموقف التنافسي للشركات في كل قطاع والتي يجب ان يأخذها المحلل الأساسي بالاعتبار عند القيام بعملية التحليل وهي كما يلي:

1. طبيعة ونوع المنافسة القائمة بين الشركات.

129.

2. مدى احتمال ظهور تهديدات من خلال دخول الشركات الجديدة.
3. تهديدات المنتجات أو الخدمات البديلة.
4. سلوك المستهلك أو المشتري والموردين وقوة المساومة المتوفرة لديهم.
5. التركيبة السكانية واختيار أسلوب العيشة.
1. طبيعة ونوع المنافسة القائمة بين الشركات

تكون المنافسة بين الشركات القائمة شديدة أو هادئة ومستقرة حسب طبيعة الأنشطة التي تمارسها هذه الشركات، ويقوم المحلل بمقارنة أسعار هذه الشركات عبر الزمن، فإذا كانت الشركات من نفس الحجم وإذا كان معدل النمو بطيئا فإنها تستقر على حصتها في السوق ويضمن ذلك قيمة التكاليف الثابتة المرتفعة، أما إذا بدأ النمو تحصل عندئذ الرغبة لدى إدارة هذه الشركات في التشغيل الكامل لأصولها، مما يؤدي إلى تخفيض التكاليف وإمكانية تغيير أو تخفيض السعر وزيادة القدرة والاهتمام في منح التسهيلات الخاصة للعملاء أو إبرام اتفاقيات عمل رغم أن معدلات العائد أقل من المتوسط أو تكون سلبية أحيانا خلال هذه المرحلة.

2. مدى احتمال ظهور تهديدات من خلال دخول الشركات الجديدة

تكون تهديدات الشركات الجديدة من خلال معرفة مدى إمكانية دخول شركات جديدة إلى السوق والتأثير على الحصة السوقية للشركات القائمة التي تحاول المحافظة على حصتها في السوق عادة، ويكون ذلك من خلال الأسعار الحالية المنخفضة مقارنة بالتكاليف، مما يخفف مخاطر الدخول للشركات الجديدة، وتظهر هنا الحاجة إلى تحقيق موارد للمنافسة وقنوات توزيع ممتدة والاستفادة من العلامات التجارية وعدم نمانعة حكوميبة وإذا لم تكن مثل هذه الموانع موجودة فإن الشركات الجديدة قادرة على الدخول وتخفيض معدلات العائد.

3. تهديدات المنتجات أو الخدمات البديلة

ان العالم المعاصر هو عالم الابتكارات والإبداعات والتغيير وهناك احتمالات كبيرة في ظهور منتجات بديلة في السوق، وعليه يتطلب من المحلل المالي ان يحدد مدى

130

قرب البديل أو بعده عن المنتج الحالي للشركة محل التحليل، وكذلك سعر ووظيفة المنتج القائم ودور التكنولوجيا في تطوير المنتجات البديلة عبر الزمن/

4) سلوك المستهلك أو المشتري أو المورد وقوة المساومة المتوفرة لديهم

تزداد قدرة المساومة لدى المشتريين العملاء عند الشراء بكميات كبيرة أو عند الرغبة في ضغط التكاليف من عملاء الشركة وتبدأ المساومة بين الشركة والعملاء/

وتتميز قدرة المساومة لدى الموردين من خلال زيادة عمائد الصناعة المستقبلية وعند زيادة الأسعار أو خفض الجودة أو الخدمات المقدمة من قبل المنافسين، ويكونون أكثر قوة إذا وجد التحليل من منهم لديه إمكانية تغيير هيكل المنافسة عن طريق التكامل الرأسمالي بين الموردين للأمام لكي يدخلوا في إنتاج المنتج النهائي، وعليه المستمر ان يمتلك المنافسة لكي يجده كنافذها في الصناعة ويقوم بتقييم الأرباح طويلة الأجل وفحص كل عامل وإمكانية وضع إطار للمنافسة الكاملة بين الشركات/

5) اثرات تقنيات الاجتماعية على تحليل ظروف القطاع (التركيبية السكانية وأساليب المعيشة)

يقصد بها التركيبة السكانية والمستوى المعيشي والقيم الاجتماعية وهي تؤثر على القطاع والمنتجات واستراتيجيات الشركات بغض النظر عن النمو في الاقتصاد الكلي، لذلك تهتم بالمخاطر السكانية، والاتجاهات السكانية لكل الأعمار وتأثيرها على القطاع ونهتم بأسلوب المعيشة أي طريقة العيش، العمل، تكوين الأسرة، الاستهلاك، التمتع بالخدمات الترفيهية، التعليم، الأوراق المالية، كثافة السكان في الريف والمدنية، تحليل القيم الاجتماعية، الدينية، الأخلاقيات السائدة، الوعي البيئي والحقوق/

يعد تحليل القوائم المالية من أدوات التحليل الرئيسية وهي القوائم المالية المقارنة وتحليل الأذونات، وتحليل الاتجاهات والتي تبين سرعة ومدى نطاق الاتجاه والمزيد من التحليل المقارن والاتجاهات من العناصر المتعددة، وتحليل السلاسل الزمنية بمبالغ مطلقة أو بنسب مئوية أو بواسطة اتجاهات الأرقام القياسية من أصوام ومدى احتياجات المزج بين النسب والأرقام المطلقة من اجل الحفاظ على المنظور السليم

والتواصل الى استنتاجات سليمة ويكمن استخدام التوسط الذي يعطي عدة سنويات لمعرفة العوامل غير العادية.

- التحليل الهيكلي للقوائم المالية (التحليل الرأسمالي).

- تحليل النسب المالية.

ان التنبؤات التقديرية والتحليلات الخاصة الأخرى ومنها تحليل التغيير في التدفقات النقدية وتحليل التغيير في هامش الربح الإجمالي وتحليل نقطة التعادل وتحليل اتجاهات الأرقام القياسية (تستخدم الأرقام القياسية عند المقارنة بين القوائم المالية لاكثر من ثلاثة أصوام واختار سنة أساس لتداول البنود وتكون سنة الأساس طبيعية اذ يتم حساب كافة الأرقام القياسية بالرجوع إليها) كل هذه النسب والمؤشرات تساهم في عرض وتقييم الشركات التي يتم تداول اسهمها في السوق المالي.

التحليل الهيكلي للقوائم المالية

وهو التحليل الذي يعتمد على إيجاد العلاقة بين عناصر قائمة المركز المالي

وعناصر قائمة الدخل أو بينهما، وقد يكون الربط بين مجموعة كلية كالأصول المتداولة أو إجمالي الأصول أو عناصر داخل كل مجموعة فرعية مثل نسبة النقدية الى الأصول أو الأصول المتداولة، ويتركز التحليل الرأسمالي على جانبي مصادر أموال الشركة وكيفية توزيع هذه المصادر على الخصوم المتداولة والخصوم طويلة الأجل وحقوق الملكية.

تحليل التاسب المالية

يتم بناء هذا التحليل على أساس مجموعة نسب تمثل نشاط الشركة كنسب الربحية والسيولة وتعتبر هذه النسب المالية عن الظروف الكامنة في الشركة ويمكن ان ترشد الى المجالات التي تحتاج الى المزيد من البحث والاستقصاء والتوسع في عملية التحليل لتحديد مصادر القوة والضعف في اعمال الشركات/

العوامل الأثرية على التاسب وهي عوامل مرتبطة بالبيئة الخارجية للشركة والبيئة الداخلية لها، كظروف التشغيل الخارجية/ ظروف العمل العامة ووضع القطاع الذي تعمل به الشركة.

## المبحث الثاني

### التحليل الفني Technical Analysis

#### التحليل الفني

وهو تحليل المؤشرات المستخدمة لقياس أداء السوق أو الأسهم في الماضي وتوقع الأداء المستقبلي بناء على طبيعة حركة الانخفاض والارتفاع في المؤشر، ويعد التحليل الفني الدليل المكن للمستثمر عن استخدام أسلوب التحليل الأساسي في توقيت اتخاذ قرار البيع أو الشراء، وأن الأسواق المالية التي لا تتسم بالكفاءة تقل أرضية خصبة لاستخدام أساليب وقواعد التحليل الفني.

ويعرف التحليل الفني بأنه أسلوب تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية ومطابقتها تغيرات الأسعار وحجم المعاملات لسهم معين ثم الاستنتاج بالاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي.

التحليل الفني والتفني الذي يقوم على دراسة حركة سعر السهم في السوق خلال الفترة السابقة واعتمادها كأساس في تحديد الاتجاهات المستقبلية للأسعار في السوق المالي، وهو يعني دراسة أداء السوق المالي في الماضي والتعرف على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق من خلال تحليل الأسعار وحجم التداول، وهذا معناه أن التحليل الفني يركز على الاتجاهات السعرية والانحرافات التي تحدث في الأسعار أو في حجم تداول الأسهم العادية ومدى احتمال أن تؤثر العوامل نفسها في الأرباح في الماضي على سلوك الأسعار المستقبلية للأسهم.

يهدف التحليل الفني إلى دراسة السوق المالي ومؤشرات ومستويات أسعار الأوراق المالية المتداولة وكفاءة السوق وفاعليته في جذب المستثمرين التي تعتمد على مستوى كفاءة إدارة السوق ومصداقيتها وكذلك شفافية البيانات والمعلومات المؤثرة على السوق والتقاير الدورية المعروضة فيه، مثل مؤشرات التداول وأسعار وحجم تداول الأوراق المالية، وتحليل أسعار الأسهم خلال الفترة السابقة ومن ثم تحديد اتجاهات الأسعار المستقبلية.

تستنتج من هذه العناصر أن هناك عوامل موضوعية وغير موضوعية تؤثر على السعر مؤيدو التحليل الفني بأن التحليل الأساسي أوجه صعوبات متعددة أهمها الصعوبة في الإيجاد لعملية التحليل الأساسي والصعوبة في التوقيت الخطوة إلى التحفظات على القوائم المالية والمعايير التي تتحكم في إعدادها وإلى الطريقة المتبعة التي يعرض بها التحليل الأساسي نتائج تحليله، مثل مضاعف سعر السهم الذي يصعب تفسيره لأنه يكمن نتيجتين، أما أن مستقبل الشركة ومعدل نموها كبير والمخاطر منخفضة، أو أن هناك مضاربات شديدة تمت على السهم وأدت إلى ارتفاع قيمته السوقية بدون مبرر، إن ذلك يعني أن التحركات الدورية في الأسعار قد تأثر بأحداث فنية أو سيكولوجية أو عاطفية غير منظورة، كما أنه قد لا تتجاوب الأوراق المالية بأجورها إلى تلك الأحداث بل تقتصر على فئة معينة منها.

#### التحليل الفني وتوقيت الدورات الاقتصادية

المقصود هنا هي دورات الراج والكساد الاقتصادي التي يمكن التزمس أثرها على السوق المالي ومؤشراته، ويمكن استخدام التحليل الفني لتعلم فن توقيت الدورات، وإن مؤيدو الاستثمار في الأوراق المالية استغلالا للدورات الاقتصادية يكون عن طريق الفتر فوق الفكرة (اشتر واحفظ بالأوراق المالية) يمكن ملاحظتها من خلال تحديد فترة البقاء في السوق والتي يمكن أن يكون السوق فيها يعاني من تقلبات ملموسة في الأسعار، إذ أن تلك الفترة تمثلتها الدورات والتي يتبع بين اشتر واحفظ أرباحا عن نفس الفترة، وحتى في فترة الصعود فإن التحليل الفني ذو فائدة لأنه يشهد تفاوتاً كبيراً في الأداء بين قطاعات السوق التباينة، ومن المستحيل أن يتناسب توقيت البيع والشراء مع نقاط التحول المحددة في الدراسات للسوق لوجود حيز من الخطأ دائماً ولكن التحليل أو المستثمر هو الذي يمكنه التعرف على نقاط التلاقي الرئيسية للسوق واتخاذ القرار اللام.

وإن معرفة الخصائص الفنية هي التي تؤدي إلى ظهور نقاط تحول رئيسية في السوق ومن الممكن إدراك السوق لتقليل الأخطاء المستقبلية وتحقيق المكاسب الراسخالية في الفترات القادمة، إذ إن التحولات أو تذبذبات الأسعار في السوق

إن تحديد اتجاهات السوق يكون من خلال خطوط يتم رسمها من قبل المحلل الفني تعرض نقاط الارتفاع أو الانخفاض لأسعار الأسهم، وتبين الاتجاه الصاعد نحو الأعلى والاتجاه النازل نحو الأسفل والتبؤ بأي الاتجاه سيكون عليه في المستقبل.

ان دعاة التحليل الفني أو الفنيون (Technicians) ويسمون أحياناً براسمعي الخرافط (Chartists) يحاولون التنبؤ بمستويات أسعار الأسهم بالاعتماد على سلسلة زمنية للبيانات الماضية عن الأسعار وحجم التداول.

ان الظروف الفنية (Technical Conditions) هي تلك الظروف التي تنشأ داخل السوق المالي وترتبط بالعمليات والمعامل المتعددة المستخدمة من جمهور المتعاملين في السوق المالي، وهؤلاء من المتعاملين بالصمود (bulls) وهم المتعاملون الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار أو المتعاملين بالنزول (bears) وهم المتشائمون الذين يتوقعون انخفاض الأسعار

ان التغير في هذه المؤشرات والأسعار يشير إلى وجود علاقة بين التقلبات في أسعار الأسهم في السوق وبين عناصر الاقتصاد المؤثرة الأخرى كالدخل والتضخم وحجم الاستثمارات، إضافة إلى طبيعة السهم نفسه.

العوامل المؤثرة على العرض والطلب في السوق المالي يفترض التحليل الفني بأن القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلال تفاعل قوى الطلب والعرض وان العوامل المؤثرة على العرض والطلب في الأسواق المالية هي كما يلي:

- أ. تحليلات المؤسسات المتخصصة والوسطاء الماليون والمحللون الاساسيون/
- ب. الآمال والمخاوف للمستثمرين/
- ج. طبيعة وطرق التنبؤات/
- د. المشاعر المعقولة وغير المعقولة للمشتريين والبائعين/
- هـ. البيانات ومصادر المعلومات/

التي يقوم عليها المدخل الفني للاستثمار وعلى فكرة أن سوق الأوراق المالية يتحرك في اتجاهات (Trends) تتحدد بواسطة الميول (Attitudes) وهي متغيرة حسب تأثير المستثمرين تجاه القوى المتنوعة التي تغير اتجاهات السوق وهذه القوى أو العناصر إما تكون اقتصادية أو تقنية أو سياسية أو نفسية.

أهم  
التحليل  
الفني

ان فن التحليل الفني هو التعرف على تأثير هذه المتغيرات في هذه الاتجاهات بملاحظة مبكرة والاحتفاظ بوضع استثماري معين لحين ظهور بوادر تحول جديدة في تلك الاتجاهات.

(D)

ان الطبيعة البشرية أي طبيعة المستثمر تبقى ثابتة نسبياً وقمبل الى التفاعل مع المواقف المماثلة بطرق ثابتة نسبياً، لأن الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني تتمثل في أن التاريخ يميل الى تكرار نفسه، وأن الأنماط الماضية لسلوك أسعار الأوراق المالية سوف تتكرر مستقبلاً.

ان دراسة طبيعة نقاط التحول السابقة في السوق تكشف بعض الخصائص التي يمكن أن تساعد على التعرف على النقاط التي تمثل أهم ارتقاعات وتلك التي تمثل أقصى هبوط للسوق، وأن دراسة الأنماط الماضية يساعد على التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل بمرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.

ان التحليل الفني مبني على الفراض ان الناس مستثمرون في ارتكاب نفس الأخطاء التي اقترفوها في الماضي.

وبالرغم من أن الصفقات الإنسانية وتغير طبيعة السلوك معقد للغاية ومن المحتمل أن لا تتكرر في ترتيب أو سياق مماثل، وأن سوق الأوراق المالية التي هي عبارة عن انعكاس أو صورة لسلوك الأفراد وهم يعملون على أن لا تتكرر أفعالهم بالقبض، ولكن تكرار خصائص حركة الأسعار ومقابل الظروف نفسها تمكن الكادر الفني في كشف نقاط الاتصال الرئيسية، وبعض المحللين الفنيين لديهم من الوسائل المعروفة للتعرف على طبيعة نقاط الاتصال الدورية للسوق.

أهم  
الموضوع

ان المحلل الفني يضع قواعد فنية متعددة للتبادل من خلال ملاحظة حركة السوق ومؤشراته ويعتمد على أسلوب فحص البيانات السابقة للسوق مثل الأسعار

كذلك

وحجم التداول للتنبؤ بالسر المستقبلي واتخاذ القرار بصدد عمليات البيع أو الشراء حسب حركة واتجاه الأسعار في الماضي وطبيعة التعامل مع الأسهم الفردية وعلى الرغم من ان هذه الفكرة تتناقض بشدة مع افراضات السوق الكفاء الذي يشير الى ان الأداء السابق ليس له تأثير على الأداء المستقبلي او قيم السوق لأنه لا توجد فرصة للتعاملين بالاستفادة من البيانات والمعلومات المتاحة للجميع للحصول على المكاسب، وأن التحليل الأساسي يؤكد على اتخاذ القرارات بعد فحص المتغيرات الاقتصادية الأساسية ومنتجات القطاع ومتغيرات الشركة التي تخلق قيمة استثمار معينة، ومقارنة النتائج بالسر السائد في السوق، ويستخدم المحللون الفنيون البيانات من السوق نفسه لهذا الغرض على اعتبار ان السوق أفضل ممثل لنفسه، ان وجهة نظر المحلل الفني هي عدم وجود حاجة لدراسة المتغيرات الاقتصادية المتعددة ومتغيرات الشركة للوصول الى تقدير القيمة المستقبلية، لان تحركات الأسعار السابقة تشير الى تحركات الأسعار المستقبلية وأن التغير في اتجاه السر يساعد على التنبؤ بالمتغيرات القادمة في المتغيرات الأساسية مثل العائد والمخاطر بمرحلة مبكرة مقارنة بالتحليل الأساسي.

التحليل الفني أو تحليل السوق هو استخدام البيانات المتولدة عن السوق

لتحليل كل من مؤشر السوق المالي (سوق الأسهم الكلي) والأسهم الفردية، ان السر يتحدد عن طريق التفاعل بين العرض والطلب الذي يعكس التوازن أو التوازن للمشاركين في السوق، وان العنصر الحاسم للسر عند أية نقطة زمنية هو الطلب الصافي على الأسهم الذي يتأثر بحالة التشاؤم أو التفاؤل والتي تستمر لفترة معينة قصيرة الأجل ويمكن تحديدها من خلال عدة مؤشرات فنية وهي:

- أ. بيانات السوق.
- ب. أسعار الأسهم.
- ج. مؤشرات السوق.
- د. حجم الأسهم المتداولة.
- هـ. المؤشرات الفنية مثل (البيع على المكشوف).

**المحللون الاساسيون** يقومون بتقدير القيمة الحقيقية للأسهم ثم مقارنتها مع سعر السوق لغرض اتخاذ قرار الشراء أو البيع / فيما يعتقد المحللون القويون أن من الصعب جدا تقدير القيمة الحقيقية للأسهم وينظرون بالشك الى تلك القيمة ويفضلون التركيز على بيانات السوق كمؤشر لقوى العرض والطلب للأسهم أو السوق /

ان تحرك الاسعار من نقطة توازن الى نقطة توازن جديدة وفقا للمعلومات الجديدة التي دخلت الى السوق وان تحرك الاسعار الى نقطة التوازن الجديدة يتم تدريجيا ويأخذ بعض الوقت وفقا للعرض والطلب ويتم التركيز على حقيقة التغيرات في الاسعار، اي ان التحليل الفني يركز على التوقيت الخاص بالتنبؤ بتحركات الاسعار قصيرة الأجل سواء للأسهم الفردية أو السوق ككل /

إن التحليل الفني ينطلق من بيانات السوق المنشورة مع التركيز على العوامل الاقتصادية والسياسية التي تعد خارجية والعوامل الداخلية عن طريق تحليل تحرك الاسعار أو السوق /

ويركز على التوقيت أية ان الاسعار تميل للتحرك في اتجاهات معينة اثناء تحركات الاسعار وعند الوصول الى التوازن الجديد يتم تحديده الاتجاهات من خلال دراسة حركة الاسعار وحجم التداول بمرور الوقت، مع التركيز على المدى القصير من خلال عمليات التحليل ويهتم المحلل الفني بتحليل المدى المتوسط والطويل لتحديد حركة الاسعار.

**مؤشرات التحليل الفني**

يقوم التحليل الفني على أساس تحليل حركة مؤشرات السوق الإجمالي ومؤشر كل الأسهم من خلال استخدام الخرائط والرسومات والمؤشرات والقواعد الفنية للتبادل وفقا ما يلي:

**الخرائط**  
تعد الخرائط من النماذج التقليدية حسب وجهة نظر بعض التعاملين في السوق، الخبراء يستطيعون معرفة طبيعة الارتفاع والانخفاض واتجاههما، وتعد الخرائط واسطة للسيطرة المالية وتستخدم كأدوات مهمة في عملية التحليل الفني،

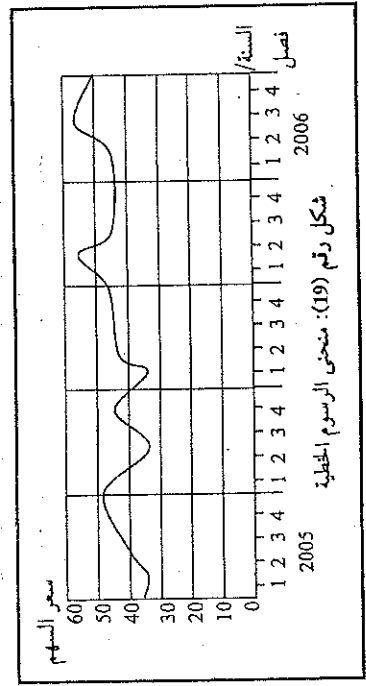
والتي تبين بأن العرض والطلب يؤثران على السعر، حيث أن أي تغيير في العرض والطلب يغير الأسعار، وتستخدم الخرائط لتبين وتعميق هذا التغيير وسواك المستثمرين.

**أنواع الخرائط**

هناك ثلاثة أنواع رئيسية من الخرائط تستخدم في التحليل الفني هي الرسوم الخطية، الرسوم المستطيلة ورسوم النقاط والأعداد وكما يلي:

**1. الرسم الخطية (Line chart)**

وهي أبسط أنواع الخرائط وأكثرها شهرة إذ تعتمد في رسمها على خطوط الاتصال بين مختلف البيانات والنقاط، وكما في الشكل رقم (19) وأن الرسوم الخطية ترسم في الجانب الآخر خطوط أو الميزان اللوغارتمي الملائم عندما تتجه البيانات بمعدلات كثيرة مما يجعل من يرغب في تعيين الخطية على الخارطة الذهاب الى رسم مثل هذه الخرائط.



شكل رقم (19): منحنى الرسوم الخطية

**2. الرسوم المستطيلة**

ان المحلل المالي الذي يستخدم الرسوم البيانية المستطيلة يختلف عن غيره لأنه هذه الرسوم تبين فترة الارتفاع والانخفاض وسعر الإغلاق للسهم وحجم التداول، وان الخط العمودي يتصل بفترة الارتفاع والانخفاض في السعر متقاطع مع مؤشر السعر في فترة الإغلاق وكما هو مبين في الشكل رقم (20).

2. المشاكل التي تواجه البيانات المحاسبية عند التحليل الأساسي والتي تقوم على كثير من الأعراف والمعايير والطرق المحاسبية المختارة وهذا يعمل تأثيرها على نتائج وقيم كثير من العناصر المحاسبية وعدم انعكاس هذه العوامل على عناصر التحليل الفني والتغيرات الكمية للبيانات المعتمدة في هذا التحليل.
3. يعتمد التحليل الفني على بيانات مستقلة حقيقية من السوق المالي وهي من أسعار التداول للأوراق المالية، وحجم التداول، وعدد الصفقات، والمعاملات التجارية الأخرى، ويحتاج التحليل الفني إلى التحرك السريع نحو أية قيمة متوازنة جديدة في السوق، عكس التحليل الأساسي الذي يجب عليه الاطلاع على تقارير الإفصاح ومعالجة البيانات والمعلومات والتأكد من صحتها بسرعة فائقة.

#### أقسام التحليل الفني

1. مؤشرات نفسية (Sentiment indicators)
2. تدفق الأموال (Flow-of-funds Indi)
3. مؤشرات هيكل السوق (Market structure Ind)

#### العوامل والمؤثرات النفسية

تلمب العوامل والمؤثرات النفسية في الأسواق المالية دورا فاعلا في التأثير على أسعار الأسهم وعلى اتجاه السوق ومؤثراته، ويمكن أن تكون هذه العوامل مؤقته وعند اكتشافها بوقت مبكر من التحليلين الفنيين يساعد على الدخول إلى السوق والشراء بأسعار مناسبة قبل أن ترتفع مستويات المتاملين وتقبل الأسعار نحو الارتفاع. وهناك بعض المؤثرات التي تعكس تصرفات الكثير من المشاركين في السوق مثل المستثمر الصغير (odd lotter) والصناديق المشتركة (Mutual Funds) ومتخصص الصالة (Floor Specialists) ويمكن أن تكون هذه التصرفات على مدار الساعة والتي تؤدي إلى التحرك باستمرار من أحد الأطراف إلى الطرف الآخر، وأن المؤثرات النفسية تؤدي إلى تحرك الأسعار من طرف إلى آخر عند التداول في البورصة وعند المضاربة على الصعود.



ان المنطق لاستخدام المؤشر النفسي هو ان مجموعات مختلفة من المستثمرين ياتون في تصرفاتهم بالرغم من التحولات الرئيسة للسوق مثلاً: ان العاملين بالاسرار والمعلومات الداخلية (Insiders Trading) يحكم مركزهم والمعلومات التي يمتلكونها يميلون الى التصرف الصائب عند نقاط التحول بالسوق، وتكون عملياتهم عبارة عن تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية، وتأييد البيع في حالات صعود السوق، على العكس من ذلك فان صناديق الاستثمار، كمجموعة تحطاً عند نقاط تحول سوق الأوراق المالية تصبح دائماً مضاربة على الصعود في سوق الأوراق المالية عند نقاط صعود السوق وتكون مضاربة على الهبوط في فترة الاطمئنان بين الموجهين، ان المؤشرات المستنبطة من البيانات يمكن ان تظهر لنا حالات معينة تتماثل من الناحية التاريخية مع نقاط صعود سوق الأوراق المالية وغيرها ينظر نقاط هبوط السوق، ولان رأي الأغلبية على خطأ عادة عند نقاط تحول السوق فان هذه المؤشرات عن الجور النفسي السائد في السوق تكون أساساً مفيد يمكن على أساسه تكوين رأي معاكس (Contrary opinion).

### العوامل النفسية

- أ. الولا لبعض الأسهم.
- ب. الركض وراء الجموع.
- ج. معاكسة التيار والاتجاه المعاكس.
- د. الاكتتاب النفسي.
- هـ. سلوك الفرد وسلوك السوق.

١. **الولا لبعض الأسهم:** يدور بعض المستثمرين بالولا لأسهم معينة يقتنعون بها على الرغم من اختلاف ظروف السوق، ويبقى عواطفهم واتجاهاتهم مرتبطة بهذه الأسهم بسبب تحقيق بعض المكاسب منها في الماضي، ولذلك يصبح بعدم وقوع العميل بحسب الاسهم التي يمتلكها وان لا تبقى ولايات الماضي مؤثرة على نظرة المستثمر الى المستقبل، وعليه ينصح بتابعة الحجازات الشركات المصدرة لهذه الأسهم ومراجعة العطايات الاقتصادية السليمة.

سبب الولا كونه الصواب

٣٩

٢. **غريزة القطيع (Herd Instinct):** ان غريزة القطيع او الركض وراء الجموع سلوك يصعب مقاومته من قبل الكثير من المستثمرين (فإنه يحسن الظروف في البورصة وأدى الى ارتفاع الطلب على سهم معين فارتفع هذه الفرضية بسبب ذلك تتنافس جمهور المستثمرين على هذا السهم وعنده وصوله الى مستوى معين سيتم التخلص منه بهدف تحقيق الأرباح عن الاستغناء، ان هذا السلوك سيؤدي الى إغراق السوق بعرض السهم، وسيؤدي ذلك الى انخفاض السعر ليس لاسباب جوهرية، مما يؤدي الى ابتعاد سعر السهم عن القيمة العادلة ويؤثر على كفاءة السوق المالي.

٣. **معاكسة التيار:** وهي عكس السلوك بالركض وراء الجموع والتي تعني عدم الاندفاع وراء الجموع والمواطف والتهيزات لجمهور المستثمرين، حيث ان الأسواق المالية بطبيعتها عقلانية وتمتع بالكفاءة الدائرية، وتسود الأسواق موجات من المعلومات تخلق فرض الى من يملك السرعة والشجاعة في اتخاذ القرار، ان هذه النظرية لا تعني التسرع في اتخاذ القرار تجاه وعمليات الشراء والبيع لاي سهم، بل التعامل مع الأسهم العريقة ذات التاريخ والحظيات الاقتصادية المثبتة، وان أسعارها قد تأثرت بسلوك الجمهور نتيجة الإحباط بسبب اتجاه أسعارها نحو الأدنى.

٤. **الاكتتاب النفسي:** تثار أحاسيس ومشاعر المستثمر بالظروف وهو لا يستطيع عزل نفسه عن البيئة التي تؤثر على قراراته وخاصة وأن الأسواق المالية في ظل الظروف الحالية تنصف بعلم الاستقرار والتقلبات المفاجئة، فمن ملاحظة متبع المؤشر والتحليل الفني ان معنويات المستثمر تتحسن وتزداد ثقته بنفسه عند صعود السوق، وان الهبوط يؤدي الى الاكتتاب.

٥. **سلوك المستثمر وسلوك السوق:** تساهم عناصر متعددة في التأثير على سلوك المستثمر وخاصة المشاعر والطموحات والغرائز ومنها الخوف والطمع وتساهم جميع هذه العوامل في تشكيل قرارات البيع والشراء.

الفصل الثامن

### كفاءة الأسواق المالية والمؤشرات المالية للأسواق

المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثاني: المؤشرات في الأسواق المالية

142

143

## الفصل الخامس

### كفاءة الأسواق المالية والمؤشرات المالية للأسواق

#### المبحث الأول

##### كفاءة الأسواق المالية

##### Efficient Market Hypothesis (EMH)

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لانه من تأثير على تحقيق الأسعار العادية للأوراق المالية التي ترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها الجميع ككل، أنها تؤثر على فرة المتعاملين في السوق المالي بضمنها التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات، ان عدم الكفاءة معناه الخراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسخ المجال للبعض بالقيام في استغلال معلوماتهم عن لتحقيق عائد غير عادي وغير عادل، والسوق غير الكفؤ هو الذي يتضمن تكلفة عالية لتوظيف المدخرات في أوجه الاستثمارات المختلفة وتنتقل هذه التكلفة الى المدخرين والمستثمرين متمثلة في النسب والعمولات وانخفاض معدلات الفائدة على الإقراض مع ارتفاع تكلفة الاقتراض.

##### مفهوم كفاءة الأسواق المالية

مفهوم الكفاءة يعد امتدادا للنظرية الكلاسيكية في الاقتصاد التي تفترض عدم وجود أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة، وبما ان الاستثمار في الأوراق المالية يعتمد على وجود عدد كبير من المتعاملين المتنافسين ويمتدرون بالدرجة الأساسية على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي، فالعنصر الأساسي في تحديد أسعار الأوراق المالية يكون من خلال تفرغ هذه البيانات والمعلومات ومدى دقتها، لان مشتري الأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والترقوف على أعمالها

وطيئة أنشطتها، وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات المتاحة عن الشركة بصفه أساسية لكي يتخذ قرارات الشراء أو البيع لأسهمها، ولذلك فإن عدم توفر البيانات والمعلومات أو النقص بها وعدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثير كبير على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية، وإن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي.

ولذلك فإن كفاءة السوق المالي تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات الجديدة المتاحة للمتعاملين.

أما عدم الكفاءة فيعني أن الأسعار في السوق لا تستجيب على وجه السرعة للمعلومات الجديدة، وأن امتلاك قسم من المستثمرين لبعض البيانات والمعلومات عن الشركات أو الشركة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي، وحجب هذه البيانات والمعلومات عن المستثمرين الآخرين، وهذه الفجوة تؤدي إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح التي يحققها كل مستثمر في السوق المالي، وهذه الفجوة تدفع المستثمر الذي يشعر بعدم تحقيق عدالة الحصول على البيانات والمعلومات إلى اتخاذ قرار الاحتجاج عن التعامل في هذا السوق، مما يؤدي إلى تخفيض عمليات التداول للأوراق المالية والتأثير على سمعة السوق المالي ويتناقض عدد المتعاملين، وسيؤثر ذلك انخفاضاً في سيولة السوق ويؤثر على نسبة نمو اقتصاد ذلك البلد، وقد يؤدي إلى انتشار ظاهرة المضاربة التي تعني خلق أسعار لأسهم بعض الشركات في السوق لا تتبر عن القيمة الحقيقية لهذه الشركات، مما يساهم في تحقيق أرباح غير اعتيادية لبعض المستثمرين تنعكس بدورها على سمعة السوق وقد تؤدي إلى انهياره باعتباره سوقاً غير كفء.

والقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والثورة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية (Intrinsic Value)، وإن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وينعكس النوعية

والكمية وكلفة منخفضة، وهذه العلاقة يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل (Fair Value) للورقة المالية محل التداول، والسوق الكفء هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية.

والسعر العادل هو ذلك السعر الذي تتساوى عنده القيمة الحقيقية للورقة المالية مع القيمة السوقية لها. وعلى هذا الأساس فإن الكفاءة تعني توفر البيانات والمعلومات بالكمية والنوعية والوقت لكافة المستثمرين، والخفاص الكفاءة تعني عدم توفر المعلومات أو البيانات، وتؤدي إلى تحقيق عائد غير طبيعي وغير اعتيادي يزيد عن العائد الذي يتساوى مع درجة الخطر للسوق المالي، ولذلك تسمى إدارة السوق إلى عدم فسح المجال لأي من المستثمرين في الأسواق المالية أن يحقق عائداً غير طبيعي أو غير اعتيادي يزيد عن العائد الذي يتناسب مع درجة الخطر على الاستثمار في الأوراق المالية.

الجديدة الواردة إلى السوق المالي عن الأوراق المالية أي عن الشركات المصدرة لها، وعلى العموم أن السوق المالي الجيد هو السوق الذي تتوفر فيه المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب وعماز بالسيولة (liquidity) والتي تقاس بفترة بيع الأوراق المالية، أي بيع وشراء هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد، وتعتمد السيولة على نوع الأصل، عدد المتعاملين، عدد الصفقات وانخفاض تكلفة نقل ملكية الورقة المالية أي كلفة تنفيذ الصفقات، ودرجة المنافسة وحرية انتقال الأموال بين الأسواق أي أسواق الأسهم والسندات والعقارات بسهولة.

عرف بفير (Beaver) الكفاءة بأن السوق المالي يكون كفواً بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تشمل كما لو كان كل المتعاملين في السوق يعرفون نظام المعلومات معرفة كاملة، وقد عرف بلكروي (Belkroui) السوق ذات الكفاءة بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها ويشمل هذا التعريف العنصر التالي:

1. أن الأسعار تعبر وبشكل واقعي عن المعلومات التفرقة والمصرح بها عن الأوراق المالية.
2. أن تتوفر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة بطريقة سريعة وفورية ويجادية تامة.

وهناك تصنيفات متعددة للكفاءة في الأسواق المالية تأخذ بالاعتبار: كفاءة التسعيرة أي عدم السماح بخلق سعر واقعي للورقة المالية أو غير عادل، وبمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبايع (أعلى سعر طلب (Highest Bid) وللمشتري أدنى سعر عرض (Lowest Offer)، كفاءة التشغيل وعادلة السوق وتحقيق الأمان للمتعاملين وتوفير الحماية ضد المخاطر الناتجة عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق المالي، عمق السوق من خلال خلق أعداد كبيرة من أوامر بيع وشراء الأوراق المالية، ضمان استمرارية السوق بعدم السماح بوجود اختلافات سعرية للورقة أثناء جلسات التداول، وأن يتم تحديد أسعار الورقة المالية بعادلة ومعرفة كافية وعبر

القيمة العادلة للسهم الواحد هي القيمة العادلة للشركة مقسوماً على الأسهم القائمة، ويتم حساب القيمة العادلة باستخدام تحليل (WIKI) التفرقة والظروف المالية والتأجيل التفرقة للشركة المستهدفة. (WIKI) التفرقة يستخدم المتداولون توقعات النتائج المستقبلية للعمليات في الأسهم فإذا كانت، القيمة العادلة أقل من سعر السهم في السوق الحالي يشير إلى وجود مبالغة في تقييم سعر سهم الشركة في السوق، والعكس صحيح فإذا كان سعر السهم في السوق أكثر من القيمة العادلة فإن ذلك معناه أن السهم مقيم أعلى من قيمته العادلة، يستعمل اصطلاح السعر العادل لتقدير القيمة السوقية لسهم يتم تداوله في السوق، وذلك بناء على عوامل عديدة لعل أهمها وريح الشركة المعنية وقدرة الشركة على زيادة هذه الأرباح، ولكن يجب الأخذ في عين الاعتبار أن السعر العادل لا يمثل إلا السعر النظري للسهم بينما في الحقيقة يتم تحديد السعر في السوق على أساس عوامل العرض والطلب والتي قد تكون مصطنعة أحياناً، كما أن السعر السوقي يتحدد في كثير من الأحيان على حساب حركة تدفق الأموال إلى السوق أو خروجها وعلى حساب نفسيات المتعاملين وحساباتهم التي قد تكون خاطئة أو صحيحة، وعلى هذا الأساس فإن السعر العادل يجب أن لا يؤخذ وكأنه سعر حتمي وإنما يستعمل كأداة استرشادية لتحديد اتجاه السعر في المستقبل. فمثلاً إذا كان السعر العادل أعلى من السعر السوقي فإن هذا يعني أن هناك فرصة طيبة لتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل عند شراء هذا السهم والعكس صحيح فعندما يكون السعر العادل أقل من السعر السوقي فإن هذا يعني أن فرصة تحقيق أرباح رأسمالية تصبح أقل ..

والمعروف عن الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم أنها غير فعالة في تقييم الأسعار خلال المدى القصير وكثيراً ما تحدث مبالغتات في أسعار الأسهم أو العكس فيتم تداول الأسهم بأسعار منخفضة في أحيان أخرى، والسعر العادل على ذلك هو محاولة لإيجاد سعر منطقي مبني على أساس علمي لا يكون منخفضاً ولا مبالغاً فيه ولذلك فإنه يفترض أن تكون الأسعار السوقية مقارنة للسعر العادل.

وفي ظل السوق الكفؤ نفسح المجال لاستيعاب المعلومات من قبل المستثمر أو المتعاملين بشكل سريع مما ينعكس على أسعار الأسهم المتداولة في السوق، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحصيل المعلومات والوصول إلى نتائج بشأن قيمة الأسهم، وتقصد بذلك عدم فسخ المجال لأي مستثمر أن ينتهز فرصة حصوله على معلومات أو بيانات معينة لتحقيق عائد غير طبيعي (Abnormal Return)، لأن الأسعار في السوق المالي يجب أن تكون أسعار التوازن وتتحرك صعوداً وهبوطاً استجابة للمعلومات

المفاوضات أو المزايمة العلنية، وان تلعب السوق المالي دورا فاعلا في نشر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين وكذلك في السوق.

ان أسعار السوق هي أسعار التوازن التي تتحرك صعودا وهبوطا استجابة للمعلومات الجديدة الواردة للسوق عن الشركات، إضافة الى توفر المرونة في السوق من خلال تحويل الانتظار وتحويل المخاطر حيث يستطيع المستثمر ان يتخلص من الأوراق المالية التي لا يقدر على تحمل مخاطرها أو يستطيع ان يتحمل الانتظار فيها لحين تاريخ استحقاقها ويقوم بتحويلها إلى طرف آخر من خلال هذا السوق.

ان نظرية الكفاءة في الأسواق المالية وتسمى أحيانا بفرضية الكفاءة السوقية أو الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير، ووفق هذه النظرية فان أسعار الأسهم المتداولة في السوق تكون كفوءة وعادلة، عندما تعكس القيمة الحقيقية للشركات المعبر عنها بقيمة السهم في السوق المالي، وطالما ان الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية هي تخصيص الموارد المالية المتاحة من الادخارات الى تنفيذ أو شراء اسهم المشاريع الأكثر جدوى اقتصادية وأفضل إنتاجية كما أسلفنا، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتمتكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل.

#### انواع الكفاءة

هناك نوعين من الكفاءة هما الكفاءة التشغيلية وكفاءة المعلومات

- الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات
- الكفاءة من حيث تخصيص الكفوء للموارد المالية هي كفاءة الأسعار وتسمى أحيانا الكفاءة الخارجية (External Efficiency) للسوق، وتحقق كفاءة السوق المالي الخارجية عندما يحصل جميع المتعاملين في السوق على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت نفسه وبدون كلفة إضافية ويفرص متكافئة، وان تكون هذه المعلومات دقيقة وحقيقية.

ان ذلك يعني ان حركة الأسعار ستكون على أساس المعلومات وليس الاشاعات.

#### • الكفاءة التشغيلية

النوع الآخر من الكفاءة هي كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية، وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبذ المتعاملون تكاليف عالية عن العمليات للوسطاء الماليين، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالي فيه.

وبذلك فان كفاءة الأسعار تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل، اذ ينبغي ان تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المحقق، وان تكون كلفة إتمام الصفقات عند حددها الأدنى وبالسرعة المحددة تقاس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر المفقودة أو التي فشلت لعدم صحتها والوقت المستغرق بين إصدار الأمر وتنفيذه.

ان السبب الأساسي للاهتمام بالقيمة الحقيقية لأسعار الأسهم هو منح تحويل السوق المالي كوسيلة لنقل الأموال والعوائد من مستثمر الى آخر بدون عدالة، وبالتالي تحويل السوق المالي من واسطة لتنظيم ثروة المجتمع الى واسطة لاغتناء بعض الأفراد ونقار الآخرين دون وجه حق، وتحقق كفاءة الأسعار في السوق المالي عند وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العملية والعملية ومعلومات متوفرة للجميع وبكلفة منخفضة، وأن تكون هذه المعلومات صادقة وصحيحة وضمان بأن يحصل عليها الجميع في الوقت نفسه، وان تصل المعلومات لكل المتعاملين بسرعة وبالتالي يضمن السوق بان تتمكس المعلومات على سعر الورقة في الوقت نفسه، وأن الأسعار تتحرك دون امكانية التأثير عليها او تخليقها او السيطرة عليها من قبل اي من المتعاملين مهما كانت قدرته الاستثمارية.

ان ذلك يعني ان التغيرات المتتامة التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لا توجد بينها علاقة (Random Walk) وأنه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية (Abnormal Returns) في ظل وجود سوق كفوءة.

ومن حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي يمكن أن يميز بين نوعين من الكفاءة هي:

**العوامل الأخرى المؤثرة على التداول والأسعار في السوق المالي**  
هناك عوامل أخرى تؤثر على عمليات التداول والأسعار في السوق المالي منها ما يلي:

1. العوامل النفسية  
إذ تلعب هذه العوامل دوراً كبيراً في التأثير على أسعار الأسهم وانجاهات السوق بشكل عام، وتقصد بالعوامل النفسية هي تلك التصرفات السلوكية التي يتبعها المستثمر بدوافع متعددة أخرى بعيدة عن المنطق الاقتصادي وبدون تحليل دقيق لتتأخر القرارات المتخذة، ومن هذه التصرفات الاستمرار في الراء لسهم معين أو الركض وراء الجميع (غريزة القطيع) ومعاكسة التيار بالاتجاه المخالف.
2. العوامل السياسية  
يشكل العامل السياسي تأثير كبير على قرارات الاستثمار، فالظروف السياسية الإيجابية والمستقرة تدفع المستثمرين إلى الإقبال على شراء الأوراق المالية والتعامل بها، وينتفع من درجة سيولة الأوراق المالية ولك دفع أسعارها مما يزيد من عوائد الاستثمار فيها والعكس هو الصحيح.
3. طبيعة المستثمرين  
ان طبيعة المستثمر لها اثر كبير على قرار الاستثمار، فالمستثمر قليل الخبرة او الذي لا يعتمد على المستشارين في اتخاذ القرارات سوف تنعكس تصرفاته بشكل سلبي على الأسعار باتجاه بعيد عن القيمة الحقيقية للورقة المالية مما يولد ضعفا في السوق المالي، أما المستثمرون المحترفون او الذين يعتمدون على بيوت الخبرة فان تصرفاتهم تكون باتجاه القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية، ويمتاز سلوكياتهم هذا كفاءة السوق المالي.
4. التنافس الشديد بين المكاتب وبيوت الخبرة  
اذ يؤدي ذلك التنافس إلى اتخاذ القرار واختيار التوقيت الملائم لعمليات بيع وشراء الأوراق المالية، بعد إجراء عملية التحليل الدقيق واختيار الوقت الملائم لقرار البيع والشراء مما يولد استجابة سريعة وفورية للأسعار في السوق، وبذلك تتحقق

## نظريات (فرضيات) السوق الكفؤ

## (Weak Form of the Efficient Mkt Hypothesis)

تقصد بالسوق الكفؤ هو ذلك السوق الذي تكون به رد فعل الأسعار للأوراق المالية المتداولة فيه تجاه المعلومات والبيانات المالية والاقتصادية والمعلومات الأخرى المؤثرة والمتاحة للمتعاملين في السوق سريعة.

وسبق ان ذكرنا بان المعلومات المتداولة في السوق تكون بأشكال متعددة منها بيانات ومعلومات تاريخية عن أسعار الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، وقسم منها بيانات ومعلومات عامة ترتبط بالآثار الاقتصادية الحالية العامة أي تغير عن الواقع الحالي للشركة وأدائها وقسم منها معلومات خاصة داخلية عن الشركة، فإن أشكال ومستويات فرضيات السوق الكفؤ تتناسب مع هذه المعلومات مع العلم بأن القصور بالبيانات والمعلومات هي مدى دقة هذه البيانات من حيث نوعيتها وكميتها وسرعة وضوئها الى المتعاملين بالتساوي وبدون كلفة إضافية.

في ضوء ذلك يمكن تقسيم نظريات الكفاءة للأسواق المالية الى ثلاثة مستويات كل مستوى يرتبط بنظام معين من المعلومات وكما يلي:

1. فرضية المستوى الضعيف (معلومات تاريخية).
2. فرضية المستوى شبه القوي (معلومات تاريخية + عامة حالية).
3. فرضية المستوى القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة).

شكل السوق/ المعلومات	تاريخية	حالية عامة	داخلية خاصة
الضعيف	x		
شبه القوي	x	x	
القوي	x	x	x

## 1. فرضيات المستوى الضعيف (معلومات تاريخية) (Weak Form Efficiency)

تقضي فرضية المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل،

القيمة الحقيقية لأسعار الأوراق المالية بعد إتاحة الفرصة لتحقيق ميزة الربط بكفاءة وخبرة متخذ القرار وبالتالي تخفي الأرباح غير العادية.

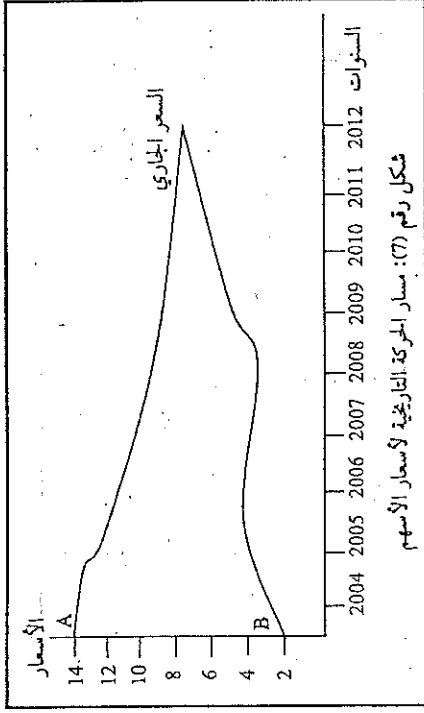
وحتى يمكن أن نصف السوق المالي بالكفاءة، يجب أن تتوفر فيه القومات الأساسية للسوق الكفؤ من حيث العمق والاتساع، والاستمرار في تداول الأوراق المالية على مدار الساعة، وأن تتوفر العدالة في السوق المالي، ونقص العدالة هي عدالة توفر المعلومات بنفس الكلف ونفس الوقت على كافة المتعاملين في السوق، وارتفاع طلبات وأوامر الشراء والبيع مع وجود عرض للأوراق المالية في السوق، أي وجود باتعين لهذه الأوراق وأن تعرض على جميع المستثمرين والمتعاملين فيه، مع زيادة عدد ونوعية المتعاملين في السوق، فكلما كان عدد المتعاملين كبير كلما أدى ذلك الى زيادة النشاط في السوق والعكس صحيح، وكذلك الحال بالنسبة لنوعية المتعاملين فالمتعامل الجيد يساعد على تحديد أسعار منطقية للأوراق المالية والعكس صحيح.

تتكون البيانات والمعلومات في السوق المالي وفق نظام متكامل يكمل بعضها البعض ولا بد من خلق مؤسساته لتكوين نظام شامل من المعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة، والإصدارات والمؤشرات الخاصة بالصناعة والاقتصاد الكلي إضافة الى تنبؤات المحللين الماليين والتقارير المالية للشركات.

تلخص مما ورد في أعلاه أن كفاءة الأسواق المالية تعتمد على كفاءة نظام المعلومات والبيانات المالية وغير المالية المتاحة في السوق المالي ولذلك يجب أن تتوفر العناصر التالية في السوق المالي:

- أ. منح دور فاعل للإعلان المالي لضبط حركة السوق المالي من خلال الالتزام بمعايير الإفصاح العام وتوفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية بهدف استخدامها عند اتخاذ القرارات.
- ب. توفير البيانات والمعلومات المالية عن الشركات بحيث تساهم فعلا في تحديد القيمة الحقيقية العادية لأسعار الأسهم للشركات التي يتم تداولها في السوق المالي.





شكل رقم (7): مسار الحركة التاريخية لأسعار الأسهم

## 2. فرضية المستوى شبه القوي "تاريخية + عامة حالية"

(Semistrong Form Efficiency)

تقتضى فرضية المستوى شبه القوي لقياس كفاءة السوق بان أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الأسواق في الماضي، بل تعكس أيضا البيانات والمعلومات الحالية المنشورة والمتاحة للجمهور المستثمرين، سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع التي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها، وبخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية وحساب الأرباح والخسائر، قائمة التدفقات المالية).

إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات العامة الجديدة الواردة إلى السوق المالي، وهذا معناه أن السعر في السوق المالي يعكس جميع المعلومات العامة المتوفرة عن الشركة بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، بحيث لا يستطع المحلل المالي التنبؤ بتقييم سعر الأوراق المالية في السوق مستقبلا بقيمة أكبر من قيمتها الحقيقية أو أصغر من قيمتها الحقيقية، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق.

ومعنى ذلك بأنه لا يمكن التنبؤ من قبل المتعاملين في السوق بتغير سعر السهم وتحقيق العائد بناء على الاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن سعره في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، ومن خلال تتبع أسعار الأوراق المالية تاريخيا، أي لا توجد علاقة بين الأسعار السابقة والأسعار المستقبلية لهذه الأوراق، ويعنى آخر أن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ في الأسعار بالاعتماد على المعلومات التاريخية، وأن الأسعار تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها والشكل رقم (7) يبين مسار أسعار الأسهم A و B لا علاقة لها بالحركة التاريخية للسهم التي تبين لنا أن السعر الماضي سوف لا يؤثر على السعر في المستقبل لأن حركة سعر السهم B بوضوح أفضل من سعر السهم A وإن السهم B يرتفع عندما السهم A ينخفض فمن هو الذي يريد شراء السهم المنخفض، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح جيدة بالاعتماد على المعلومات التاريخية أي أنه غير قادر على تحقيق الربح من دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار في السنوات الماضية، وأن فرصة المستثمر بالحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

- أ. حصوله على معلومات داخلية خاصة (Inside Information) غير منشورة عن الشركة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- ب. تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدره من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وتحقيق أرباح أكثر من غيرهم مستغلين قلة المعرفة وطمى بعض المستثمرين مقارنة بغيرهم.

ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال سلاسل الارتباط وقواعد التصنيف لتحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار.

إن مستوى الكفاءة شبه القوي إذا ما تحقق فإن المستثمر لا يستطيع تحقيق أي عوائد غير اعتيادية نتيجة لقيامه بالتحليل الأساسي للمعلومات (الإصدارات الجديدة، تجزئة السهم، تغير أساليب اعداد القوائم المالية) ولكنه يحصل على العائد غير الاعتيادي بعد حصوله على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن الشركة في إطار ظاهرة احتكار المعلومات والتجارة بها (Insider Trading).

3. فرضية المستوى القوي (Strong Form Efficiency)  
 إن فرضية المستوى القوي لكفاءة السوق المالي تعني أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة، إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة والخاصة بفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة الشركات، أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة امتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، إن هذا يعني أن هذا السوق المالي يوفر للمتداولين جميع البيانات والمعلومات سواء أكانت تاريخية أو عالية عامة أو داخلية خاصة.

وتقصد بالمعلومات الخاصة هي قرارات إدارية في الشركة لها تأثير على واقعها الحالي والمستقبلي، وهذه المعلومات عاد تتاح للعاملين في الشركة أو من يمتلك الأسهم فيها.

إن فرضية مستوى الكفاءة القوي تعني أن جميع المعلومات في السوق تكون عامة ولا يوجد احتكار لهذه المعلومات من قبل فئة معينة يمكن في حالة استخدامها أن تحقق أرباحا غير عادية، أي أن هذا السوق لا يفسح المجال لنشوء ظاهرة التجارة الداخلية (Insider Trading) والتي تعني الحصول على بعض المعلومات من موظفي الشركة والتصريف على أساسها من مالكي الأوراق المالية داخل أو خارج الشركة مما يفسح المجال لاقتناص فرصة لتحقيق أرباح غير عادية أو غير عادلة.

إن هذا المستوى من الكفاءة في السوق المالي لن يتيح لأي مستثمر مهما امتلك من الخبرة والمهارة القائمة في عملية التحليل والاستنباط والاستقراء في الحصول على إيرادات غير عادية وحتى من كبار العاملين في الشركة، إن ذلك يعني أن القيمة

السوقية للأرباح غير العادية تساوي صفراً، لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماماً لقيمتها الحقيقية وهذا سيؤدي إلى تحديد دور المحللين الماليين، مع الإشارة إلى عدم وجود نهاية كاملة في الأسواق المالية، ويقضى هامش يفسح المجال إلى تحقيق أرباح لبعض المستثمرين أكثر من مستثمرين آخرين كما بينا في الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي.

#### أسباب عدم كفاءة السوق المالي

1. عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي، وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على العاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
2. تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية غير صحية تتمكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.
3. انخفاض عدد المتداولين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي، مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول وبعاء وشراء والتأثير على سيولة السوق.
4. انتشار ظاهرة التجارة الداخلية للمعلومات أي استفادة الإدارة العليا والتنفيذيين من المالكين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات، وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية نتيجة الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرارات البيع أو الشراء.
5. قيام بعض الوسطاء بالهناج صفقات صورية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة، تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتؤدي إلى تحقيق أرباح غير اعتيادية.

## المبحث الثاني المؤشرات في الأسواق المالية

### مفهوم المؤشرات المالية في الأسواق المالية (Stock Market Index)

هي مؤشرات احصائية تستخدم كمقياس لقياس الأداء الكلي للسوق المالي ونتائج الاستثمار وهي مفيدة في البحوث المالية واكتشاف العلاقة بين متغيرات الاقتصاد ونتائج السوق المالي وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعنده الأدوات المالية التي تعتمد لغرض استخراج المؤشر، والمؤشر عبارة عن قيمة رقمية تقبىر التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معادلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات واداء السوق، وعادة يتم تكوين المؤشر في المرحلة الأولى لتأسيس البورصة اي وجود رقم كأساس ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك مع فترة الأساس او نقطة البدء، ومن خلال المؤشر يتم التعرف على تحركات الأسعار واتجاهاتها، كما انه يستخدم كمقياس لأداء البورصات وإذا كان السوق المالي كقولنا وإذا ما تم بناء المؤشر بعناية ودقة فإنه يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة مع إمكانية استخدامه كأداة للتنبؤ بالمستقبل، ويتم اتباع المؤشر من قبل المستثمرين في الأسواق المالية بهدف كسب الأموال، ويرى بعض الباحثين بان من يتبع المؤشر يحقق أرباحاً ملموسة لان قراراتهم تقوم على أساس معلومة واحدة من المعلومات الأساسية وهي السعر، لان العنصر المشترك بين كافة الأسهم المتداولة في السوق هو السعر الذي يعكس البيانات الموضوعية، فيمكننا اتخاذ القرار عند مقارنة الأسعار وقياس حركتها من خلال المؤشر لان السعر هو الذي يصنع الأخبار، وهناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة والمؤشر المالي هو الذي يعبر عن مجموع قيم الأسهم المتداولة في سوق معين.

159

### أهمية مؤشرات الأسواق المالية

يعتمد مؤشر سوق الأوراق المالية بالدرجة الأساس على حركة ومستوى الأسعار في السوق المالي، حيث يعتمد بناء المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في أسواق المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة من أسهم الشركات ذات الوزن النسبي المؤثر بحيث يعكس المؤشر الحالة التي عليها السوق المالي، وبالتالي فإن عملية الاختيار تتم على أسس أهمها تأثير الأوراق المالية على السوق وعلى المؤشر.

سبق وأن ذكرنا أن نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال الذي يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة يعكس طبيعة الاقتصاد ومكوناته ودرجة النمو فيها، وعندما يكون سوق رأسمال (سوق الأوراق المالية طويلة الأجل) بقدر معين من الكفاءة وإذا كان المؤشر مصمماً بدقة لقياس حالة السوق فإنه أي المؤشر سيكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة في البلد، فإذا كان المؤشر في صعود فيدل ذلك على الراج الاقتصادي ويطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي (Bull Market) والعكس صحيح عند السوق التزولي. ويعني السوق التزولي انخفاض معدل العائد الذي يحققه، السوق وفقاً للمؤشر مقارنة بعائد الأوراق المالية الحالية من المخاطر، وهكذا يتم وصف المضارب المستثمر في السوق فعندما يعتقد بوجود صعود في الأسعار ويشترى فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا كان يعتقد ان الأسعار متجهة نحو الهبوط يطلق عليه المضارب على الهبوط.

وهذا يعني أن المؤشر عبارة عن مقياس لمستوى الأسعار في السوق المالي وتستخدم إدارة الأسواق المالية أسلوب المعينات من الأسهم المتداولة في السوق عند احتساب هذا المؤشر، أي يتم اختيار عدد من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.

تلعب مؤشرات الأسواق المالية دوراً فاعلاً في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس أسعار وحركتها وتأتي أهمية المؤشرات في ما يلي:

160

## الفصل الثالث أهمية المؤشر في الأسواق المالية

1. يعد تلخيص أداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويخلص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكشف العلاقة بين التغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في السوق المالي.

2. يساعد المؤشر القارئ على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق، من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويرها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.

3. أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.

4. تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التبدقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.

5. المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.

أهداف المؤشرات المالية والعوامل المؤثرة عليها

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وبعض الاستثمارات تعتمد على كفاءة استثمارية يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية، وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا.

هناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وهذه العوامل هي:

1. مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.

2. قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.

3. التوقيت أو الزمن وطبيعة التغيرات الاقتصادية.

4. طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

### قواعد بناء المؤشر

عند بناء مؤشر السوق المالي يتم اختيار عينة من أسهم عدد من الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذا السوق ويجب أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب أساسية وهي الحجم والتوسع والصدور، فالقاعدة تقول كلما كان عدد الأوراق المالية التي يضمها المؤشر أكبر كلما كان أكثر تمثلا لواقع السوق وهذا هو المقصود بالحجم (الإسعاء) تعني تغطية جميع القطاعات في السوق، أما (الصدور) الحصول على أسعار الأسهم التي يبيى عليها المؤشر فيجب أن يكون من السوق الأساسي.

أما من حيث الشروط التي يجب أن تتوفر بالأسهم المختارة التي تضمن إلى العينة فمن الجوانب التي يركز عليها ضم السهم إلى قائمة الأسهم المختارة هو درجة سيولة السهم وليس الربحية، مع تجنب التركيز على قطاع واحد والترويج باستخدام القيمة الرأسمالية للشركة وإن تكون مدفوعة بالكامل ولا يبد من متابعة أسهم الشركات التي يشهر إفلاسها أو التي تندمج مع شركات أخرى.

### كيفية بناء المؤشرات

ذكرنا بأن المؤشرات تحسب من خلال اختيار مجموعة من الأوراق المالية في السوق المالي وحتى يكون الاختيار جيدا ينبغي أن تكون الأوراق المالية المختارة بالصفات التي تتمثل فيها جوانب أساسية ثلاث وهي:

1. الحجم أي عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كلما كان المؤشر بأعداد كبيرة كلما كان أكثر تمثلا وصدقا عن واقع السوق.

2. الاتساع (السعة) وتقصده بذلك أن تكون العينة المختارة تمثل مختلف القطاعات المشاركة في السوق المالي، وكذلك الممتلة بالاقتصاد القومي هذا في حالة المؤشرات العامة، أما إذا كان المؤشر يخص قطاعا معينا فتكون العينة المختارة من عدد من الشركات التي تمثل ذلك القطاع.

### خصائص مؤشر السوق الموزون بالأسعار

1. يمثل هذا المؤشر شركات مختارة كبيرة وعريقة (Blue Chips) وبالتالي فإنه لا يمثل إجمالي الشركات في السوق، ويعنى آخر أنه لا يمثل السوق الحالي بكافة أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها فيه.

2. هو مؤشر يمثل قطاعا واحدا من السوق وبالتالي لا يمكن استخدامه كمؤشر للسوق العام (DJ Composite) الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية لأنه وفي حالة مؤشر داو جونز (DOWJOENS) يستخدم هذا المؤشر لقياس أسهم القطاع الصناعي.

3. يعد هذا المؤشر المبني على الأسعار (متغيراً للأسهم ذات الأسعار المرتفعة) نظراً لارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر عليه، وعندما سوف لا يعكس حركة أسعار جميع أو أكثر أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق.

4. الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي تقسيم للأسهم أو أية تجزئة للسهم/نظراً لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق المالي بعد التجزئة، فعندما تتم تجزئة السهم إلى نصفين وكان عدد الأسهم 10000 سهم فإن قيمة السهم الحالية قبل التجزئة البالغة 12 ديناراً تصبح عند تجزئة السهم 6 دنانير وهذا يؤثر على قيمة المؤشر التي يدخل سعر السهم أساساً في احتسابها بالرغم من أن التجزئة قرار إداري وليس لعملية التداول أي تأثير عليه.

مثال رقم (1):

احسب مؤشر السوق الموزون بالأسعار للشركات المذكورة؟

شركة	سعر السهم
A	200
B	120
C	80
D	40
	440

3. المصدر والقصود به هو مصدر الحصول على الأسعار من الأوراق المالية التي نبيها عليها المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

أنواع المؤشرات وطرق احتسابها  
تتنوع المؤشرات وتختلف في أهدافها وطرق بنائها في السوق المالي حيث يتم استخدام نوعين من المؤشرات، وكما يلي:

1. مؤشرات عامة: وهي التي تقيس حالة السوق بصورة عامة/مثل مؤشر داو جونز DJIA في أمريكا ومؤشر ستاندر اندبور SFCP الذي يضم 500 شركة أمريكية.

2. مؤشرات قطاعية: وهي التي تقيس حالة السوق بنسبة لقطاع معين/مثل مؤشر ناسداك (NASDAQ) المجمع وهو مؤشر (500) شركة صناعية أمريكية يتم تبادل أسهمها عبر النصة أو مؤشر البنوك الأردنية في بورصة عمان.

حساب المؤشرات

1. مؤشر السوق الموزون بالأسعار (Market Value Price Index)

وهو أقدم طريقة لحساب المؤشر إذ قام تشارلز داو عام 1885 بإصدار مؤشره الذي سمي باسمه داو جونز (DOWJOENS)، باعتداده على 12 سهماً من أنشطة الأسهم في بورصة نيويورك، وهذا المؤشر عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسومة على عدد الشركات المثلة والمختارة من قبل السوق، وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق، ويعكس هذا المؤشر الآن أسعار 30 شركة من الشركات الصناعية وتشكل هذه الشركات 25% من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداماً ويمكن بناء هذا المؤشر بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\text{مؤشر السوق الموزون بالأسعار} = \frac{\text{مجموع الأسهم}}{\text{عدد الشركات}}$$

$$110 \text{ نقطة} = \frac{440}{4}$$

مثال رقم (2):

نفترض أن سوق عمان المالي يتكون من الشركات التالية.

المطلوب:

احسب مؤشر السوق الموزون بالأسعار في سوق عمان المالي وبين تأثير تجزئة سهم شركة الوطن العربي بمعدل 3 إلى 1 على قيمة المؤشر؟

سعر السهم	سعر السهم
اليوم الثاني	اليوم الأول
10	30 (تجزئة السهم بمعدل 3 إلى 1)
20	20
10	10
40	60
13.3 = $\frac{40}{3}$ نقطة	20 = $\frac{60}{3}$ نقطة

معدل التغير في المؤشر - 33.3% بسبب تجزئة السهم. ان مجموع قيمة الأسهم الثلاثة 60 دينار، وفي اليوم الثاني بسبب تجزئة السهم انخفض سعر سهم شركة الوطن العربي الى 10 دينار مما أدى الى ان تكون قيمة الأسهم الثلاثة 40 دينار وهذا أدى الى ان يفقد السوق 33.3% من نقاطه بسبب التجزئة وليس التداول، للتعامل مع هذه المشكلة، الحلال يستخدم القسوم عليه قبل عرض القيمة المالية للمؤشر، ان تعديله القسوم عليه سوف لا يؤدي الى التغير في المؤشر بسبب تجزئة الأسهم وفي مثالنا اعلاه

65.

يجب تغير القسوم عليه من 3 الى 2 بعد تجزئة السهم للمحافظة على عدم تغير قيمة المؤشر.

$$\frac{\text{القسوم عليه}}{2.0} = \frac{3.0}{2.0} = \frac{60}{3}$$

معدل التغير = 5.5%

ان ذلك معناه ان القسوم عليه يحفظ سلامة الوضع الاقتصادي للمؤشر جيوب مؤشر السوق الموزون بالأسعار:

أ. لا يغطي جميع الشركات في السوق المالي وإنما يمثل شركات مختارة كبيرة وعريقة (المينة).

ب. ارتفاع الأهمية النسبية وتأثير أسعار الأسهم بشكل كبير بهمل حجم الشركة وقيمتها بالسوق ورأس مالها.

## 2) المؤشر الموزون بالقيمة السوقية (Market Value Weighted Index).

هو المؤشر الذي يتم رزته بالقيمة السوقية للأسهم آخذين بالاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة أي معدل الرسلة الخاص بالأسهم وسعر سهم كل شركة في السوق ومن أشهر المقاييس التي تعتمد هذا المؤشر هو مقياس كورلس (Cowles Index) ومؤشر ستاندر أند بور (S & P index).

ويعد كورلس الأساس لمؤشر ستاندر أند بور والمعروف باسم (S&P 500)، إذ يتكون من 500 سهم لشركات مرزعه حسب القطاعات التالية (400 شركة صناعية، 20 شركة نقل، 40 شركة خدمات، 40 شركة مالية).

وتشكل هذه الشركات 75% من قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك (NYSE).

حساب قيمة المؤشر

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{ق}}{100} \times \frac{2}{1}$$

66.

الحل:

$$100 \times \frac{12000 + (18 \times 4000) + (16 \times 5000) + (12 \times 6000) + (8 \times 1000)}{232000} = \text{قيمة المؤشر}$$

$$174.4 =$$

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{2}{1} \times 100 =$$

$$100 = \frac{232000}{232000} = \text{قيمة المؤشر}$$

وإذا افترضنا ان عدد الأسهم وأسعارها أصبحت عام 2009 كما يلي:

2009	القيمة السوقية	سعر السهم	عدد الأسهم	الشركة
12000		12	1000	A
60000		10	6000	B
100000		20	5000	C
96000		24	4000	D
268000				

$$115.5 = 100 \times \frac{268000}{232000} = \text{قيمة المؤشر 2009}$$

القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم في السوق

حيث أن:

$$Q_2 = \text{سعر السهم الحالي} \times \text{عدد أسهم العينة}$$

$$Q_1 = \text{سعر السهم في اليوم السابق} \times \text{عدد أسهم العينة}$$

ويتم بناء قيمة المؤشر عند البدء بقسمة القيمة الإجمالية للسوق على قيمة المبدئية للمؤشر ويتم تحديد المؤشر المبني بطريقة اختيارية من خلال اختبار الرقم 10 ومضاعفاته، فإذا فرضنا ان القيمة المبدئية للمؤشر هي 10 يستمر حساب قيمة المؤشر عند التغير اليومي او الأسبوعي او الشهري للأسعار.

ويلاحظ بان هذا المؤشر قد تلافى عيوب المؤشر الأول لكونه أكثر شمولية حيث يضم 75% من أسهم الشركات ويدخل في حسابه عدد الأسهم بالإضافة إلى سعر السهم، وبالتالي فان التغير في سعر السهم نتيجة تجزئة الأسهم سوف لا يؤثر على قيمة المؤشر وبالتالي لا يحتاج الى تعديل بعد تجزئة الأسهم، ويلاحظ ان قيمة المقسوم عليه لا يتغير عند تجزئة أي سهم من أسهم المؤشر المختارة.

مثال رقم (1):

احسب مؤشر السوق بالقيمة السوقية لسنة 2008 إذا افترضنا القيمة الافتتاحية للمؤشر 100.

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	مليون
A	1000	8	8000
B	6000	12	72000
C	5000	16	80000
D	4000	18	72000
القيمة الأساس			232000

مثال رقم (2):

فيما يلي بيانات شركات في السوق المالي للسنوات 2009، 2010، فإذا علمت ان القيمة الافتتاحية للمؤشر 100

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم
A	1000	10
B	10000	2
C	5000	5
D	15000	11
القيمة الأساس	220000	

$$\text{قيمة المؤشر 2008} = 100 \times \frac{220000}{220000} = 100$$

بيانات السوق 2010

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة
A	1000	12	12000
B	10000	2	20000
C	50000	5	250000
D	61000	11	671000
الجمع			953000

$$\text{مؤشر عام 2009} = 100 \times \frac{953000}{220000} = 433.1 \text{ نقطة}$$

المؤشر الموزون بأوزان متساوية (Equally-Weighted Index)

يبني هذا المؤشر على افتراض بان يكون الاستثمار بمبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وبذلك تعطي أوزاناً متساوية من المبالغ المستثمرة لكل سهم

169-

مختار، وهذا المؤشر يلقي التحيز لأسهم معينة منذ بداية بناء المؤشر، وان التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر سوف تتمكن انجازها حقيقياً للتغيرات في الأسعار للأسهم التي يتكون منها السوق، وعند بناء المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، وان أشهر مؤشر له هو (Blue-Line Average) ويضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك وأسهم بورصات أخرى، بالإضافة الى أسهم السوق الموازي الذي يضم (1700) شركة أمريكية.

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{مجموع (عدد الأسهم المشتراة} \times \text{سعر السهم)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}}$$

مثال:

فيما يلي البيانات المالية عن عدد من الشركات المختارة في بورصة العراق.

الشركة	سعر السهم اليوم	مبلغ الاستثمار	سعر السهم في اليوم التالي
A	20	1000	54
B	40	1000	40
C	25	1000	26
D	20	1000	22

المطلوب: استخراج المؤشر الموزون بأوزان متساوية للسوق المذكور؟

الحل:

الخطوة الأولى: استخراج عدد الأسهم لكل شركة بقسمة مبلغ الاستثمار على سعر السهم لكل شركة وكما يلي:



الشركة	عدد الأسهم	(عدد الأسهم × سعر السهم) اليوم الأول
A	50	1000 = 20 × 50
B	25	1000 = 40 × 25
C	40	1000 = 25 × 40
D	50	1000 = 20 × 50
		4000

$$100 \times \frac{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}}{\text{مجموع (عدد الأسهم × سعر السهم)}} = \text{المؤشر الموزون بأوزان متساوية}$$

$$100 \text{ نقطة} = \frac{4000}{4000} = \text{المؤشر الموزون بأوزان متساوية لليوم الأول}$$

$$\text{المؤشر الموزون بأوزان متساوية} = (22 \times 50) + (26 \times 40) + (40 \times 25) + (54 \times 50) = 4000$$

$$\text{نقطة} 146 = \frac{5840}{4000} = \frac{1100 + 1040 + 1000 + 2700}{4000}$$

المؤشر الموزون بأوزان متساوية لليوم الثاني = 146 نقطة

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد العائد النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يتم حساب العائد النسبي بقسمة سعر السهم اليوم الثاني ناقص سعر السهم في اليوم الأول على السعر في اليوم الأول، ثم يتم بعد ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر الذي يتم تكوينه من قبل الخبراء القائمين على بناء المؤشر، ويمكن بناء المؤشر وفق الخطوات التالية:

1. لحساب العائد النسبي لكل سهم

$$\text{سعر السهم في اليوم الثاني} - \text{سعر السهم في اليوم الأول} = \text{سعر السهم في اليوم الأول}$$

2. لحساب الوسط الهندسي للأسعار

$$\text{الوسط الهندسي} = (س1 \times س2 \times س3 \dots \times سn)^{\frac{1}{n}}$$

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار × الأساس

مثال رقم (1)

اسم الشركات	السعر الأول	السعر في اليوم الثاني	نسبة العائد	العائد الموزون
A	10 دينار	10.5	5%	0.1
B	20	21.375	6.875%	1.375
C	35	33	-5.71%	-1.43
D	27	28.5	5.56%	1.11
E	109	114	4.587%	0.917
المؤشر	100	103.26		3.26%

ان معدل العائد الموزون للأسهم 3.26% لذلك فإن المؤشر سوف يزداد بمقدار 3.26% من المؤشر الأساس البالغ 100 نقطة إلى 103.26 نقطة

مثال رقم (2):

نقترض ان السوق المالي يتكون من سهمين أ، ب وكان أسعارهما كما يلي:

السهم	اليوم الأول	اليوم الثاني
أ	10	13
ب	18	20

الحل:

الأسعار التناسبية للسهمين =

$$1.3 = \frac{13}{10} = \frac{\text{السهم أ}}{\text{السهم ب}}$$

$$1.1 = \frac{20}{18} = \text{السهم ب}$$

$$1.1958 = \sqrt[2]{(1.1 \times 1.3)}$$

الوسط الهندسي = قيمة المؤشر في اليوم (م) فقطة فان قيمة المؤشر

في اليوم (م) =  $(1 + 1.1958 \times 120 = 143.4$  فقطة أي نسبة زيادة قدرها 19.5 %

### المؤشرات المالية في الأسواق المالية

وهناك مؤشرات عالمية لها أهميتها في عالم الأسواق المالية أهمها:

1. مؤشر ستاندارد اند بورز (Index 500 S&P)

هو المؤشر الذي يوصف بأنه المؤشر للشركات للقيادية في الصناعات القائمة، ويقس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي لحوالي ثلاثة إلى أربع أسواق مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر ستاندارد اند بورز (Index 500 S&P) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، والاتصالات، والماء، ويحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كليهما، ويتكون (Index 500 S&P) من أربع مجموعات رئيسية كل مجموعة من 40 شركة صناعية و 40 شركة خدمات وكهرباء وماء واتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتأمين، وتمثل هذه المجموعة 80 % من أسهم بورصة نيويورك.

جدول رقم (1): عشرون شركة كبيرة في مؤشر ستاندر اندبور لسنة 1999

التسلسل	اسم الشركة	الرمز	القيمة السوقية (مليون دولار)
1.	ماكروسوفت	MSFT	463,813.21
2.	جنرال إلكتريك	GE	421,300.87
3.	مخازن رول مارت	WMT	236,069.09
4.	إنتل	INTC	232,047.43
5.	انظمة سايكو	CSCO	222,998.87

التسلسل	اسم الشركة	الرمز	القيمة السوقية (مليون دولار)
6.	تكنولوجيا السينت	LU	192,264.87
7.	ميرك	MRK	182,512.18
8.	اكسون	XON	174,193.57
9.	سفي كروب	C	173,298.59
10.	ماككات الاعمال المالية	IBM	1,677,679.00
11.	سكواب برتسل مانجر	BMY	149,329.01
12.	بغازد	PFE	149,185.76
13.	ماسل ووردم	WCOM	145,284.04
14.	الجموعه العاليه الامريكيه	AIG	143,981.20
15.	آي تي - تي	T	140,609.89
16.	كوكا كولا	KO	140,591.07
17.	جنوبس اندجوتس	JNJ	140,243.10
18.	امريكا على الخط	AOL	132,554.07
19.	بوستر اند كامل	PG	130,528.62
20.	البتورل اللانيه الملكيه	RD	127,72070

المصدر:

Value. Lin. Investment Survey October 1999

مع الإشارة إلى أن أعلى نسبة توزيع محسوب على أسامس التغيير في توزيع رسمة السهم مقسوم على التغيير في رسمة مؤشر ستاندر اندبور كانت لشركة ماكروسوفت بمقدار 24.9% وكاسكو 16.4% وجنرال إلكتريك 12.7% واي بي ام 12.5% واتل 11.8% وباقي الشركات وعددها 495 شركة 21.7%.

2. مؤشر (MSCI) لأسواق أوروبا وإستراليا والشرق الأقصى

وهي اختصار لكلمة (Morgan Stanley Capital International) وتقيس هذا المؤشر أداء 1000 سهم للشركات من مختلف دول العالم في أسواق أوروبا وإستراليا والشرق الأقصى اذ يتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين:

- استنادا الى القيمة الرأسمالية.
- استنادا الى الناتج المحلي الإجمالي.

3. مؤشر ناسداك (NASDAQ) المجمع

وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وخدمات الخدمات الالكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.

4. مؤشر داو جونز (Dow Jones Industrial)

وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1896 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من (30) ثلاثين شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، وهو مؤشر يقيس حالة السوق لتوسط الشركات الصناعية، من خلال استخدام مؤشر

مجموب لتوسط الشركات الصناعية الأمريكية، وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي، ويحسب باستخدام أسلوب التوسط

المتحرك لأسعار أسهم أهم هذه الشركات، فعندما نقول هبط مؤشر داو جونز بثلاثين نقطة مثلا فهذا يعني ان متوسط أسعار الثلاثين شركة قد انخفضت 30 نقطة، وهو مؤشر يعبر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي، ويمكن الاستفادة منه

في اتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم أداء السوق واتجاهاته ومن ثم تقييم السهم محل البحث والاستثمار، وقد يكون مؤشر داو جونز لصناعة معينة مثل داو جونز لصناعة النقل (Dow Jones Industrial).

5. مؤشر ناييس (NYSE)

وهو اختصار للكلمات (New York Stock Exchange) وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والالكترونية.

جدول رقم (2): مؤشرات الاسواق المالية

Stock Market Data Bank									
Major Indices									
Low (365 Day)	High	Close	% CHG	Net CHG	% CHG	365 Day CHG	% CHG	From 12/31	% CHG
Dow Jones Averages									
31363.5	3478.61	3446.46	+ 18.91	+ 0.55	+ 68.33	+ 2.02	+ 145.3	+ 4.40	
30 Industrials									
1683.08	1204.40	1607.54	+ 14.70	+ 0.92	+ 226.75	+ 16.42	+ 158.3	+ 10.93	
247.68	209.69	229.98	+ 0.62	+ 0.26	+ 27.79	+ 13.10	+ 18.96	+ 8.58	
15 Utilities									
1322.35	1107.47	1289.90	+ 8.03	+ 0.63	+ 94.59	+ 7.91	+ 85.41	+ 7.09	
65 Composite									
432.78	377.00	419.66	+ 2.09	+ 0.50	+ 27.52	+ 7.02	+ 6.37	+ 1.59	
Equity Mkt. Index									
New York Stock Exchange									
251.36	220.61	244.54	+ 1.08	+ 0.44	+ 15.12	+ 6.59	+ 4.33	+ 1.80	
Composite									
303.16	273.18	284.30	+ 1.59	+ 0.54	+ 7.26	+ 2.33	+ 0.09	+ 0.03	
Industrials									
232.40	193.40	224.28	+ 0.50	+ 0.22	+ 28.08	+ 14.31	+ 14.62	+ 6.97	
Utilities									
246.81	182.66	236.11	+ 1.30	+ 0.55	+ 27.10	+ 12.97	+ 21.39	+ 9.96	
Transportation									
223.96	171.44	211.11	+ 0.34	+ 0.16	+ 36.44	+ 20.86	+ 10.28	+ 5.12	
Finance									
Standard & Poor's Indexes									
456.33	400.96	442.46	+ 2.27	+ 0.52	+ 25.55	+ 6.13	+ 6.75	+ 1.55	
500 Index									
524.99	471.36	507.64	+ 2.94	+ 0.58	+ 13.45	+ 2.72	+ 0.18	+ 0.0384	
Industrials									
405.65	307.94	385.58	+ 3.40	+ 0.89	+ 27.05	+ 7.52	+ 22.83	+ 6.28	
Transportation									
176.23	145.17	169.42	+ 0.32	+ 0.19	+ 21.80	+ 14.77	+ 10.96	+ 6.92	
Utilities									
46.67	34.15	43.33	+ 0.15	+ 0.35	+ 8.51	+ 24.44	+ 2.44	+ 5.97	
Financials									
166.77	136.02	161.49	+ 1.04	+ 0.65	+ 17.46	+ 12.12	+ 0.93	+ 0.58	
400 MidCap									
Nasdaq									
708.85	547.84	666.71	+ 5.29	+ 0.80	+ 83.17	+ 14.25	+ 10.24	+ 1.51	
Composite									
757.05	581.60	686.34	+ 7.20	+ 1.06	+ 49.36	+ 7.75	+ 38.60	+ 5.32	
Industrials									
868.27	608.60	837.49	+ 4.09	+ 0.49	+ 224.22	+ 36.56	+ 33.58	+ 4.18	
Insurance									
641.57	420.75	6.791	+ 1.60	+ 0.26	+ 187.16	+ 44.48	+ 74.98	+ 14.07	
Banks									
314.39	242.25	294.81	+ 2.45	+ 0.84	+ 36.65	+ 14.16	+ 5.75	+ 1.91	
Nat. Mkt. Comp									
303.87	232.48	274.42	+ 3.01	+ 1.11	+ 19.57	+ 7.68	+ 16.98	+ 5.83	
Net. Mkt. Indus									
Others									
423.43	364.85	422.21	+ 1.25	+ 0.30	+ 30.60	+ 7.81	+ 22.98	+ 5.76	
Amex									
281.38	238.81	273.07	+ 0.89	+ 0.33	+ 17.12	+ 6.69	+ 6.39	+ 2.40	
Value Line (geom.)									
232.36	185.81	223.66	+ 0.99	+ 0.41	+ 20.90	+ 13.10	+ 2.65	+ 1.20	
Russell 2000									
4475.25	3860.55	4336.62	+ 20.50	+ 0.47	+ 306.27	+ 7.57	+ 46.85	+ 1.09	
Wilshire 5000									

Based on comparable trading day in preceding year

## الفصل السابع

## مؤسسات وشركات الاستثمار المالي

## المبحث الأول

## شركات الاستثمارات المالية

إن التطورات المالية وارتفاع عدد المساهمين في الأسواق المالية والحد من قيام المصارف بأنشطة مصرفية استثمارية في بعض الدول كمشاول للحد من عمليات الغش والاحتيال، جعلت المستثمرين يفضلون الاستثمار في شركات الاستثمارات المالية التي يستثمر فيها صغار المستثمرين والكبار في الوقت نفسه، التي تدار من قبل مديريين محترفين وذات إدارة استثمارية متخصصة من المحترفين الذين لهم مطلق الحرية في إدارتها بما يسمح لهم عقد الصفقات بسرعة مستفيدين من ابتعاد الأسعار وبصورة مؤقتة عن القيمة الحقيقية (Intrinsic Value)، وتعد شركات الاستثمارات المالية من المؤسسات المنقلة التي تقوم بإدارة أموال الغير من خلال تكوين محفظة أوراق مالية وفق قيود قانونية وشروط تعاقدية (Contractual Provisions) مع المستثمرين أو تدبر الاستثمارات المالية لحسابها حسب طبيعة كل مستثمر وتفضيلاته من الأوراق المالية حسب العائد والمخاطر، وقد ازدادت أهميتها في الأسواق المالية إذ تبلغ نسبة قيم الأسهم المالية التي تدار بواسطة هذه الشركات 57% من قيم الأسهم المالية المتداولة في السوق المالي الأمريكي عام 1994 وبلغ عدد المستثمرين في الشركات المالية 30.2 مليون أمريكي بنسبة 31% من سكان أمريكا، وبلغ عدد هذه الشركات في أمريكا سنة 1998 9900 شركة وعددها في الأردن 250 شركة، وبلغ إجمالي المبالغ المستثمرة في الصناديق المشتركة في الولايات المتحدة الأمريكية لسنة 1998 (5.5) ترليون دولار وزاد من أهميتها السماح للعاملين في استخدام خطط المساهمات التعاقدية المحددة (Defined Contribution Pension Plans) للاستثمار في صناديق

هذه الشركات واختيار عدد من صناديق الاستثمار المشتركة للاستثمار فيها، بما ولد توافق نوع جديد من رأس المال على هذه الشركات إذ زاد استثمار بعض الشركات الأمريكية لسنة 1994 بموجب هذا الخطط بمقدار 40 بليون دولار، ولكسب مزيد من الأموال تبدأ الشركة الاستثمارية بتحديد نوع الحفظة الاستثمارية التي تعتمد إدارتها أنها جذابة لعامة المستثمرين .

#### أنواع خدمات الاستثمارات المالية

تقدم الشركات والمؤسسات المالية المتخصصة خدمات الاستثمار على نوعين:

- النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق المختلطة (comming funds) وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من قبل عدة كبير من المستثمرين حيث يتم إصدار لكل مستثمر حصصاً تمثل نسبة مساهمته في رأسمال الشركة.

- النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصة (Separate Accounts) وهي المحافظ الاستثمارية التي يملكها مستثمر واحد. وتدار من قبل إدارة مختصة وتعمل بنظام تفصل يوجه أصول المستثمر عن أصول الحفظة الأخرى، وهي معزولة قانونياً عن بقية الأصول الأخرى التي تدار من قبل المستشارين، والسبب في طلب الاستثمار المنفصل يعود إلى رغبة المستثمر في تحديد الأوراق المالية التي يحتفظ بها بما يحقق أهدافه.

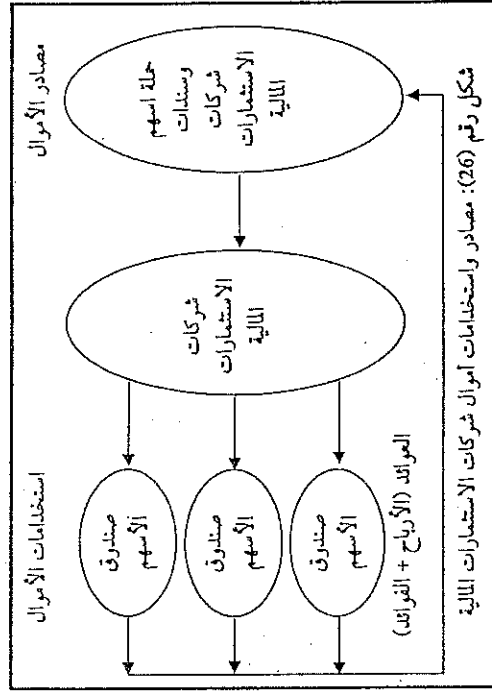
وهناك من الناحية العملية ثلاثة إعدادات على أنواع الأوراق المالية التي تتعامل بها صناديق الاستثمار:

1. يجب أن تتعامل صناديق الاستثمار بالأوراق المالية ذات التداول السريع والطلب الشديد وعلى أن تكون هذه الأوراق مرغوبة بشدة من قبل عامة المستثمرين في السوق، وهذا الأمر ضروري لكي تحسب وريدة قيم صفائي الأصول عند نهاية كل يوم، ولتأمين درجة من السيولة في حالة ضرورة بيع أوراق مالية لمواجهة الإنفشاء غير المتوقع لبعض الأسهم من قبل المستثمرين ، فمثلاً من النادر أن تقوم صناديق الاستثمار بالاحتفاظ بأوراق مالية للشركات الصغيرة التي تتصف بسهولة منخفضة.

2. أن صناديق الاستثمار المشتركة تحدد ملكية الأوراق المالية بهدف التأثير على اجراءات سحب رؤوس الأموال من ذلك البلد.
3. أن بعض الأقطار تستخدم صناديق الاستثمار المصنفة لوضع قيود على الاستثمارات الأجنبية بالأوراق المالية في السوق المالي.

#### مصادر أموال شركات الاستثمارات المالية واستخداماتها

تحصل هذه الشركات على الأموال عن طريق إصدار الأسهم وبيعها إلى جمهور المتعاملين، وتستخدم حصيلة بيع هذه الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى في إنشاء الصناديق الاستثمارية لهذه الشركات.



#### خصائص الاستثمار في شركات الاستثمارات المالية

- ان توجه المستثمرين نحو المساهمة في أسهم شركات الاستثمارات المالية جاء لأسباب متعددة أهمها:
1. عدم توفر رأس المال الكافي لدى صغار المستثمرين ووجود احتمال عدم كفاية مدخرات بعض المستثمرين لشراء وتنويع الأدوات الاستثمارية لتنويع الامثل.

2. الاستثمار الرشيد الذي يحقق قادراً من التنوع والحماية المناسبة للمستثمر تجاه تقلبات القيمة السوقية للأدوات المالية وسهولة توفير السيولة عند الحاجة وارتفاع العوائد والأمان الذي توفره شركات الاستثمارات المالية.

3. القدرة على التنوع (Diversification) الكفؤ ونعني بذلك قدرة الشركة على تنوع الأدوات الاستثمارية بأعداد كبير جداً بحيث يؤدي إلى زيادة العائد وتحققين درجة المخاطر مقارنة بإمكانية المستثمر الواحد.

اذ تتوفر لديها الإمكانيات الكبيرة في تنوع المحفظة الاستثمارية بعدد كبير من الأوراق المالية وبمختلف الاصناف أو القطاعات أو أوراق مالية بمنشأ غير بلد المستثمر وبكلفة مناسبة مقارنة بارتفاع تكلفة تنوع الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر الواحد ومحدودية عملية التنوع، اذ ان تكاليف التعامل وتكلفة الاحتفاظ بالورقة المالية تكون اقل بسبب الشراء على نطاق واسع (Economic of Scale) وانخفاض كلفة الاستشارة المالية.

4. الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: إن الصعوبات التي يواجهها المستثمر الفرد في بناء الشكيلة الملائمة من الأدوات الاستثمارية واختيارها ومراقبة حركة الأسهم في الأسواق المالية ومن ثم اتخاذ القرار في التوقيت المناسب أي اتخاذ قرار البيع أو الشراء للأدوات المالية وعملية تحديد درجة المخاطر ومتابعتها، كل هذا يجمل من اتجاه المستثمر نحو شركات الاستثمار أمراً لا بد منه كونها تستخدم مستشارين كثرين ومحتكين وياحين متميزين يقومون دائماً ومن خلال البيانات والمعلومات الواسعة والمتنوعة المتوفرة لديهم بإيجاد الأرضية المناسبة لاتخاذ القرارات الصائبة في الوقت اللازم وخاصة إذا كانت تكاليف هؤلاء الخبراء أقل من العائد الذي ستحصل عليه هذه الشركات.

إضافة الى عدم وجود الخبرة والمعرفة والإلمام الكافي لإدارة الأدوات الاستثمارية أو شراء وبيع الأوراق المالية في سوق المال مباشرة من قبل المستثمر الفرد أو عدم توفر الوقت الكافي لدى بعض المستثمرين والاعتراف بقدرة إدارة الصناديق المحترفة من قبل المستثمرين (The Value of Professional Fund Management).

5. سهولة إدارة المحافظ الاستثمارية والمرنة وارتفاع درجة السيولة: إن أغلب شركات الاستثمار تمنح المستثمر الحق في تحويل أمواله من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة كما أنها تسهل عملية شراء الأسهم من خلال قبولها على أن يكون الدفع بالتسيط ودفعات متعددة إضافة إلى ارتفاع إمكانية تسهيلها وفقاً لآخر سعر معلن.

وتنوع الخدمات المقدمة التي تجعل الشركات المالية أكثر فاعلية مثل خدمات الحسابات الجارية وسهولة تحويل الارصدة التقدية من حسابات المستثمر الى الشركات المالية وتحويل المبالغ الى حسابات المستثمر وإعادة استثمار الأرباح بصورة اوتوماتيكية.

6. تشييط حركة سوق رأس المال: إن مثل هذه الشركات تؤدي إلى تشييط حركة رأس المال كون السلعة التي تتعامل بها هي الأوراق المالية وإذا حصل سبب في حركتها ادى ذلك الى توقف أعمال هذه الشركات مما يدفعها نحو تحريك سوق تداول الأوراق المالية.

ان هذه الزايب والأسباب ولغرض تلبية احتياجات المستثمرين جعلت من تأسيس وإنشاء شركات متخصصة في إدارة أدوات استثمارية متنوعة أمراً ذا أهمية كبيرة فاسحة المجال للمستثمر منخفض الدخل لشراء عدد من الحصص أو الأسهم في تلك الشركات بما يتناسب مع الإمكانيات المالية وعلى هذا الأساس تم إنشاء شركات الاستثمار والتوسع في تأثيرها على عمليات التعامل اليومي في السوق المالي.

وتعرف شركات الاستثمار (Investment Companies) هي تلك الوحدات التي تتلقى الأموال من المستثمرين بمختلف الفئات والقطاعات حتى تقوم باستثمار هذه الأموال في صناديق تنوع أدواتها الاستثمارية وتكون أغلبها من الأوراق المالية التي تتناسب مع طبيعة كل شريحة من المستثمرين ويتحدد عادة نصيب كل مستثمر بعدد من الحصص في رأسمال هذه الشركات، وتعرف أيضاً بأنها تلك الوحدات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية بهدف الحصول على العائد دون التعرض لمخاطر كبيرة.

المستثمرين المحافظين الراغبين في تحقيق عوائد استثمارية ثابتة وعند مستويات مرغوبة باعتبار هذه الصناديق غير مكلفة وملائمة للمستثمرين، ولكن هذا لا يعني عدم تنوع السندات سواء من حيث العائد أو المخاطر، فهناك سندات مرتفعة الجودة من حيث درجة المخاطر وتحقق عوائد منخفضة نسبياً، وهناك سندات أخرى أكثر مخاطرة وتحقق عوائد أعلى نسبياً، وبدات هذه الصناديق بإدارة أسواق مختلفة من الالتزامات ذات الدخل الثابت مثل سندات الحكومة، التزامات الوكلاء، الالتزامات المضمونة بعقارات والتزامات السندات البلدية غير الخاضعة للضريبة.

### 3. صناديق الاستثمار المتنوعة

وهي تلك الصناديق التي تحتوي محفظتها الاستثمارية على مزيج من الأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت (سندات الحكومة، سندات الشركات بأنواعها)، وبذلك تختلف تشكيلة هذه الصناديق حسب الأهداف المحددة لها، والتي تلبي حاجة المستثمر الرصيد الذي يرغب في الحصول على عوائد إرادية جارية شبه مستقرة وفي الوقت نفسه الحصول على عوائد رأسمالية مستقبلية من الإيرادات، وتتفق هذه الصناديق مع أهداف الكثير من المدخرين الراغبين في تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالي طرئ الأجل في ظل مخاطر متوقعة.

### 4. صناديق سوق النقد

وهي تلك الصناديق التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، شهادات الإيداع والكميالات المصرفية، والهدف الأساسي من هذه الصناديق هي تلبية احتياجات المستثمر الذي يرغب في السيولة والأمان لاستثماراته، إذ أن قصر فترة الاستثمار التي لا تتجاوز السنة تجعل من هذه الأدوات مناسبة لتحقيق رغبة هؤلاء المستثمرين خاصة وأن أغلب هذه الصناديق تميز للمستثمر سحب أمواله منها دون تحمل أية رسوم أو غرامات وقد تهدف بعض الصناديق إلى تحقيق عائد أعلى بقليل من العوائد المصرفية على الفوائد قصيرة الأجل، أو الحصول على العائد مع وجود ميزة السيولة المرتفعة.

## تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لتكويناتها

لغرض فسح المجال للمستثمرين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة مع طبيعتهم وميولهم، فقد تم تكوين بعض الصناديق التي تخصص في بعض الأدوات الاستثمارية بهدف تنويع المحافظ الاستثمارية وجعلها تخصص بنوع معين من الأدوات الاستثمارية والتي يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

### 1. صناديق الاستثمار في أدوات الملكية (Equity Fund)

تكون المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق من الأسهم العادية وتختلف طبيعة هذه الأسهم من حيث العائد ودرجة المخاطر، فقد يتم اختيار أسهم الشركات التي تسم بدرجة عالية من النمو أو أسهم الشركات في قطاع معين أو أسهم لشركات في مناطق جغرافية محددة، إن ذلك يفسح المجال في اختيار الأدوات الاستثمارية التي تحقق أهداف كل مستثمر.

وهناك نوعان أساسيان من صناديق الأسهم العادية

أ. صناديق الأسهم ذات الإدارة النشطة والتي تستثمر في أسهم مرسلة كبيرة وتدار بفاعلية تصنف بالاستمرارية واليقظة، وتدرس هذه الصناديق الأسهم التي يتم تداولها في السوق، فعندما يتم تداولها بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية تقوم إدارة الشركة ببيع هذه الأسهم وشراء الأسهم التي يكون سعرها أقل من قيمتها الحقيقية.

ب. صناديق بطيئة الإدارة وهي تلك الصناديق التي لا تبدل إدارتها بغيرها متميزاً في البحث عن تغيير التشكيلة التي لا تتغير باستمرار وعادةً تبحث هذه الصناديق عن عائد يساوي العائد على محفظة السوق، أي مجموعة الأسهم التي يتم تداولها في السوق بحيث لا يؤدي إلى انخفاض العائد الذي تحققه عن هذا المعدل وبالتالي لا تعطي مجالاً لاتجاه المستثمرين نحو صناديق أخرى.

### 2. صناديق استثمار السندات

وهي الصناديق التي تتكون محفظتها الاستثمارية من مجموعة من السندات التي تصدر عن الشركات أو الحكومة، وتلبي عادةً هذه الصناديق رغبة مجموعة من

مثال:

فترض أن الميزانية العمومية لشركة الرشيد للاستثمار في لحظة معينة هي على النحو الآتي:

1600 5000	الخصوم المتداولة	القيمة السوقية للأوراق المالية
6600	القيمة السوقية لحقوق الملكية	النقدية
	الملكية	أوراق قبض
	6600	القيمة السوقية للأصول

فإذا كان عدد أسهم شركة الرشيد لدى الجمهور 100 سهم وكان سعر السهم

السوقي 60 ديناراً.

المطلوب:

ما هي قيمة الأصل الصافية للسهم الواحد؟

الحل:

$$\text{صافي قيمة الأصل} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{القيمة الدفترية للخصوم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$50 = \frac{1600 - 6600}{100} = \text{صافي قيمة الأصل}$$

وعادة تطرح أسهم هذه الشركات للتداول ويتم نشر قيمتها السوقية يومياً وكذلك الحال بالنسبة لقيمة الأصل الصافية، ولا تتم القوانين والأنظمة من قيام هذه الشركات بإصدار السندات أو الأسهم الممتازة لتمويل أنشطتها ولكن بشروط مشددة، مثلاً كان تكون نسبة قيمة أصول الشركة 300% من قيمة السندات أو الأسهم الممتازة المصدرة وخاصة في حالة عدم وجود ضمانات تغطي إصدار الأوراق المالية، وعادة لا يتم تحديد تاريخ محدد لاقضاء هذه الشركات، ويتم توزيع الأرباح الجارية أو

١٨٤

ففي هذا الشأن نستطيع أن نقول بأن شركات الاستثمار هي تلك الشركات التي تؤدي دوراً بارزاً في تعدد الأدوات الاستثمارية وتكوين تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية تلي احتياجات أغلب المستثمرين.

### أنواع شركات الاستثمار

1. شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة (Closed-End Funds)  
وهي تلك الشركات ذات رأس المال الثابت، وتقتصد بذلك بأنه وبعد الانتهاء من الإصدار الأولي للشركة لا يجوز بيع شهادات استثمار إضافية من قبلها، كما أن بعض الأنظمة لا تسمح لهذه الشركات بإعادة حصص المساهمين إليهم إلا بعد مرور عدد من السنين، ويتم تحديد ذلك في شروط الإصدار، وعادة يحق لثل هذه الشركات إصدار أسهم تباع للجمهور على أن يكون عدد الأسهم ثابت لا يتغير بالنسبة للشركة، وتنتشر التعليمات أن يتم بيع أسهم هذه الشركات أو شرائها لمن يرغب من المستثمرين بواسطة وسيط مالي معتمد من قبل الشركة يقوم بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء ويحق لشركات الاستثمار شراء أسهمها من السوق وتنفذ صفقات الشراء بعد أن يكون هناك هبوط في القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل (السهم) الصافي التي تحسب وفق الآتي:

$$\text{Net Asset Value} = \frac{\text{Market Asset Value} - \text{Debt Value}}{\text{Number of Shares}}$$

$$\text{صافي القيمة الأصل} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{القيمة الدفترية للخصوم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\text{صافي قيمة الأصل} = \text{Asset Value Net}$$

$$\text{القيمة الدفترية للخصوم} = \text{Debt Value}$$

$$\text{القيمة السوقية للأصول} = \text{Market Asset Value}$$

$$\text{عدد الأسهم} = \text{Number of Shares}$$

١٨٥



ويحسب العائد الصافي كما يلي:

$$\frac{\text{التغير في صافي قيمة الأصول} + \text{توزيعات مكافأة رأس المال} + \text{توزيعات الدخل} - \text{تكلفة الرسوم}}{\text{صافي قيمة الأصول أول المدة}} = \text{العائد الصافي}$$

مثال:

لتفرض لدينا صندوقين (A,B) أحدهما لا يتحمل الرسوم والآخر يتحمل نسبة 8.5% في نهاية التحويل، في بداية السنة فإن صافي قيمة الأصول لكلا الصندوقين 100 دينار وفي نهاية السنة فإن صافي قيمة الأصول 110 دينار، وكلاهما يحصلان على توزيعات رأسمالية بقيمة 3 دينار وتوزيعات أرباح 1 دينار.

المطلوب: احسب إجمالي العائد وصافي العائد لكلا الصندوقين؟

$$\% 14.0 = \frac{100 - (100 - 110) + 3}{100} = \text{إجمالي العائد للصندوقين (A,B)}$$

$$\% 5.5 = \frac{100 - (100 - 110) + 3 - 8.50}{100} = \text{صافي العائد للصندوق B}$$

$$\% 14 = A - \text{صافي العائد للصندوق A}$$

### تقييم أداء شركات الاستثمار

لا بد من القول بأن عملية تقييم الأداء تعتمد على مجموعة من التقارير المالية والبيانات المنشورة وخاصة من الشركات الاستثمارية نفسها، سواء كانت في الصحف اليومية أو في الجلات الدورية المختصة، عادة تقوم الصحف اليومية المتخصصة بنشر معلومات تغطي قيمة الأصول الصافية للأسهم وكذلك مقدار الأرباح الإبرادية والرأسمالية الموزعة، هناك تقارير ربع سنوية وستوية تشمل الميزانية العمومية وقائمة الدخل وبيانات مالية أخرى، ومن الأمثلة على التقارير إعداد قائمة بالأوراق المالية التي تم استثمار الأموال فيها مع تصنيف تفصيلي لهذه الأوراق، والقيام بإعداد شرح تفصيلي عن الأرباح والخسائر غير المحققة والتي نعني بها الارتفاع والانخفاض في

الرأسمالية بالكامل، ولكن يمكن أن تشجع هذه الشركات المستثمرين على إعادة استثمار هذه الأموال من خلال صناديقها المتعددة.

### 2. شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (Open - End Funds)

وهي تلك الشركات التي تمتلك عدد محدد من الأسهم أو سقف محدد لها من الممكن تغيير رأسمالها عن طريق الاستمرار في إصدار شهادات الاستثمار وتقليل عددا من الصناديق وحجم الأموال المستثمرة فيها غير محدد ويجوز لها إصدار المزيد من الأسهم العادية ويمنحها ومن الممكن للمستثمرين الجدد فتح حساب لديها أو إضافة استثمارات جديدة للمستثمرين الحاليين ولكن لا يجوز لها إصدار السندات. ومن الشروط التي تحدد عمل هذه الشركات بأنه لا يتم تداول أسهمها بين الأفراد وإنما تقوم الشركة نفسها بإعادة شراء ما أصدرته من أسهم أي أن أسهمها لا يتم تداولها في سوق رأس المال، وبذلك لا يتم تسجيلها في تلك الأسواق وفي حالة قيام المستثمر بتسليم أسهمه إلى الشركة تتقاضى هذه الشركات أرباحاً تحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق، وإن قيمة هذه الشركات تسمى بصافي قيمة الاستثمار (net asset value) وتعرض في كبار الصحف بهذه القيمة يوميا وصافي قيمة الأصول تساوي القيمة السوقية ناقص المطبوعات.

### عائد صناديق الشركات

إن نتيجة بيع الأوراق المالية تزيد من مكافأة رأس المال أو تحقق الخسارة، حسب تصورص القانون فإن الصندوق يجب أن يوزع مكافأة رأس المال إلى مالكي الحسابات على الأقل مرة واحدة في السنة ويسمى بالربح الرأسمالي، وعادة فإن الصندوق يستلم الفوائد والتوزيعات من المحافظ والتي يجب أن توزع إلى مالكي الحسابات وتسمى بتوزيعات الدخل، وهي بمبالغ صغيرة بالنسبة إلى صناديق الأسهم العادية وبمعدلات كبيرة بالنسبة إلى صناديق السندات.

إن إجمالي العائد خلال السنة يمكن حسابه بالإجمالي أو بالصافي

$$\text{العائد الإجمالي} = \frac{\text{التغير في صافي قيمة الأصول} + \text{توزيعات مكافأة رأس المال} + \text{توزيعات الدخل}}{\text{صافي قيمة الأصول أول المدة}}$$

