الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عباس لغرور – خنشلة –

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
* قسم العلوم الاقتصادية *

محاضرات في أسواق رأس المال
Courses in Capital Markets

مطبوعة موجهة لطلبة:
السنة الثانية ليسانس علوم اقتصادية: مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال
السنة الأولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي: مقياس الأسواق المالية الدولية

إعداد الدكتور:

رفيق مزاهدية

السنة الجامعية
2017 -2016

معلومات بيداغوجية عن المطبوعة

وصف المطبوعة: تندرج هذه المطبوعة ضمن سلسلة المحاضرات المكملة لمادة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال المقررة على طلبة السنة الثانية ليسانس علوم اقتصادية، ومادة الأسواق المالية الدولية المقررة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي.

أهداف التعليم: تهدف هذه المحاضرات إلى تمكين طالب العلوم الاقتصادية في التعليمين القاعدي والعالي من فهم مختلف متغيرات الأسواق المالية، بالتركيز على عدة عناصر، على غرار هيكل النظام التمويلي الحديث، بنية الأسواق المالية، وظائفها ومقومات إنشائها ومؤشرات تطورها وأهم المتدخلين فيها، إلى جانب الأدوات المالية التقليدية والحديثة، آلية التعامل في بورصات الأوراق المالية، نماذج تقييم الأدوات المالية، أساليب تحليل المعلومات، أساسيات الاستثمار المالي وتقنيات التحوط من المخاطر، نظرية السوق المالية الكفؤة وعلاقتها بهيكل المعلومات.
طريقة التعليم: نظرا للإصلاحات الجديدة المتبناة في مجال التعليم العالي والتكوين في نظام الألمدي LMD، والتي تقوم على تعزيز قدرة البحث لدى الطالب، وتنمية مهاراته التحليلية والتفكيرية والتلخيصية والإستنتاجية، بعيدا عن الطريقة التقليدية التي تقوم على التلقين والحفظ، فقد اعتمدنا في تقديم المادة العلمية لهذه المادة على المقاربة بالكفاءات، لتكون بذلك أولى التجارب التعليمية المطبقة في تدريس هذه المادة في كليات العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

المعارف المسبقة المطلوبة: معارف عامة حول: مالية المؤسسة والتحليل المالي، الرياضيات المالية، الاقتصاد النقدي، مالية السوق.

فهرس المحتويات

مقدمة:.....6

الفصل الأول
مدخل عام إلى الأسواق المالية

تمهيـــد:.....9

I. هيكل النظام التمويلي الحديث.....9
II. ماهية السوق المالية.....12
III. وظائف الأسواق المالية.....13
IV. المقومات الأساسية لإنشاء السوق المالية.....15
V. المشاركون في السوق المالية.....16
VI. تصنيف الأسواق المالية.....22
VII. مؤشرات تطور الأسواق المالية.....39
VIII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.....43

الفصل الثاني
الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تمهيـــد:.....48

I. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.....48
II. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.....59
III. الأدوات المالية المشتقة.....70
IV. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.....84

الفصل الثالث
أسواق البورصة

تمهيـــد:.....92

I. مدخل إلى أسواق البورصة.....92
II. المتدخلون في بورصة الأوراق المالية.....94
III. آليات التعامل في بورصة الأوراق المالية.....100
IV. عمليات التسعير في بورصة الأوراق المالية.....106
V. بورصة الجزائر.....111
VI. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.....113

الفصل الرابع

أساليب تحليل المعلومات في أسواق رأس المال

تمهيد:.....116

I. أسلوب التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية الكلية والقطاعية.....116
II. أسلوب التحليل المالي لظروف الشركة.....123
III. أسلوب التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية.....140

الفصل الخامس

إدارة الاستثمار والمحافظ المالية

تمهيد:.....155

I. محددات الاستثمار في الأصول المالية.....155
II. تحليل المحفظة المالية.....165
III. نموذج ماركويتز في المحافظ الكفؤة.....174
IV. قياس أداء المحافظ.....179
V. نماذج تسعير الأصول المالية.....181
VI. التنويع الاستثماري: عناصر للنقاش.....190
VII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.....202

الفصل السادس

أضواء على فرضية السوق المالية الكفؤة

تمهيد:.....204

I. الإطار المفاهيمي لفكرة كفاءة السوق المالية.....204
II. متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ودور التوقعات الرشيدة في تكوين الأسعار التوازنية.....207
III. صيغ فرضية السوق المالية الكفؤة.....212
IV. كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية.....217

الخاتمـــــة:.....223

قائمة المراجع:.....227

مقدمة:

يعد تحول الاقتصاد الرأسمالي من اقتصاد المديونية القائم على الوساطة المالية إلى اقتصاد السوق المالية المؤسس على اللاوساطة المالية حدثا اقتصاديا بارزا في تاريخ المجتمعات الرأسمالية. فإلى إلى غاية سبعينيات القرن العشرين، كان التمويل من خلال الوساطة المالية هو السائد في أغلب المعاملات المالية، إذ أدت البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة دورا أساسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية من مؤسسات وحكومات، مشكلة آنذاك نواة النظام المالي وحجر الزاوية لاقتصاد السوق.

وقد ساهمتالتطورات التكنولوجية المصاحبة لمختلف نوا الحياة الاقتصادية، سيما في شقها المالي، في دعم نظام الوساطة المالية. وبذلك ظل التمويل غير المباشر يؤدي دوره بفاعلية في تعبئة المدخرات وتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية لـ ول. غير أنه منذ منتصف السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن العشرين وتحت ضغط التكاليف المرتفعة للنظام السابق بالنسبة للمؤسسة، وسعي المدخرين وراء التوظيفات الاستثمارية الأكثر مردودية، اتجه تمويل الاقتصاد الرأسمالي نحو تنشيط أسواق رأس المال ـلية بديلة لتمويل المشاريع، فقل بذلك نصيب البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في التمويل غير المباشر، وازدادت نسبة التمويل المباشر، الأمر الذي جعل طابع الاقتصاد لـ ول المتقدمة يتحول من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية.

ومثلما تنوعت أسواق المال بين الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، والأسواق المالية المحلية والدولية، فقد تشعبت أدوات الاستثمار المتداولة فيها، وتعددت مصادرها وخصائصها تبعا لتزايد الحاجة الاستثمارية للمتدخلين، وتماشيا مع التطورات الاقتصادية التي ما فتئت تشهدها الحياة المالية المعاصرة. ويمكن التمييز في هذا السياق بين أدوات الملكية وأدوات المديونية، وأدوات الاستثمار القصيرة والطويلة الأجل، وأدوات الاستثمار المباشرة وغير المباشرة، وأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت والمتغير، والأدوات المتمايزة من ناحية العائد والمخاطرة، وأدوات الاستثمار التقليدية والمشتقة، وغيرها من الأدوات المالية.

وإدراكا بمكانة الشركات المساهمة في النظم التجارية والمالية والاقتصاديات المعاصرة، وبسبب قابلية رأس مالها للتجزئة إلى أسهم، فضلا عن توسع الحكومات والشركات والبنوك في إصدار أدوات الدين، فقد مكنت تلك الأوراق المالية الجميع من المساهمة في عملية التمويل، وفي خلق حركة نشطة من التداول والتعامل بالصكوك والأوراق المالية في بورصات القيم المنقولة. وقد سمحت تلك البورصات منذ نشأتها بتوفير السيولة والفرص الاستثمارية بشكل مستمر للأفراد والمؤسسات والحكومات، كما كانت أداة فعالة في تسعير المنتجات المالية، وإدارة المخاطر المالية المرتبطة بتلك المنتجات وتعظيم المنافع الاقتصادية للمتدخلين. ومع مرور السنوات أصبحت تلك الكيانات المالية مرآة عاكسة لقوة وتقدم الدول، ومظهرا من مظاهر التحضر والرقي الاقتصادي.

وقد عرف الاستثمار في الأدوات والأصول المالية تحولات جوهرية في الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث انتقل تفكير المستثمرين من الاستثمار الفردي القائم على الاستثمار في أداة استثمارية واحدة إلى التفكير في الاستثمار المحفظي القائم على التفكير في جمع الأدوات الاستثمارية المختلفة عائدا ومخاطرة مع بعضها، تعظيما لمنافع التنويع الاستثماري للمحافظ على الصعيدين المحلي والدولي، والذي أصبح مع مرور الزمن نواة نظرية التمويل الحديثة وركيزة الاستراتيجيات الاستثمارية لكثير من المؤسسات الاستثمارية العالمية. ومن الطبيعي أن يرافق هذه التحولات محاولات رواد الفكر المالي للتنظير والتأسيس لنماذج مالية عديدة لتسعير الأصول الرأسمالية، على غرار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية المراجحة، وأخرى لتحليل المعلومات من أجل ترشيد السلوك الاستثماري لعامة المستثمرين.

إن اهتمام أدبيات الأسواق المالية لم يتوقف فحسب عند حدود الإدراك للوظائف التقليدية لهذه الأسواق، بل تعداه ليشمل قضايا أخرى تمثل حجر الزاوية لنظرية التمويل الحديثة. وفي هذا الاتجاه، فرضت فرضية كفاءة الأسواق المالية الدولية ضمن سياق البحث عن القدرة التنبؤية بالتغيرات السعرية نفسها على المناخ العلمي قديما وحديثا. غير أن تواتر الأزمات والاضطرابات المالية في الاقتصادات الرأسمالية وبروز تشوهات سعرية بين الحين وآخر قد فتح الباب لبروز زخم من الانتقادات لفرضية الأسواق الكفؤة، معيدة النظر في فرضية الرشد الاقتصادي للمستثمر وحقيقة التشوهات المتأصلة في البنية السعرية للأسواق المالية المعاصرة.

ونظرا لأهمية السوق المالية بمكوناتها في الهيكل الاقتصادي لـ ول، ستكرس هذه المطبوعة لدراسة الإطار النظري والتطبيقي للأسواق المالية. وقد تم تقسيمها وفق ما يتطلبه برنامج التكوين في هذا المقياس إلى ستة فصول. حيث اشتمل الفصل الأول على مدخل عام إلى الأسواق المالية، ببيان ماهيتها ووظائفها ومقومات إنشائها والأطراف المشاركة فيها، ومعايير تصنيفها، وأهم مؤشرات قياس تطورها. في حين خصص الفصل الثاني لعرض أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية وسوق رأس المال، مرفقا بعرض حول الأدوات المالية الهجينة وتلك المشتقة. وكرس الفصل الثالث لتوضيح آليات عمل بورصات الأوراق المالية، مردفا بفصل رابع خصص لتسليط الضوء على أهم الأساليب المعتمدة في تحليل المعلومات في أسواق رأس المال. وكان الفصل الخامس محطة للتزود بالمعارف الأساسية الخاصة بإدارة الاستثمار والمحافظ المالية. وفي الختام عرض الفصل السادس لفرضية الأسواق المالية الكفؤة التي تشغل مكانة هامة في الأدبيات المالية الحديث، مع الإشارة إلى الانتقادات الموجهة إليها في سياق التحديات الاقتصادية المعاصرة. وضم كل فصل من هذه الفصول مجموعة من الأعمال الموجهة للطلبة، مرفقة ببعض التمرينات مع حلولها.

وقد حاولت من خلال هذه المطبوعة - قدر الإمكان - تبسيط مختلف المفاهيم والنظريات المالية والنماذج الرياضية المرتبطة بها حتى يتسنى للطالب فهمها واستيعاب مضامينها النظرية والتطبيقية، بإعطاء أمثلة توضيحية، وأسئلة تعزز الاستيعاب بواسطة الكفاءات، وربط المعارف المكتسبة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي والمؤسساتي والتطورات المالية الراهنة. وتعد هذه المطبوعة ثمرة لخبرتي في تدريس المقياسين: أسواق رأس المال، وأسواق البورصة لطلبة الماستر نقود ومالية، على مدار السنوات الست الماضية. فإن أصبت فذلك المبتغى، وإن أخطأت فتصويبكم هو المرتجى.

﴿ والله من وراء القصد ﴾

خنشلة في: 2016/9/23

د. رفيق مزاهدية

الفصل الأول:

مدخل عام إلى الأسواق المالية

I. هيكل النظام التمويلي الحديث
II. ماهية السوق المالية.
III. وظائف الأسواق المالية.
IV. مقومات إنشاء السوق المالية.
V. المشاركون في السوق المالية.
VI. تصنيف الأسواق المالية.
VII. مؤشرات تطور الأسواق المالية.
VIII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

الأهداف التعليمية:

- التعرف على ماهية النظام التمويلي ومكوناته الأساسية وآلية عمله في الاقتصادات الحديثة.
- إدراك معنى السوق المالية ومقومات إنشائها ووظائفها.
- الإحاطة بالتقسيمات المختلفة لهيكل السوق المالية، والمشاركون فيها.
- الإلمام بمؤشرات تطور الأسواق المالية.
- أسئلة وتمارين للتقويم الذاتي.

تمهيـــــد:

حظي موضوع الأسواق المالية باهتمام منقطع النظير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما تضطلع به هذه الأسواق من أدوار حيوية في الحياة الاقتصادية للأمم. وقد ارتبط تطور الأسواق المالية عموما وأسواق الأوراق المالية تحديدا تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم الرأسمالي. وساهم انتشار الشركات المساهمة والبنوك المركزية والبنوك الخاصة، وإقبال الحكومات على الاقتراض في خلق حركة نشطة من التعامل بالصكوك والأوراق المالية، مما أدى إلى ظهور الأسواق النقدية والأسواق الثانوية (بورصات الأوراق المالية). وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل فيما بعد في أسواق أقيمت خصيصا لذلك.

وبقدر نجاحها في تأدية الوظائف المنوطة بها، تتطور الأسواق المالية على سلم الأداء متبوئة مراكز ريادية في مصاف مؤشرات التنمية الاقتصادية. وبفضل المزايا التي يتيحها التنوع في الأدوات الاستثمارية، شهدت الأسواق المالية تطورات وابتكارات على صعيد بنيتها وأدواتها، ساهمت في جذب انتباه المستثمرين وصناع القرار، وارتباط القطاعات العاملة في الاقتصاد الوطني بها، مما أدى إلى تراكم المعرفة المالية حولها وتبوئها مركزا رياديا في الأنظمة الاقتصادية الحديثة شرط من شروط النهضة الاقتصادية. وقد أصبح تجاهل دورها، أو عدم الإلمام الكافي بآلية عملها، أو مخالفة قوانينها سببا في تردي الأوضاع الاقتصادية للكثير من الدول، ومطية لوقوع أزمات مالية واقتصادية عالمية كان لها آثار اقتصادية واجتماعية وخيمة على حياة المجتمعات البشرية قديما وحديثا.

I. هيكل النظام التمويلي الحديث:

اكتسب النظام التمويلي Financial System الحديث أهمية كبرى بعد اختراع النقود الورقية وزيادة استخدامه لتسهيل تدفق النقود بين الأفراد والمنشآت؛ مقرضين ومقترضين، أو بين مؤسسات الوساطة المالية Financial Intermediation. ويعرف النظام التمويلي في أي اقتصاد بأنه مجموعة الأسواق والمؤسسات النقدية والمالية والقوانين والتنظيمات والإجراءات التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال، من بيع وشراء للأصول المالية وتحديد لأسعار الفائدة، وإقراض النقود واقتراضها، وتقديم كافة أنواع الخدمات المالية بما فيها التأمين والوساطة المالية (بني هاني، 2014، ص. 315).

وقد دخل النظام التمويلي (السوق النقدية وسوق رأس المال) إلى الاقتصاد الحديث كمكون رافد للنظام الاقتصادي باعتباره مكملا للسوقين التقليديين: سوق السلع (سوق الإنتاج) وسوق العوامل (الموارد). وقد أصبحت الاقتصادات الحديثة تنطوي على شبكة معقدة ومتداخلة من الأسواق المذكورة.

تتألف سوق التمويل من سبعة أسواق فرعية يمكن تلخيص مهامها في الجدول التالي:

جدول رقم 1

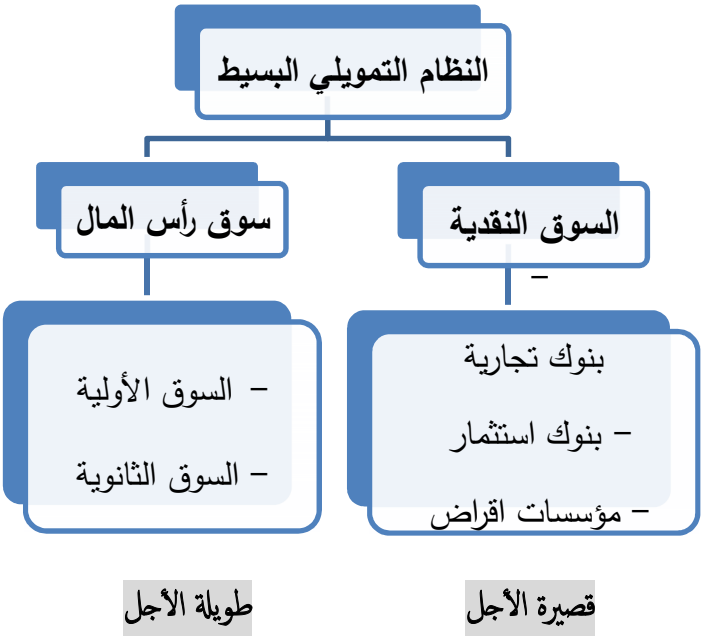
الأسواق التمويلية ووظائفها الأساسية

السوق	الوظيفة الأساسية
السوق النقدية Money Market	تأمين السيولة للمستهلكين والمستثمرين في المدى القصير بواسطة جهاز الوساطة المتكون من البنوك والسماسرة.
سوق رأس المال Capital Market	تأمين السيولة للمستثمرين (شركات الأعمال والحكومات) في المدى الطويل من خلال طرح وتداول الأسهم والسندات.
سوق المشتقات المالية Financial Derivatives Market	المساعدة على إدارة مخاطر الاستثمار
سوق السلع Commodity Market	بيع وشراء السلع، كالمعادن النفيسة والمحاصيل الزراعية الإستراتيجية كالقمح والقطن والقهوة، والمواد الأولية كالنفط ومشتقاته.
سوق التأمين Insurance Market	إعادة توزيع المخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها الأفراد والمؤسسات والممتلكات.
سوق العقود المستقبلية Future Market	ترتيب عقود البيع الآجل للسلع والأصول المالية.
سوق العملات الأجنبية Foreign Exchange Market	بيع وشراء العملات الأجنبية.

المصدر: (بني هاني، 2014، ص. 316).

من أجل تبسيط آلية عمل النظام التمويلي، يمكننا تخيل نظام تمويلي بسيط مكنون من سوقين متداخلتين كما هو موضح في الشكل 1 (بني هاني، 2014، ص. 316):

شكل رقم 1



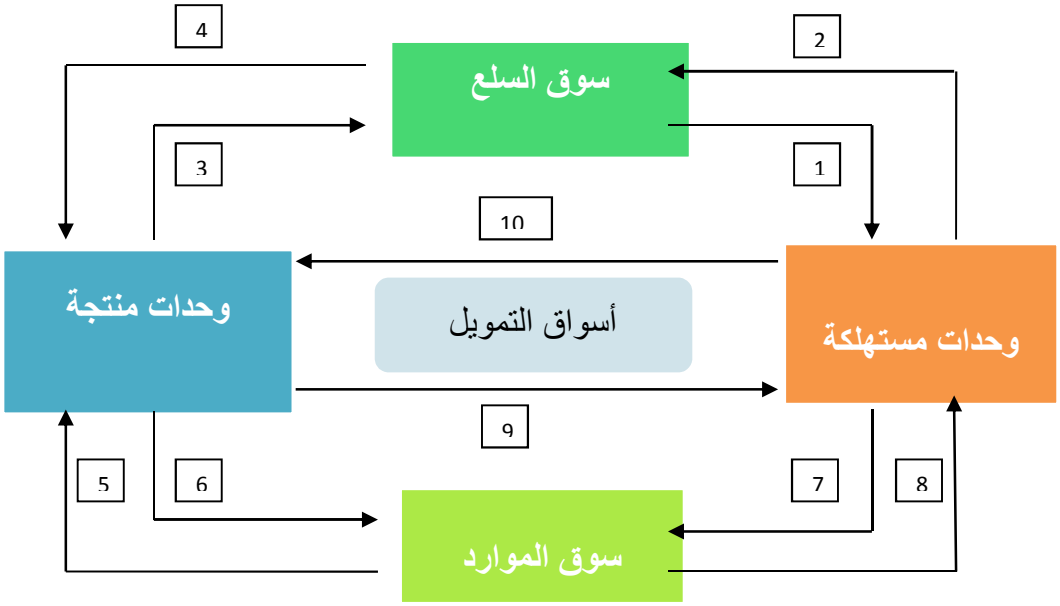
1) **السوق النقدية:** وهي السوق التي يتم فيها تبادل النقود وأشباهها بيعا وشراء، ومنها بيع وشراء الأدوات المالية قصيرة الأجل (الأوراق التجارية، أذونات الخزينة، شهادات الإيداع أو القروض المدعومة بأصول مادية كالرهونات العقارية Asset-backed securities وما شابه ذلك).
2) **سوق رأس المال:** وهي المكان الذي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية طويلة الأجل، كالأسهم (أدوات الملكية Ownership instruments)، والسندات (أدوات الدين Debt instruments).

بإدراج النظام التمويلي السابق في منظومة الأسواق والوحدات الاقتصادية المكونة للاقتصاد الوطني، يتشكل لدينا نموذج التدفق الدوراني كما في الشكل 2. حيث يتألف هذا الأخير من خمسة مكونات أساسية، وهي(بني هاني، 2014، ص. 317):

1) **سوق السلع والخدمات (سوق الإنتاج):** حيث تتوفر أنواع السلع والخدمات لكل أصناف المشترين والمستهلكين، بما فيها الحكومة بمستوياتها المتعددة، والمستثمرين الذين يشترون السلع الرأسمالية.
2) **سوق الموارد (عوامل الإنتاج):** حيث تتوافر عناصر الإنتاج الخمسة: الأرض، العمالة، رأس المال الحقيقي، التنظيم والتكنولوجيا.
3) **وحدات الاستهلاك:** وهي الأسر Households والأفراد.
4) **وحدات منتجة:** وهي قطاع الأعمال، وبعض الوحدات الحكومية.

شكل رقم 2

نموذج التدفق الدوراني في الاقتصاد



المصدر: (بني هاني، 2014، ص. 317).

عندما يدخل النظام التمويلي إلى النموذج، تتفاعل الوحدات المستهلكة مع الوحدات المنتجة، من خلال أسواق التمويل، باعتبارها وسيطا يقدم الخدمات للطرفين. وبتحليل هذا النموذج، يمكن التعرف على مدخلاته ومخرجاته، وذلك بترتيب الأرقام المبينة عليه، حيث:

1. تتدفق البضائع والخدمات من سوق السلع إلى الوحدات المستهلكة.
2. تتدفق أثمان البضائع والخدمات والضرائب المفروضة عليها، بالاتجاه المعاكس، أي من الوحدات المستهلكة إلى سوق السلع.
3. تتدفق المنتجات من الوحدات المنتجة إلى سوق السلع.
4. تتدفق أثمان المنتجات من بالاتجاه المعاكس، من سوق السلع إلى الوحدات المنتجة.
5. تتدفق الخدمات الإنتاجية Productive Services من سوق الموارد إلى الوحدات المنتجة.
6. تتدفق الأجور والتعويضات والمداخيل، بالاتجاه المعاكس، من الوحدات المنتجة إلى سوق الموارد.
7. تتدفق الخدمات الإنتاجية من الوحدات المستهلكة إلى سوق الموارد.
8. تتدفق الأجور والتعويضات والمداخيل، بالاتجاه المعاكس، من سوق الموارد إلى الوحدات المستهلكة.
9. تتم التحويلات النقدية والمالية، من أجور وتعويضات ومداخيل، وإعانات وتحويلات متعددة من الوحدات المنتجة إلى الوحدات المستهلكة، من خلال الخدمات المالية التي تقدمها أسواق التمويل.
10. يحول قطاع الأعمال الضرائب، التي وصلت إليه من سوق السلع، إلى الحكومة بواسطة أسواق التمويل، وتكون هذه الأسواق واسطة في تعبئة المدخرات من الوحدات المستهلكة وإتاحتها لمن يحتاجها في قطاع الأعمال أو الحكومة. وتقدم هذه الأسواق الخدمات المالية للطرفين في مجالات التمويل.

يظهر من خلال نموذج التدفق الدوراني كيف تتفاعل الأسواق، وكيف تتشابك من خلال أسواق التمويل بطرق مباشر وغير مباشرة. وتعد وظيفة تعبئة المدخرات والوساطة المالية من أهم ما تضطلع به أسواق التمويل، ليس فقط على المستوى المحلي، بل حتى على المستوى الإقليمي والدولي، سيما مع تنامي ظاهرة العولمة، وانتقال رؤوس الأموال بين الدول والقارات بقصد استثمارها، وبشكل أكثر حدة وكثافة عما كانت عليه قبل نصف قرن.

II. ماهية السوق المالية:

يتميز مفهوم السوق المالية بطبيعة مركبة، تتكون من السوق والمال. فأما لفظ السوق Market فيشتق في اللغة من السوق، وبه تسمى كل تجارة. وكل ما يساق من المبيعات يسمى كذلك. كما يأخذ السوق مفهومين؛ مادي ومعنوي. فأما المفهوم المادي فيتعلق بكل مكان جغرافي محدد بأطر مادية وزمنية وقانونية تجرى فيه المبادلات التجارية والمالية. أما المفهوم المعنوي أو الاصطلا ، فيشمل كل المبادلات بين أطراف التبادل في فضاء ما؛ مادي كان أو افتراضي (كالاتصالات والتعاملات الالكترونية بين رجال الأعمال). وعليه جاءت اجتهادات الاقتصاديين في تحديد معنى السوق على نحو شمولي، بأنها منطقة اتصال بين البائعين والمشترين بشكل مباشر، أو عن طريق الوسطاء، أو هو مجموعة الأطر والتدابير والهياكل التي تسمح ببيع السلع والخدمات القابلة للاتجار بحسب كل نظام اقتصادي، بما في ذلك العمالة والنقود وتداول رؤوس الأموال (آل سليمان، 2005، ص ص. 27 - 28).

وفيما يتعلق بلفظ المال Money/ Fund فإن جميع الأدوات محل التبادل هي مال. ويطلق المال عند أهل الاقتصاد أيضا على "كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع. كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أيا كان نوعه أو قيمته." فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو من قبيل المال (آل سليمان، 2005، ص ص. 32 - 33).[1]

ويمكن تعريف السوق المالية Financial Market بأنها "الجهاز المؤسسي الذي يتم من خلاله إصدار وتداول أدوات الاستثمار المالي لأغراض التمويل المختلفة." كما تعرف بأنها "الإطار أو النظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء وعروض البيع للأدوات المالية التي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المشاركة في السوق.

وفي تعريف آخر، تعني السوق المالية "الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض التي ترغب في توظيف مدخراتها ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر أجهزة وسيطة متخصصة عاملة في السوق وبالاستعانة بقنوات اتصال فعالة (آل سليمان، 2005، ص ص. 34 - 35)."

ويطلق مفهوم السوق المالية بمعناه الواسع على: "مجموع التدفقات المالية بين الإفراد والمؤسسات والقطاعات المكونة للاقتصاد سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة. وفي ظل هذا المعنى لا تنحصر السوق المالية في مكان محدد. ويشتمل جهاز السوق المالية على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية المتخصصة والبورصات بمختلف أنواعها وكافة المؤسسات التي تتعامل في مجال التدفقات المالية."

وتتكون السوق المالية من عدة أسواق متداخلة، على غرار أسواق النقد، وأسواق رأس المال وأسواق الصرف... ولا توجد حدود فاصلة بين هذه الأسواق الفرعية. فالاقتراض أو الإيداع مثلا لدى بنك لمدة أشهر معدود يعتبر تعاملا مع سوق النقد. وإذا باع البنك أسهما لشركة ما كان ذلك بمثابة تعامل في سوق رأس المال. وإذا كانت الأسهم لشركة أجنبية تنشط بالخارج وقام البنك بتحويل أموال الاكتتاب للمساهمين المحليين إلى العملة الأجنبية المقبولة من الشركة الأجنبية المصدرة للأسهم كان بمثابة تعامل في سوق الصرف.

III. وظائف السوق المالية:

تؤدي السوق المالية بمفهومها الواسع (الأسواق النقدية وأسواق رأس المال) وظائف هامة على مستوى الاقتصاد الوطني والمؤسسات والأفراد، يمكن تلخيصها فما يلي:

- تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، لاسيما رؤوس الأموال الضخمة التي تعجز بعض الأطراف الحكومية والمؤسسات المالية عن توفيرها لأسباب عديدة، منها: مشاكل التضخم الناجمة عن الإصدار النقدي، ومحدودية إيرادات بعض الدول، إلى جانب المخاطر التي قد تتعرض لها البنوك التجارية عند منحها للقروض طويلة الأجل.

---

[1]. يختلف مفهوم المال عن مفهوم النقود Money ورأس المال Capital. إذ تعني النقود كل أداة إبراء أو وسيلة دفع وأداء تحظى بالقبول العام من طرف أفراد المجتمع الذي يستخدمها، على أن تؤديوظائف النقود المعروفة (وسيط للتبادل، مخزن للقيمة، أداة ل فع). ومن خلال النقود تكتسب الأشياء ثمنها وتصبح أموالا قابلة للتداول بين جمهور الناس. أما رأس المال اصطلاحا فيعني كل ممتلكات الأفراد والمؤسسات التي يمكن أن تدر مالا أو دخلا. أو هو مجموع النقود المنتجة للعوائد. أما رؤوس الأموال فتعني مجموع المبالغ المتاحة والتي هي قيد التداول. ويفرق كارل ماركس بين نوعين من رأس المال، وهما رأس المال السلعي الذي يعني كل ما هو سلعة مادية تحتوي على كمية من العمل القابلة للقياس والتداول. أما الرأس مال النقدي فهو عبارة عن الرأس مال السلعي في شكله النقدي، أي بعد دخوله دائرة التداول وتحوله إلى نقود. وفي اللغة الفرنسية والانجليزية يطلق على كلمة "رأس المال" Capital. وهي مشتقة من الكلمة اللاتينية القديمة Capitalis أو Caput التي تعني الرأس. وتشير الرأسمالية إلى وضع اجتماعي ونظام اقتصادي يستحوذ فيه جماعة من الأفراد على وسائل إنتاج الثروة وفائض القيمة.

كما تفيد تلك السوق في توفير المزيج التمويلي لاحتياجات الأفراد والمؤسسات والمشاريع الاستثمارية المنتجة وبآجال متعددة، بإشراك مختلف شرائح المجتمع من صغار وكبار المدخرين والمستثمرين.

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بأسلوبين من أساليب التمويل (آل سليمان، 2005، ص. 42 - 44):

أ. التمويل المباشر:

وفيه تحصل الوحدات ذات العجز المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض المالي، إما عن طريق الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، مثل: الأسهم، والسندات، وأذونات الخزينة. ويتم هذا التمويل إما بدون وساطة من المؤسسات المالية، أو بالاستعانة بخدمات المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل بنوك الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.

ب. التمويل غير المباشر:

في هذا النوع من التمويل تنتقل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز المالي بواسطة المؤسسات المالية، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وصناديق الاستثمار وغيرها. إذ تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير،[1] أو إما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في منح القروض لمن يطلبها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي.

- توفير السيولة بضمان سرعة تحويل الأصول المالية إلى نقود وقت الحاجة إليها. إذ تعمل السوق المالية على تأمين السيولة الضرورية للمستهلكين والمنتجين والمستثمرين والحكومات. وتشجع هذه الميزة (أي السيولة) المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأدوات المالية طالما أنه يمكن تحويلها بسهولة وبسرعة إلى نقدية دون تحمل خسائر معتبرة.
- ترقية قطاع الإعلام المالي وتحسين شفافية السوق بالسماح بالتدفق الحر للمعلومات لصالح متخذي القرار بشأن المراكز المالية للشركات وأداء مسيريها. كما تعمل السوق في ظل منظومة المعلومات المتطورة على تخفيض كلفة الحصول على المعلومات والبحث عن الصفقة.
- التخصيص الفعال للموارد المالية في الأنشطة الاقتصادية ذات المردودية، بالاعتماد على توجيهات وإرشادات جهاز الأسعار الكفؤ. فالأسعار الكفؤة من حيث هي إشارات تتضمن محتوى مالي وإعلامي وتسعيرا عادلا لقيم الشركات، تعمل على توجيه الموارد المالية نحو القطاعات والشركات الناجحة وتصفية السوق من الشركات الخاسرة والمفلسة.
- تسريع وتيرة النمو الاقتصادي وتحسين رفاهية الأفراد بإشراهم في الدورة الاقتصادية وعملية خلق الثروة في إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية وقطاع الأعمال والعائلات.
- الربط بين مختلف الأسواق والوحدات المكونة للنظام الاقتصادي، إذ تؤدي السوق المالية دور الحلقة الرابطة بين أسواق السلع والخدمات وأسواق الموارد، والوحدات المستهلكة والوحدات المنتجة.

---

[1]. ويقال لها الودائع الادخارية، وهي نوع من الحسابات الدائنة التي تفتح بالبنوك للإفراد لتشجيعهم على الادخار، ويسمح لأصحابها بحرية الإيداع فيها والسحب منها في أي وقت. ويمنح المودع دفترا لتقديمه إلى البنك في كل مرة يقوم فيها بالإيداع أو السحب. ويتم السحب نقدا بمعرفة صاحب الحساب شخصيا بموجب أمر الدفع. ولا تستعمل الشيكات في السحب من هذه الحسابات.

- توفير آليات الدفع التجاري والمالي. إذ تعمل السوق المالية من خلال آليات وإجراءات فنية وتكنولوجيا التحويلات المالية كقناة لتسوية الالتزامات التجارية والمالية، بما فيها أثمان البضائع والخدمات والأصول المالية المقتناة داخل الاقتصاد الوطني وخارجه.
- إعطاء صورة واضحة عنحقيقة الوضع الاقتصادي لـ ولة واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، والمساهمة في ضبط وتجسيد أهداف السياسة النقدية والمالية.
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية للهيكل الرأسمالي للشركات المساهمة.
- الإدارة الجيدة للمخاطر بإتاحة الفرصة لتجنب المخاطرة (كالتأمين)، أو تقاسمها (كالمشاريع المشتركة)، أو تغطيتها (كالمشتقات المالية)، أو تنويعها من حيث المصدر وآجال الاستحقاق والموقع الجغرافي، وذلك من خلال توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات.

IV. **المقومات الأساسية لإنشاء السوق المالية ونجاحها:**

يتوقف إنشاء ونجاح الأسواق المالية في تأدية وظائفها الحيوية على توفر مجموعة من المقومات المساعدة على تطورها ونضجها. ومن بين هذه المقومات ما يلي:

- إرساء فلسفة اقتصادية واضحة قائمة على اقتصاد السوق الحر القادر على جذب رأس المال الخاص، ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال داخليا وخارجيا.
- زيادة عدد المؤسسات المالية وتمكينها من أدوات العمل المالي المتطور. إذ تعتبر هذه الأخيرة أوعية ادخارية، تعمل على تشجيع الادخار باستقبال الفوائض المالية المتاحة في الاقتصاد، والقيام بعمليات الإقراض والتمويل للمشاريع العامة والخاصة. وبدون هذه المؤسسات لا يمكن أن تكون هناك سوق مالية.
- رفع مستويات الادخار وتوفير الآليات التي تسمح بتحويل وانسياب المدخرات بسهولة إلى استثمارات، بإيجاد أدوات الاستثمار المختلفة التي تعمل على جذب واستيعاب وتدوير السيولة في الاقتصاد.
- تفعيل نظام الحوافز والمكافأة العادلة والحماية القانونية الدائمة لتحفيز الأفراد والمؤسسات للانخراط في دائرة النشاط الاقتصادي الرسمي المنتج.
- الاهتمام بوسائل الإعلام والاتصال المالي ومراقبتها. فإنشاء الشركات وتمويلها بواسطة طرح الأسهم والسندات للاكتتاب العام والخاص يحتاج إلى الإفصاح عن البيانات المناسبة لإعلام المستثمرين بالقدر الكافي وفي الوقت المطلوب بفرص الاستثمار المتاحة، والمساعدة على اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد بناء على معلومات صحيحة. ويستتبع ذلك أيضا وجود جهاز للرقابة القبلية والبعدية لعمل الأجهزة المنتجة للبيانات حفاظا على مصالح المدخرين.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والتشريعي والمؤسساتي ومناخ ملائم للاستثمار وممارسة الأعمال Business Doing. ولا شك أن هذا المقوم يعد من أهم العوامل الجاذبة لرؤوس الأموال وتحويلها من مجرد أموال مكتنزة عاطلة إلى استثمارات منتجة للقيمة المضافة.

- توفر مقومات الأمن المالي والأنظمة والتشريعات واللوائح الخاصة بتنظيم السوق المالية من قبل الحكومات، لإضفاء الشفافية والحكامة وشروط المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار والنصب والاحتيال وكافة المعاملات غير المطابقة للتشريع المالي.
- تطوير البنية الجزئية للسوق Microstructure. ويشتمل ذلك عموما على تطوير أنظمة التداول والاتصال بين عموم المتعاملين، وأجهزة الرقابة والإشراف على عمليات السوق وأعمال الوساطة، وأنظمة التسوية والمقاصة، وهيكل الضرائب ونظم المعلومات المالية، وتشريعات الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال.
- بعث الاستثمار المؤسسي (كالبنوك والمؤسسات الاستثمارية الكبرى الممثلة في شركات التأمين وصناديق المعاشات وشركات رأس المال المخاطر) لما له من قدرة على التحري على المعلومات الصحيحة بشأن أداء الشركات وأوضاع الاقتصاد الكلي وتكوين التوقعات الرشيدة وتحسين الكفاءة المعلوماتية للسوق، فضلا عن تمتعه بقدرات مالية وخبرة في إدارة الأصول والمحافظ الاستثمارية.
- تسهيل إجراءات إنشاء الشركات المساهمة ومرافقتها لإدراجها في السوق المالية، والتخفيف من شروط الإدراج إلا بالمقدار الذي يحمي أصحاب المصالح في الشركة.
- تعميق السوق وتنويع الأدوات الاستثمارية. إذ يشكل تنوع الأدوات الاستثمارية بين أدوات الاستثمار المباشر وغير المباشر إحدى سمات السوق الجيدة، ذلك لأنها تساهم في تعميق السوق، وإتاحة فرص التنويع والاستثمار الناجح، بتزويدها بخيارات تمكن المستثمرين من تسييل وتكوين المحافظ المثلى والإحلال السلس للأصول متباينة المخاطر والعوائد، مستجيبة لتفضيلات المستثمرين على تعدد فئاتهم وتنوع اتجاهاتهم الاستثمارية، كما تسمح في آن واحد بتحصين المستثمرين من التقلبات غير المبررة في مؤشرات الأسعار.
- نشر الثقافة والوعي المالي بشأن الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للأسواق المالية.

V. المشاركون في السوق المالية:

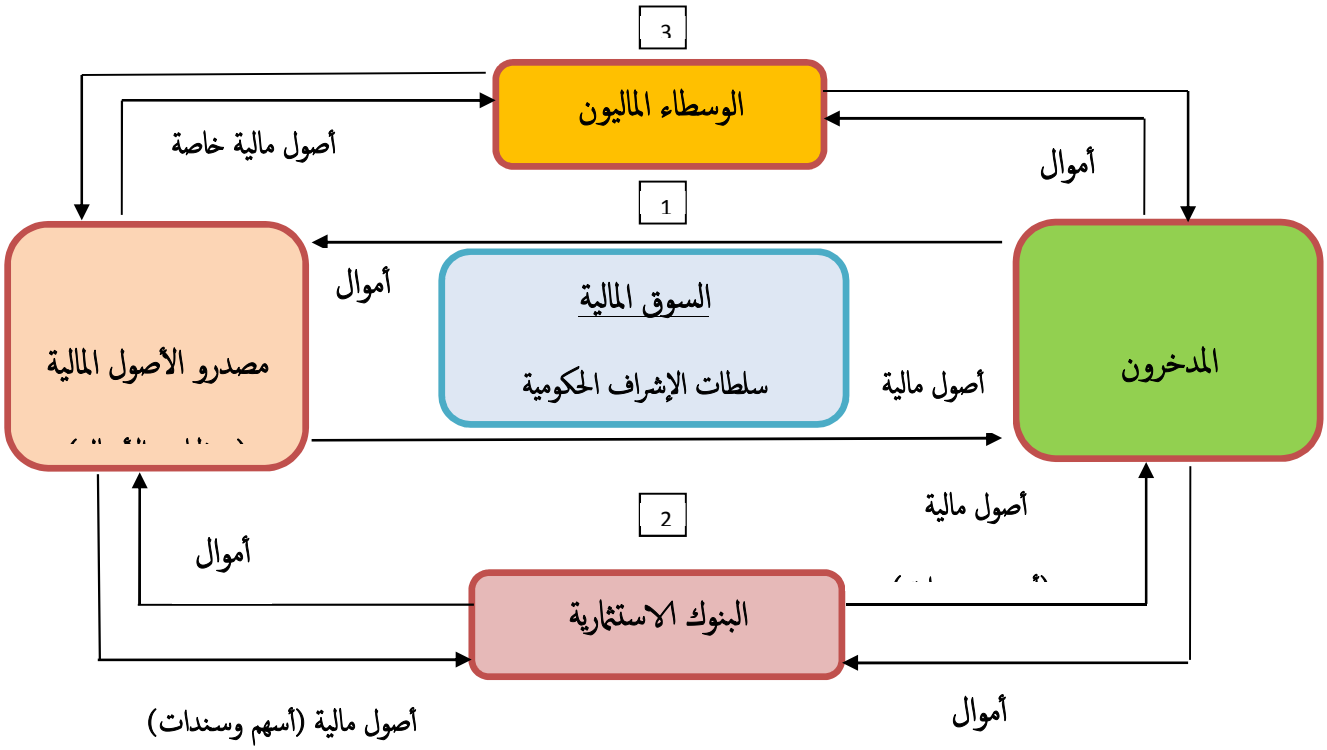
يعد المشاركون في السوق المالية بمثابة اللاعبين Players الذين يؤدون مهاما أساسية لا غنى عنها. ويمكن تصوير العمليات التي تجري في السوق المالية على أنها حقل تفاعل بين منشئي أو مصدري الأصول المالية Financial Assets والمدخرين Savers، بالإضافة إلى بنوك الاستثمار Bankers والوسطاء الماليين Financial Intermediaries وسلطات الإشراف الحكومية Supervision Authorities كما هو موضح في الشكل 3.

يتبين من الشكل أن مهمة مصدري الأصول المالية (الشركات، البنوك، الحكومات وهيئاتها،...) هو توسيع قاعدة الخيارات الاستثمارية من خلال إصدار المنتجات المالية بصورة إبداعية قادرة على جذب رؤوس أموال المدخرين (أفرادا ومؤسسات). وتنتقل رؤوس الأموال من المدخرين إلى أصحاب الاحتياج المالي من خلال ثلاث قنوات مختلفة يبينها الشكل السابق، وهي التحويل المباشر والتحويل من خلال البنوك الاستثمارية والتحويل من خلال الوسطاء الماليين.

يتحقق التحويل المباشر بقيام منظمة الأعمال المصدرة ببيع أسهمها أو سنداتها مباشرة للمدخرين دون الاعتماد على خدمات الوسطاء الماليين، وتحصل في مقابل ذلك على رؤوس أموالهم وهذا ما تبينه القناة (1).

شكل رقم 3

المشاركون الرئيسيون في السوق المالية



المصدر: (برغام، 2010، ص. 36)

أما في القناة (2) فيقوم بنك الاستثمار Investment Bank - الذي يدعى أحيانا "بيت الصيرفة الاستثمارية Investment Banking House – بضمان عملية الإصدار لفائدة منظمات الأعمال، التي تقوم ببيع أسهمها أو سنداتها للبنك الاستثماري، كوسيط ضامن ليعيد بيعها للمدخرين (المكتتبين). وقد يحتفظ البنك الاستثماري بالأوراق المالية المصدرة بحوزته لفترة محددة متحملا مخاطر عدم التصريف وانخفاض أسعار الأوراق المالية دون سعر شرائها.

ويتم النقل بواسطة القناة (3) من خلال وسيط مالي Financial Intermediary كالبنوك والصناديق الاستثمارية، حيث يقوم هذا الوسيط بإصدار أوراق مالية خاصة به ويقوم ببيعها للمدخرين، ثم يستخدم حصيلة الإصدار في شراء الأوراق المالية التي تصدرها شركات الأعمال. ومن الأمثلة على ذلك قيام أحد المدخرين بإيداع مبلغ مالي لدى أحد البنوك على سبيل التوظيف ليحصل في المقابل على شهادة إيداع Certify of Deposit ليقوم البنك بعدها بإقراض المبلغ إلى إحدى الشركات الباحثة عن التمويل على شكل قرض مضمون. وتشكل المؤسسات المالية النقدية وغير النقدية وبيوت السمسرة هيكل الوساطة في السوق المالية، هذا بجانب جمعيات ووحدات مالية داعمة تقوم بعرض وتسويق الإصدارات على جمهور المستثمرين، بالإضافة إلى دورها في تخفيض المخاطر وتوزيعها، وتقديم خدمات استشارية واستثمارية ومعالجة المعلومات، التي تساهم في تخفيض تكاليف الصفقات وتوفير السيولة والتسعير العادل للأصول المتداولة، وإيجاد الآليات الخاصة بتسوية الصفقات.

ونظرا لـ ور البارز للأسواق المالية في الاقتصاد الوطني، تؤدي الحكومات ممثلة في سلطات الإشراف (البنك المركزي ووزارة المالية وهيئة السوق المالية) دور المنظم Regulator الذي يتولى تنظيم ومراقبة عمل هذه الأسواق لضمان عدم فشلها وتوفير متطلبات المنافسة. ويتحدد هذا الدور بسن مجموعة النظم والقوانين والتشريعات الحاكمة لآلية عمل

السوق، وتنظيم العلاقة بين المصدر Issuer والمستثمر والوسيط المالي، علاوة على سن القوانين الخاصة بعملية الاستثمار بالأصول المالية وحماية حقوق المشاركين ومراقبة عمليات الإصدار والإفصاح عن المعلومات ذات العلاقة بالجهات المصدرة والاقتصاد الوطني ككل.

ويمكن تصنيف المتعاملين في السوق المالية عموما إلى ثلاث فئات (آل سليمان، 2005، ص ص. 44 – 52؛ برغام، 2010، ص ص. 37 - 41):

الفئة الأولى: العارضون لرؤوس الأموال، إما عن طريق الإقراض المباشر، أو عن طريق شراء السندات ونحوها، أو عن طريق المشاركة في شركات المساهمة من خلال شراء الأسهم. ويشتمل ذلك على الفئات ذات الفائض المالي من الأفراد والمؤسسات.

الفئة الثانية: الطالبون لرؤوس الأموال، إما عن طريق الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار السندات ونحوها، وإما عن طريق طلب المشاركة من خلال إصدار الأسهم. وتشتمل على الفئات ذات الاحتياج المالي من الأفراد والمؤسسات والهيئات الحكومية.

الفئة الثالثة: المؤسسات المالية. ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين.

المجموعة الأولى: وتضم المؤسسات المالية الوسيطة.[1] وهي المؤسسات التي تتوسط بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، وفقا لعقود معينة. وتتمثل العقود التي تعقدها مع أصحاب الفوائض وتحصل بموجبها على التمويل في ثلاثة أنواع من العقود وهي:

- ✓ النوع الأول: عقود الاقتراض، سواء كانت عقود اقتراض مباشرة، أو عن طريق الودائع بأنواعها المختلفة (الجارية، والادخارية (ودائع التوفير)، والآجلة) أو عن طريق إصدار أنواع من الأوراق المالية (وتسمى الأوراق الثانوية أو الوسيطة) القابلة للتداول، مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية.
- ✓ النوع الثاني: عقود التأمين على الحياة أو على الممتلكات، ومثلها صناديق معاشات التقاعد.
- ✓ النوع الثالث: عقود الاشتراك، عن طريق فتح الباب للمساهمة في الصناديق الاستثمارية المتنوعة.

أما العقود التي تعقدها مع أصحاب الحاجة المالية ويحصلون بموجبها على المال فتتمثل في نوعين من العقود:

- ✓ النوع الأول: عقد القرض، عن طريق شراء سندات الدين التي تصدرها الجهات المحتاجة إلى المال، وتقديم القروض المباشرة إلى الأفراد أو منشات الأعمال.
- ✓ النوع الثاني: عقد المشاركة، وذلك عن طريق شراء الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة.

ويمكن تصنيف المؤسسات المالية الوسيطة إلى ثلاثة أنواع:

أ. مؤسسات الإيداع.

ب. مؤسسات الادخار التعاقدية.

جـ. مؤسسات الاستثمار.

---

[1]. **المؤسسة المالية:** هي منشأة أعمال تتمثل ممتلكاتها في أصول مالية مثل: القروض والأوراق المالية، بدلا من الأصول الحقيقية، كالمباني والآلات والمواد الخام، التي تمثل أصول الشركات الصناعية. كما تتمثل التزاماتها في خصوم مالية مثل: الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة. والمراد بالوساطة المالية عملية استحواذ على موارد مالية من إحدى الوحدات الاقتصادية مثل الشركات، والمنظمات الحكومية، والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى.

أ. مؤسسات الإيداع: وتشمل الأنواع الأساسية التالية:

1. البنوك التجارية:

يعرف البنك التجاري Commercial Bank على أنه مؤسسة تضطلع بأعمال قبول ودائع المدخرين، ومنح القروض للمقترضين، متخذة - بشكل عام - من الاتجار بالنقود وما يرتبط بها من خدمات الوساطة حرفة لها. وينتج عن أداء البنوك لدورها تأثيرات معتبرة على مستويات عرض النقود في الاقتصاد. ومع التطورات الحاصلة في صناعة التمويل على خلفية احتدام المنافسة بين المؤسسات المالية، بدأت البنوك التجارية بتقديم خدمات غير تقليدية (خدمات الإيداع وإدارة الحسابات الجارية) خدمات السمسرة والتأمين. وقد اتجهت هذه البنوك للاندماج مع البنوك الاستثمارية وتشكيل المؤسسات المصرفية العملاقة على غرار Citigroup وJ. P Morgan Chase في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتتشكل الموارد المالية (قائمة الخصوم) لميزانية البنوك التجارية من الودائع الجارية، والودائع الادخارية، والودائع لأجل، بالإضافة إلى رأس المال المدفوع من المؤسسين (حصص الشركاء)، والاحتياطات، والأرباح المحتجزة. وتستخدم هذه الموارد (قائمة الاستخدامات أو الأصول) - بشكل رئيس – في تقديم المزيج التمويلي كالقروض والاستهلاكية والاستغلالية والاستثمارية للأفراد والمؤسسات، والاستثمار في المتاجرة بالأوراق المالية، أذون الخزينة، والسندات الحكومية وسندات شركات الأعمال.

2. اتحادات الادخار والإقراض:

تقوم اتحادات الادخار والإقراض Saving and Loan Association بقبول ودائع صغار المدخرين وإدارتها لحسابهم بمنح قروض منوعة في المجالات السكنية والتجارية. ومع مرور الوقت تكونت لدى هذه الاتحادات خبرات أوسع في تحليل الذمم الائتمانية للمقترضين ومنح القروض وتكوين تشكيلة استثمارية مميزة للمدخرين، الأمر الذي أتاح لها قدرة على تقليل تكاليف منح القروض ومضاعفة إمكاناتها الإقراضية في مجال السكن.

3. بنوك الادخار المشتركة Mutual Saving Banks:

وهي منشآت مملوكة للمودعين، تتأتى أموالها من الودائع الادخارية، وشهادات الإيداع، وتقوم بتوظيف أغلبها في منح القروض، والاستثمار في الأوراق المالية.

4. اتحادات الائتمان:

تمثل اتحادات الائتمان Credit Unions جمعيات تعاونية صغيرة، تتكون من عدد من الأعضاء، تجمع بينهم صفة مشتركة، أن يكونوا من العاملين في شركة أو جهة حكومية واحدة، أو ينتمون إلى منطقة سكنية معينة. وتحصل هذه الكيانات المالية على الأموال بتجميع المدخرات من أعضائها، في صورة حصص من رأس المال، وتستخدمها في منح قروض استهلاكية وسكنية لفائدة بعض أعضائها بأسعار فائدة ميسرة.

ب. مؤسسات الادخار التعاقدية: وتشمل:

1. شركات التأمين على الحياة Life Insurance Companies:

هي منشآت مالية وسيطة، تحصل على المدخرات من تجميع أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم، وتقوم بتوظيفها في شراء الأصول المالية (أسهم وسندات وعملات...) والعقارات، كما تمنح بعض التعويضات لورثة المؤمنين حال الوفاة. وتضم تشكيلة الخدمات التي تمنحها هذه الشركات عادة على برامج ادخارية معفاة من الضرائب وهذا ما يجعل منها مصدر جذب للمدخرين.

2. شركات التأمين ضد المخاطر:

تحصل هذه الشركات على مواردها من أقساط التأمين ضد مختلف المخاطر (الحرائق، السرقة، والحوادث...). وهي مشابهة لشركات التأمين على الحياة، غير أنها تختلف عنها في وجود احتمال أكبر لاستنزاف مواردها عند حدوث الكوارث المؤمن عليها. لذا، فهي تركز توظيفاتها في الأصول الأكثر سيولة، مثل أدوات الدخل الثابت: كالسندات الحكومية وأذونات الخزينة وسندات الشركات، وأدوات الدخل المتغير بدرجة أقل كالأسهم.

3. صناديق التقاعد Pension Funds:

هي برامج تقاعدية Pension Plans تحصل على مواردها المالية من الاشتراكات الدورية لمعاشات التقاعد المدفوعة من العمال بواسطة أرباب العمل (الشركات والوكالات الحكومية) مقابل توفير دخل عند التقاعد. وتستثمر الموارد الفائضة عن التزامات هذه الصناديق بشكل رئيسي في الأدوات المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات والعقارات وشهادات الاستثمار والقروض المضمونة، وذلك لدعم المركز المالي للصندوق ومن ثم الوفاء بالالتزامات المترتبة عن تقاعد العامل وتحسين معاشه.

جـ. مؤسسات الاستثمار: وتشمل الكيانات الاستثمارية التالية:

1. شركات الاستثمار (الصناديق الاستثمارية المشتركة):

تختص الصناديق الاستثمارية المشتركة Mutual Funds بجمع أموال المدخرين من مختلف الفئات، وتصدر في مقابلها أسهما أو شهادات استثمار غير مباشرة لإثبات حقوق المساهمين في الصندوق، ثم تقوم باستثمار تلك الأموال في محفظة متنوعة من الأدوات المالية لصالح هؤلاء المدخرين. وتتميز هذه الصناديق عادة بحجم كبير يمكنها من تحقيق وفورات الحجم في تسيير مخاطر الاستثمار المالي وإدارة المحافظ الاستثمارية باستخدام مبادئ التنويع.

وقد تكون الصناديق الاستثمارية مفتوحة، أي غير محددة رأس المال، أو مغلقة، أي محددة رأس المال. وتصدر الصناديق المفتوحة بصفة مستمرة أسهما عادية غير قابلة للتداول للراغبين في شرائها، ويمكن أن تكون قيم تلك الأسهم قابلة للاسترداد من الصندوق الاستثماري وقت ما شاء المستثمر، وذلك حسب صافي الأصول في ذلك الوقت. أما الصناديق المغلقة فرأس مالها محدد عند تكوين الصندوق وغير قابل للزيادة بعد ذلك، وإذا أراد حامل أسهمها بيعها، أي تصفية مركزه في الصندوق والخروج منه، فمكان ذلك السوق الثانوية.

وقد شهدت الصناديق الاستثمارية خلال الثمانينات من القرن العشرين تطورا ملحوظا في ما يتعلق بأنواعها، إذ تم تصميم صناديق بأشكال مختلفة تراعي تفضيلات المدخرين. فهناك صناديق السندات Bonds Funds للمدخرين الذي يبحثون عن الاستثمار الآمن، وهناك صناديق الأسهم Stocks Funds المفتوحة للمدخرين المستعدين لتحمل المخاطرة على أمل تحقيق عوائد مرتفعة. كما أن هناك صناديق السوق النقدية Money market funds، وهي صناديق تكون المساهمة فيها عن طريق ودائع يودعها المستثمرون في صناديق تديرها مؤسسات متخصصة، ثم تستخدم الأموال المتجمعة في الحسابات الجارية لأغراض شراء أدوات مالية من السوق النقدية، مقابل منح عوائد على هذه الأدوات للمساهمين في الصندوق بحسب نسبة المشاركة. وتتيح هذه الصناديق للمساهم القدرة على السحب وتحرير الشيكات مقابل ما يملكه من أسهم، مع بعض القيود على ذلك، كأن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين.

2. شركات التمويل:

وهي شركات غالبا ما تنشأ من قبل الشركات الإنتاجية، حيث يتمحور نشاطها حول منح القروض الاستهلاكية قصيرة ومتوسطة الأجل للإفراد، بغية تحفيزهم على شراء السلع المعمرة (الرأسمالية)، كالسيارات، والأجهزة الكهرومنزلية،

والأثاث، كما تقدم القروض الاستثمارية لشركات الأعمال. وتتأتى أموالها من إصدار الأوراق التجارية، والسندات، والأسهم، بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها من البنوك.

المجموعة الثانية: الوسطاء

تتألف هذه المجموعة من الأفراد، أو الشركات التي تقوم بالوساطة، من خلال الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو نحوه. وتضم نوعين من الوسطاء، وهما:

أ. السماسرة والتجار:

الوسيط هو ممثل شركة وساطة أو سمسرة، يقوم بتقديم مجموعة من الخدمات لفائدة المتعاملين في السوق المالية، كتنفيذ أوامر البيع والشراء للأدوات المالية، مقابل الحصول على عمولة، أو بالمتاجرة لحسابه الخاص. ويدعى النوع الأول في البورصات الأمريكية والبريطانية بالسمسار Brokers، أما النوع الثاني فيدعى بتاجر الأدوات المالية Traders. أما في البورصات الفرنسية، فقد حصر التشريع التجاري وسطاء البورصة في شركات عرفت بشركات البورصة Les sociétés de la bourse.

ب. بنوك الاستثمار Investment Bankers or Banks:

هي مؤسسات مالية متخصصة في تسويق الإصدارات المالية الجديدة المطروحة في السوق الأولية، إما تسويقا مجردا مقابل عمولة محددة، أو مع ضمان تصريف تلك الإصدارات بسعر متفق عليه، متحملا مخاطر عدم التصريف. وهي بذلك تختلف عن البنوك التجارية التي يتمثل نشاطها الرئيس في قبول الودائع ومنح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين. إلى جانب ذلك تقوم هذه البنوك ببعض الأنشطة الاستثمارية في حالات استثنائية، كتسويق الإصدارات المالية، سيما في الدول النامية التي لا تتوفر على بنوك استثمارية.

وجدير بالإشارة أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة، إذ أن استثمارها مؤقت وينقضي بمجرد نجاحها في تصريف الإصدار بأسرع وقت ممكن. والسرعة هنا أساسية لبنك الاستثمار لتحرير أمواله وإعادة استعمالها في شراء إصدار آخر.

إطار توضيحي رقم 1: خلال السنوات القليلة الماضية حدث تحول بارز في نشاط المؤسسات المالية، إذ اتجهت هذه الأخيرة لتنويع محفظة خدماتها المالية، لتعظيم عوائدها وتحرير التدفقات الرأسمالية. وكانت نتيجة ذلك أن أصبح التفريق بين الأنواع المختلفة للمؤسسات المالية المذكورة آنفا أكثر صعوبة وغموضا. وقد أخذ التوجه الحالي المهيمن على مؤسسات الوساطة والاستثمار في أغلب البلدان المتطورة مسمى شركات الخدمات المالية Financial Service Corporations أو البنوك الشاملة، التي تدير البنوك التجارية واتحادات الادخار والإقراض والبنوك الاستثمارية وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية وصناديق التقاعد وتمتلك فروعا في معظم البلدان. ومن أمثلة الشركات التي بدأت بالعمل في تخصص واحد ثم أخذت في تنويع أعمالها لتشمل كافة الأنشطة المالية، بنك Merrill Lynch، Morgan Stanley، Fidelity، Lehman Brothers، Citygroup، American Express، Goldman Sachs (الولايات المتحدة الأمريكية)، HSBC (بريطانيا)، BNP Paribas (فرنسا)، UBS (سويسرا)، Deutsche Bank (ألمانيا).

VI. تصنيف الأسواق المالية:

تستأ ر الأسواق المالية بتصنيفات متعددة في الاقتصاديات المتطورة. ويعود التباين بين هذه الأسواق إلى اختلاف المعيار المستخدم في تصنيفها. فمن حيث معيار طبيعة المنتجات المتداولة في السوق، تصنف هذه الأخيرة إلى أسواق الأصول المادية وأسواق الأصول المالية. وتصنف وفق معيار الاستحقاق أو آجال العمليات إلى سوق النقد وسوق رأس المال. وبحسب معيار الإصدار والتداول، وطبيعة المعاملات ونوعية المتدخلين، فتقسم إلى السوق الأولية والسوق الثانوية (السوق المنظمة والسوق غير المنظمة (السوق الثالثة والسوق الرابعة). ووفقا لمعيار التنفيذ، هناك من يصنف الأسواق المالية إلى أسواق فورية (حاضرة) وأسواق آجلة. أما على صعيد حقوق المستثمرين فتصنف الأسواق إلى أسواق ذات الدخل الثابت (أسواق الدين)، وأسواق الملكية. ومن حيث الموقع الجغرافي المغطى من طرف السوق موضع التعامل، تصنف الأسواق إلى الأسواق العالمية (الدولية) والأسواق الوطنية والأسواق الإقليمية والأسواق المحلية. وفيما يلي توضيح مختصر لمضامين هذه التقسيمات (برغام، 2010، ص ص. 45 - 49):

1. **أسواق الأصول المادية وأسواق الأصول المالية:** يقصد بأسواق الأصول المادية Physical Assets Markets الأسواق التي يتم فيها تداول منتجات ملموسة كسوق القمح والسكر والقطن وسوق السيارات وسوق العقارات وسوق المواد الأولية وسوق المعادن وغيرها. وتدعى هذه الأسواق كذلك بأسواق الأصول الملموسة أو الحقيقية Real Assets Markets. أما أسواق الأصول المالية Financial Assets Markets فيتم التعامل فيها بالأدوات المالية Financial Instruments،[1] كالأوراق المالية بمختلف أنواعها (أسهم، سندات، أوراق تجارية، شهادات الإيداع، صكوك الرهن العقاري Mortgages) والقروض، والعملات، والمشتقات المالية، وغيرها.
2. **القروض العقارية وأسواق الائتمان الاستهلاكي:** تهتم أسواق القروض العقارية Mortgages Markets بالقروض العقارية السكنية منها والزراعية والتجارية والصناعية. أما أسواق الائتمان الاستهلاكي Consumer Credit Markets فتعنى بالقروض الموجهة لشراء السلع المعمرة كالسيارات والأجهزة المنزلية ودفع نفقات برامج التعليم وغيرها من الخدمات.
3. **الأسواق الخاصة والأسواق العامة:** يقصد بالأسواق الخاصة Private Markets السواق التي تتم التعاملات فيها مباشرة بين طرفين، كما يمكن التحكم في أدواتها وتعديلها بما يتناسب ورغبات طرفي التعاقد. وتختلف عن الأسواق العامة Public Markets التي يجرى فيها تداول منظم لأوراق تعاقدية ذات صيغة نمطية. ولذلك فإن الشروط التي تتضمنها يجب أن تكون عامة وملائمة لعدد كبير من المستثمرين. ويعد منح القروض المصرفية مثالا على التعاملات التي تتم في الأسواق الخاصة، في حيت يعد بيع وشراء الأسهم والسندات مثلا على التعاملات التي تتم في الأسواق العامة.

---

[1]. **الأدوات المالية:** هي عبارة عن مستندات ورقية تحوي شروطا تعاقدية تخول مالكيها أو حملتها حقوقا محددة في الأصول المادية للشركات والتدفقات النقدية المتولدة عنها. فسهم إحدى الشركات يجعل حامله مالكا لجزء من رأسمال الشركة إضافة إلى حصة في الأرباح الموزعة وأي مكاسب رأسمالية تتحقق لها. أما سند المديونية أو القرض الصادر عن نفس الشركة فيخول مالكه الحصول على الفوائد إلى جانب أصل القرض أو القيمة الاسمية للسند. وإلى جانب هذه الأدوات التقليدية، هناك أدوات أخرى غير تقليدية تدعى بالمشتقات المالية Derivatives. ولا تعين هذه الأخيرة حقوقا محددة لمالكيها في أصول الجهة المصدرة أو التدفقات النقدية المتولدة عنها، ولذلك فإن قيمتها تتحدد على ضوء التغيرات التي تطرأ على قيم الأصول الأخرى التي تتناولها المشتقات كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية وبعض المؤشرات المالية، مما يعني أن قيمتها تشتق من قيمة الأصول الحقيقية أو المالية التي ترتبط بها.

4. **الأسواق الفورية والأسواق الآجلة:** تختلف السوق الفورية أو الآنية Spot or Cash Market عن السوق الآجلة من حيث أجل تسليم الأصول محل التعامل. ففي السوق الفورية يتم التسليم والاستلام بين طرفي الصفقة (تنفيذ العقد) فور إتمام الصفقة مباشرة أو بعد بضعة أيام في حال كون الصفقة كبيرة أو أن المسافة التي تفصل بين البائع والمشتري بعيدة، أو بسبب أن عملية التسوية والمقاصة تستغرق زمنا معينا. إلا أن الصفقة تصبح ملزمة للطرفين بمجرد توقيع العقد. وفي مثل هذه الصفقات ليس هناك مجال للخيار على الإطلاق. ومن صفات هذه الأسواق (عفيفي، 2008، ص ص. 162 - 163):

- أن القصد من العقد التسليم الفعلي للبضاعة مقابل الثمن؛
- يمكن أن يتم تسليم البضاعة وتسديد قيمتها إما فورا أو في موعد لاحق، وبهذه الحالة يتم تحديد تاريخ محدد في العقد للتسليم؛
- يمكن أن يتم تسديد القيمة حالا مقابل استلام البضاعة مستقبلا حسب الاتفاق بين طرفي العقد؛
- نادرا ما يتم تسديد قيمة السلعة بالكامل قبل تسليمها، وعادة يقوم المشتري بتسديد جزء من قيمة البضاعة، كدفعة مقدمة عند توقيع العقد؛
- إذا تعذر على أحد الطرفين الوفاء بالتزاماتهما التعاقدية، فيحق للطرف الآخر المطالبة بالتعويض عن الأضرار الناجمة.

وخلافا للأسواق الفورية، يتم التعامل في السوق الآجلة Future Market من خلال اتفاقات وعقود يتم تنفيذها في تاريخ مستقبلي محدد. وعادة ما يلجأ إليها المستثمرون للتغطية من مخاطر تقلب أسعار الأصول محل التعامل، أو لغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين، أو لتحقيق الهدفين معا. ويمكن تصوير في هذه الأسواق بأنها فصل عوامل المخاطرة الناجمة عن تقلبات الأسعار عن عمليات الصناعة والتجارة والمقاولات والزراعة، والاتجار بتلك العوامل أو المضاربة عليها.

وتكمن الفروق الرئيسة بين الأسواق الفورية والآجلة فيما يلي (عفيفي، 2008، ص ص. 169 - 171):

- **الغرض من العقد:** تنعقد نية المشتري والبائع على أساس التسليم والاستلام الفعليين وهو الغرض من العقد، بخلاف الأسواق الآجلة، فمع أنها نظام تعاقدي يلزم البائع بتسليم السلعة فعلا في التاريخ المحدد في العقد، ويلتزم المشتري بالاستلام وتسليم كامل قيمة السلعة، إلا أنه لا توجد نية لدى أي منهما للتسليم والاستلام عند إبرام العقد إلا في حالات نادرة. وتتم تصفية حوالي 99 % تقريبا من العقود بطريقة تعويضية مقابلة (أي تصفية عقود البيع بعقود شراء معاكسة، والعكس بالعكس).
- **دور الدفعة المقدمة (الهامش):** رغم انه في العقدين يطلب من المشتري دفع هامش أو دفعة مقدمة (أن لم يكن كامل القيمة في حال العقد الفوري)، إلا أن نوع الهامش ودوره مختلف. ففي العقد الفوري يكون الهامش اكبر (25 % من قيمة العقد على الأقل)، على أن يسدد الباقي عند استلام البضاعة. وقد يطلب منه تقديم ضمان بنكي يغطي باقي القيمة، أو يحسب كقرض بذمة المشتري. أما في العقد الأجل، فان الهامش

يكون اقل بكثير (5 % تقريبا)ن ويطلب من المشتري والبائع، ويحدد ويعدل حسب التذبذب المتوقع في سعر السلعة محل التعاقد. ويكون دور الهامش هنا هو تغطية الخسارة المحتملة في حالة انخفاض سعر السلعة، دون أن يكون لدى المشتري والبائع أكثر من الهامش أو نية واستعداد لتوفير باقي قيمة السلعة.

- **الكاسب أحد المتعاقدين أو هما:** يمكن أن يكسب البائع ويكسب المشتري عند بيعه السلعة عند ارتفاع سعرها، أو يمكن أن يخسرا لو انخفض سعر السلعة واستقر في الانخفاض. أما في الأسواق الآجلة، فلا يحقق الربح فيها إلا احد الطرفين، بينما يتحمل الطرف الآخر الخسارة حسب اتجاهات الأسعار.
- **صفقات الخيار:** تتيح الأسواق الآجلة للمتعاملين إمكانية عقد صفقات الخيار، بينما لا تتوفر الأسواق الفورية على هذا النوع من الصفقات، فكل صفقاتها قطعية.

5. **أسواق المديونية وأسواق الملكية:** تصنف الأسواق بحسب حقوق المستثمرين Claims إلى أسواق الدخل الثابت Fixed-Income Markets وأسواق الملكية. يتم التعامل في أسواق الدخل الثابت أو أسواق المديونية Debt Markets بالأدوات المالية قصيرة وطويلة الأجل التي تشكل التزاما ثابتا على الجهة المصدرة، بدفع وبصفة دورية لـ ائنين مقدارا ثابتا من الدخل أو الفائدة، تتحدد عادة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للأصل المالي (قرض أو سند). وأكثر الأشكال شيوعا لهذه السوق هي أسواق السندات Bond Markets. في حين تمثل أسواق الملكية تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات المشاركة في رأس المال، والمتعارف عليها بأسواق الأسهم Stock Markets. وتعد الأدوات المتداولة في هذه الأسواق، على غرار الأسهم العادية، بمثابة حقوق المساهمين في حصة من أصول الشركة المساهمة والعوائد المتولدة عنها، والخاضعة للتغير بشكل دوري. وعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تعد أداة ملكية إلا أن ثبات حقوقها فيما يتعلق بالدخل المقرر لحملتها يجعل منها التزاما ثابتا على الجهة المصدرة لها، ويضعها ضمن تصنيف الأدوات المالية الهجينة Hybrid التي تجمع بين صفات سوق المديونية وسوق الملكية.
6. **الأسواق المالية الدولية، الإقليمية والمحلية:** تنقسم الأسواق المالية حسب المجال الجغرافي المغطى إلى أسواق دولية، إقليمية ومحلية.

- تعرف **الأسواق المالية الدولية** بأنها الأسواق التي تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل لقداول والتصفية لـ يون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية لـ ولة. وتؤدي هذه الأسواق دورا هاما في تمويل العمليات الدولية متعددة الآجال، كالصادرات من سلع وخدمات، والعمليات الداخلية كالحصول على قروض الشركات الخاصة والعمومية، والتمويلات متعددة الأطراف (الإقليمية والدولية) الموجهة للحكومات لسد العجز في موازناتها أو تمويل مشاريعها. كما تسمح هذه الأسواق للمستثمرين استثمار فوائضهم المالية وتنويع محافظهم الاستثمارية على نطاق دولي (جبار وعمر عبده، 2008، ص. 75).

وكما هو الحال بالنسبة للسوق المالية المحلية، تنقسم السوق المالية الدولية بحسب آجال عملياتها إلى: السوق النقدية الدولية، وسوق رأس المال الدولية. وتمثل **السوق النقدية الدولية** في مجموعة الصفقات التجارية والمالية ذات الآجال القصيرة، التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بـ ان إصدارها، ومن صورها سوق الدولارات الأوروبية Euro Dollars المتعامل بها خارج الولايات المتحدة. وتتغذى هذه السوق من رؤوس الأموال قصيرة

الأجل التي تتدفق إليها عبر وسائل عدة، منها الودائع لأجل التي لا تتعدى آجالها سنة واحدة، وشهادات الإيداع القابلة للتداول التي تتراوح آجال استحقاقها بين شهر وسنة. ومن أهم المتدخلين فيها البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات المتعددة الجنسيات، المؤسسات المالية الدولية والإقليمية، المستثمرون الأفراد والمؤسساتيون، وبعض البـ ان صاحبة الفوائض المالية مثل الدول المنتجة والمصدرة للنفط والدول ذات العجز. وتساعد هذه السوق على انتقال رؤوس الأموال قصيرة الأجل فيما بين الدول، سواء لتلبية أغراض التمويل أو لسد احتياجات المبادلات التجارية الدولية، أي تسديدها، أو لخدمة أهداف السياسات النقدية والمالية لمختلف الدول، باستخدام أسعار الفائدة وأسعار الصرف (بوراس، 2003، ص ص. 76 - 77).

أما **سوق رأس المال الدولية**، فتعتبر سوقا تلتقي من خلالها الدول والمؤسسات المالية والبنوك العالمية، والمستثمرون الذين بحوزتهم فائض من الأموال والراغبون في توظيفها واستثمارها وتلك الدول والشركات التي تعاني من نقص أو عجز مالي وترغب في الحصول على موارد مالية خارجية ضخمة لتمويل مشاريع واستثمارات طويلة الأجل نسبيا (بوراس، 2003، ص. 78). كما تعرف بأنها "تلك السوق التي يقوم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليون" (جبار، 2002، ص ص. 104 - 105)، بالتالي فهـ ي تختلف عن سوق رأس المال الوطنية، من ناحية أن المتعاملين فيها (مقترضون ومقرضون ومساهمون) هم مستثمرون دوليون وبنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية، فضلا عن الحكومات التي تعقد الصفقات التمويلية العابرة للحدود الوطنية. إذ يقوم المقترضون والباحثون عن التمويل بإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات دولية) وبيعها في أسواق رأس المال الدولية والحصول على مصادر التمويل ذات الآجال الطويلة والمتوسطة (بوراس، 2003، ص. 75).

تنقسم سوق رأس المال الدولية بحسب الأدوات المتداولة فيها إلى سوق الإقراض المصرفي **بالعملات الأجنبية Euro-crédits**، **وسوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية**. تشير السوق الأولى إلى تلك السوق التي يتم فيها منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي من طرف البنوك باستعمال عملة أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها (بوراس، 2003، ص. 78). والإشارة إلى صفة "يورو" Euro لا تعني اقتصارها على العملة الأوروبية، حيث يعني هذا اللفظ كل معاملة تمت بعملة معينة خارج بـ تلك العملة، لذلك فالعملة الأجنبية الأوروبية هي ودائع وقروض محررة بعملة معينة من طرف بنوك متواجدة خارج البـ مصدر تلك العملة (العملة الوطنية). ونظرا لتميز هذه القروض بحجمها المعتبر، وعدم خضوع البنوك العالمية المتخصصة في منحها في معظم الأحيان لتشريعات وحماية الدولة التي تصدر فيها فإنها تتضمن مخاطر عالية نسبيا. لذا فهـ ي تغطى عادة من طرف مجموعات من البنوك لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن تغطيتها من جهة أخرى. حيث تشكل تكتلات بنكية ضخمة Consortium لمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية، خاصة بالدولار الأمريكي. وتكون أسعار الفائدة على هذه القروض إما ثابتة أو متغيرة، غير أنها على العموم تكون قريبة من أسعار الفائدة على الودائع البينبنكية في سوق لندن LIBOR بالإضافة إلى هامش محدد حسب مدة القرض وحجمه، ومستوى المخاطر الذي يتميز به البـ المقترض ووضعية السوق (جبار وعمر عبده، 2008، ص. 76).

وتعني **سوق السندات الدولية**، تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول أدوات الدين طويلة ومتوسطة الأجل (من 10 إلى 15 سنة)، المصدرة بعملة أجنبية غير عملة الدولة التي تتداول فيها. ومن أمثلتها السندات المصدرة بالدولار الأمريكي والمسوقة في الأسواق الأوروبية. وتتولى هيئة مالية دولية إصدار وتصريف تلك السندات عبر العالم. أما **سوق الأسهم الدولية**، فتمثل سوق إصدار وتداول أدوات الملكية (الأسهم)، والتي تعطي لحاملها (المستثمر الدولي) الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة المساهمة المصدرة، حيث يتم إصدارها في بـ غير البـ الأصلي للشركة المصدرة. أما تصريف الإصدار فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة (جبار وعمر عبده، 2008، ص ص. 77 - 78).

- **أسواق المال الإقليمية:** وهي تلك الأسواق التي يشترك التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية واقتصادية، كما هو الحال بالنسبة للأسواق المالية الأوروبية، أو أسواق المال الخليجية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.
- **أسواق المال المحلية:** وتمثل مجموع الأسواق المالية والنقدية التي توفر التمويل لمنشآت الأعمال العامة والخاصة، وتغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية لـ ولة، من خلال إصدار وتداول الأوراق المالية المتنوعة بين أوراق الملكية وأوراق الدين، سواء القصيرة، أو المتوسطة، أو الطويلة الأجل (بوراس، 2003، ص. 82).

7. أسواق النقود وأسواق رأس المال:

تنقسم السوق المالية حسب معيار آجال العمليات إلى نوعين من الأسواق هما: السوق النقدية وسوق رأس المال. وتختلف السوق النقدية عن سوق رأس المال أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية، إضافة إلى طبيعة الأدوات المالية التي يتم تداولها والمؤسسات المالية العاملة في كل سوق.

السوق النقدية

1. تعريفها:

تعرف السوق النقدية Money Market على أنها تلك السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية ذات قصيرة الأجل التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، من خلال السماسرة، والبنوك التجارية، والأفراد والشركات، والجهات الحكومية والسلطات النقدية المركزية. كما تعرف على أنها مجموعة المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا، لأغراض قصيرة الأجل. وقد تكون هذه القروض من خلال عقد القرض المباشر (القرض التقليدي)، أو من خلال الأوراق المالية والالتزامات، كالأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، وأذون الخزينة، التي تتميز بسيولتها العالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة مع خسارة هامشية أو بدونها. ومن الأمثلة عليها سوق New York للنقود.

وليس للسوق النقدية هيكل أو مكان محدد يتم فيه التعامل، وإنما هي إطار مؤسسي تضم مجموعة من المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا. ويتم التعامل فيها بين الأطراف المتدخلة (السماسرة المتخصصين، البنوك التجارية،

المؤسسات المالية، الشركات والأفراد، الحكومة وهيئاتها، البنك المركزي)، إما بالالتقاء المباشر، أو بواسطة وسائل الاتصال، كالهاتف، والتلكس، وغيرها.

وتمارس السوق النقدية دورا اقتصاديا بارزا تتجلى أهميته في:

- تأمين السيولة لعموم المتعاملين لآجال قصيرة، وإتاحة قنوات استثمارية مأمونة من خلال توفيرها لأدوات مالية مضمونة وخالية المخاطر في غالبيتها.

رسم السياسة النقدية للبـ وإدارة العرض النقدي بما يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.

- تشكل الفضاء الحيوي لعمل البنك المركزي الذي يتجسد دوره في التأثير على حجم الائتمان عبر أدواته الكمية والنوعية.

2. خصائصها:

تتمتع السوق النقدية بعدة مزايا، إذ تعتبر مصدرا مهما للتمويل قصير الأجـ ـل، بتوفـ يرها لأصحاب العجز والاحتياج المالي فرصة الحصول على القروض قصيرة الأجل من المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة ودرجة أمان عالية. وتتميز أيضا بانخفاض تكاليف الصفقات، نظرا لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها لسببين هما (الهيتي، ص. 31):

أ - تدني درجة المخاطرة النقدية Money Risk:

تنشأ هذه المخاطرة من احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية، وحيث أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تتصف بقصر آجال استحقاقها، فإن التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية عادة ما تكون لها آثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق على نحو يجعل هامش التغير ما بين قيمتها الاسمية وقيمتها الحقيقية ضئيلا إلى الحد الذي لا يؤدي إلى تعريض حاملها لخسائر معتبرة فيما لو أقدم على بيعها أو خصمها قبل تاريخ استحقاقها.

ب - انخفاض درجة المخاطرة الائتمانية Credit Risk:

تمثل المخاطرة الائتمانية أو مخاطرة الدين في عدم قدرة المقترض على تسديد ما عليه من التزامات اتجاه دائنيه. وطالما أن القروض والأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تصدر عن مراكز مالية ذات ملاءة مالية قوية كالبنوك التجارية والبنوك المركزية، وتكون عادة مضمونة برهونات نقدية وعينية، فإن احتمالات عدم القدرة على الوفاء بالدين تكون جد ضئيلة إن لم تكن منعدمة.

3. تسمية سعر الفائدة في السوق النقدية:

تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل، أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد. وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل الخصم ومعدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع. وعموما يتوفر في السوق سعران للفائدة، ويجري التعامل بالاتجاهين، فيسمى سعر الفائدة على عملة معينة على الشكل: 6 – 6.25 %. وتعني هذه التسمية، أن هذا السعر معطى على أساس سنوي. ولكي يحسب على أساس شهري ينبغي أن يضرب السعر بالمقدار: $1/12$ لمدة شهر، و$2/12$ لمدة شهرين وهكذا. ويمثل السعر الأول 6% سعر اقتراض الجهة معلنة هذا السعر، والسعر الثاني 6.25 % هو سعر إقراض الجهة معلنة هذا السعر، ويمثل الهامش 0.25% الفرق Spread بين السعرين، وهو ربح البنك معلن السعر (مفلح، 2007، ص ص. 140 - 143).

إطار توضيحي رقم 2: أسعار الفائدة في السوق النقدية

يعطى سعر الفائدة عادة على أساس سنوي، سداسي، ثلاثي، شهري. وقد يعطى على أساس مقطوع Flat Rate دون اعتبار للمدة المشمولة. ويمكن تحويل هذا السعر على أساس سنوي بمعرفة المدة التي يغطيها سعر الفائدة. فسعر فائدة 1% على أساس شهري يعادل سعر فائدة 12% سنويا. وإذا كان المعدل 2% لشهرين، يكون سعر الفائدة السنوي 12 %.

قد تدفع الفائدة في بداية فترة التعامل أو خلالها أو في نهايتها، فإذا دفعت في بدايتها فإنها تكون في هذه الحالة مخصومة Discount Rate، ففائدة 10 % سنويا على قرض 100 دولار تكون مخصومة إذا استلم المقترض 90 دولار في بداية مدة التعامل مع تعهده بدفع مبلغ 100 دولار في نهاية الفترة. ويكون سعر الفائدة الفعلي 11.11 %. ويتحصل ذلك بقسمة الفائدة المدفوعة 10 دولار على أصل القرض المقبوض 90 دولار. أما إذا استلم المقترض مبلغ القرض كاملا في بداية فترة التعامل 100 دولار ودفع في نهايتها المبلغ المقترض والفائدة المستحقة 110 دولار فتسمى هذه الدفعة بدفعة بالون Ballon Payment. ويمكن الاتفاق على دفع الفائدة والمبالغ المستحقة عليها في فترات مختلفة خلال فترة القرض.

وبسبب تعدد واختلاف المدد التي قد يدفع فيها أصل القرض والفائدة المستحقة عليه فلابد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن Quoted Rate وسعر الفائدة الفعلي Effective Rate حيث يختلفان باختلاف أوقات الدفع، نظرا لإمكانية استثمار الفائدة نفسها. فكلما كان دفع الفائدة أسرع كان سعر الفائدة الفعلي أعلى من سعر الفائدة المعلن، بسبب إمكانية الحصول على مردود إضافي من خلال إعادة استثمار الفائدة المحصل عليها. فسعر فائدة مقدارها 10 % مبلغ 100 دولار تدفع في نهاية المدة تمنح 10 دولارات، بينما نفس السعر مطبق على نفس المبلغ على أساس ربع سنوي سيمنح فائدة قدرها 10.38 %.

الفائدة المحصلة	إعادة استثمار الفائدة
بعد 3 أشهر: 2.5 $	لمدة 9 أشهر: 0.1875 $
بعد 6 أشهر: 2.5 $	لمدة 6 أشهر: 0.125 $
بعد 9 أشهر: 2.5 $	لمدة 3 أشهر: 0.0625 $
بعد 12 أشهر: 2.5 $	
المجموع: 10 $	**المجموع: 0.375 ~ 0.38$**

وتحسب الفائدة البسيطة على أساس القاعدة العامة التالية: **المبلغ × معدل الفائدة × المدة**. ومن البديهي أن يختلف مقدار هذه الفائدة باختلاف أساس المدة، إذ يرتفع مقدارها إذا تم حسابها على أساس 360 يوما وينخفض إذا ما تم حسابها على أساس 365 يوما، مع افتراض بقاء العوامل الأخرى في المعادلة على حالها.

سوق رأس المال

1. تعريفها:

هي ذلك الإطار الذي يتم من خلاله التعامل بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل إصدار وتداولا، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة،[1] سهم الشركات المساهمة وسندات القرض. وقد سميت سوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال الضروري لمشروعاتهم المختلفة.

وتنقسم الأطراف المتدخلة في هذه السوق إلى مجموعتين:

[1]. القاعدة السائدة للتفريق بين الأدوات المالية مختلفة الآجال تقوم على اعتبار الأدوات المالية التي تتراوح آجال استحقاقها بين سنة وخمس سنوات من الأدوات متوسطة الأجل، أما الأدوات التي تتجاوز آجال استحقاقها خمس سنوات فتعد من الأدوات طويلة الأجل.

المجموعة الأولى: مجموعة المدخرين العارضين لرؤوس الأموال، وهم فئة المقرضين، أو المشاركين (المساهمين)، من الحكومات، والأفراد، والمؤسسات المالية؛ كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها.

المجموعة الثانية: مجموعة المستثمرين الطالبين للأموال، وهم المقترضون، من الحكومات، والشركات، والأفراد، وكذا مصدرو الأسهم والسندات، شركات المساهمة.

وتمثل أهمية هذه السوق في دورها الذي يتجلى في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة، أو بإصدار سندات دين، والحال ذاته بالنسبة للحكومات التي تلجأ إلى هذه السوق للحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي في موازناتها، أو لتمويل المشاريع الجديدة طويلة الأجل.

2. أقسامها:

تنقسم سوق رأس المال من حيث الإصدار والتداول إلى السوق الأولية والسوق الثانوية (برغام، 2010، ص. 31).

2. 1. السوق الأولية Primary Market:

تعرف السوق الأولية بأنها: السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة New Issues من الأوراق المالية، أسهم وسندات الشركات المساهمة في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال، والسندات الحكومية، وغيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة.

وتعرف أيضا على أنها: السوق التي تنشئها مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراق مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية. فإذا قررت شركة Microsoft، على سبيل المثال، إصدار أسهم جديدة وبيعها فإن هذه العملية تتم ضمن إطار السوق الأولية.

وتبرم العقود في السوق الأولية على الإصدارات الجديدة **مباشرة** بين مصدري الأوراق المالية وبين مشتري هذه الأوراق من المقرضين أو المساهمين، وهذا بخلاف الأمر في السوق الثانوية، حيث لا تبرم العقود بين الشركة المصدرة ومشتري الورقة المالية، بل بين مشتري الورقة من السوق المالية وبين المشتري الجديد.

وبموجب هذه العقود، تحصل الشركة المصدرة - من جراء بيعها للأوراق المصدرة - على حاجتها من الأموال، على عكس السوق الثانوية، التي لا يترتب عن التعامل فيها على الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال. ومن هنا جاز تسمية السوق الأولية بسوق الاستثمار الحقيقي، والسوق الثانوية بسوق الاستثمار المالي.

ويلجأ الأفراد والمؤسسات لشراء الأوراق المالية الجديدة من السوق الأولية لدافعين أساسيين وهما:

الحصول على دخل من تلك الأوراق المالية، يتمثل في الأرباح الموزعة بالنسبة للأسهم، أو الفوائد بالنسبة للسندات.

الحصول على أو المكاسب (الأرباح) الرأسمالية الناتجة عن فروق أسعار البيع وأسعار الشراء، أي الزيادة في القيمة السوقية للأوراق المالية من لحظة لأخرى.

2. 1. 1. طرق تصريف الإصدار:

تبدأ حدود السوق الأولية بمجرد حصول الشركة الراغبة في الإصدار على موافقة من هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل Registration Statement، الذي يعد إشعارا ببدء عملية الإصدار والترتيب لتصريفه على المستثمرين. وتتم عملية تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأساليب الثلاثة التالية (بيرلي وآخرون، 2011، ص ص. 531 - 542):

أ. الأسلوب الأول: الأسلوب المباشر

يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة (شركة مساهمة أو الحكومة) نفسها بالاتصال المباشر بعدد من المشترين، من الأفراد، والمؤسسات المالية الضخمة، أو بعقد جلسات تفاوضية لغرض بيع الأوراق المالية المصدرة. يتميز هذا الأسلوب بالسهولة، بالإضافة إلى أنها تمكن الجهة المصدرة من اختيار الوقت المناسب لبيع الإصدار. غالبا لا تلجا الجهة المصدرة إلى طرح كل الأوراق المالية المصدرة مرة واحدة للبيع، بل على دفعات، حتى يتسنى لها التحكم في عرضها ومن ثم تفادي انخفاض أسعارها.

ب. الأسلوب الثاني: الأسلوب غير المباشر

وبمقتضاه تتولى مؤسسات مالية متخصصة، كبنوك الاستثمار في الأسواق المالية المتطورة، عملية تصريف الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة من خلال . ويأخذ التسويق بواسطة هذا الأسلوب أنواع، منها:

النوع الأول: وهو ما يعرف بتأمين تغطية الاكتتاب. ويتم ذلك بصور عدة، منها:

- أن يقوم بنك الاستثمار بموجب اتفاقية الإصدار بالتعهد بتغطية الإصدارات الجديدة، بشراء الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة بسعر يقل عن السعر المتفق على بيعها به في السوق، ثم يقوم ببيعها للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية بالسعر المتفق عليه، محققا ربحا من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.
- أن يقوم بنك الاستثمار ببيع الأوراق المالية للمستثمرين نيابة عن الشركة المصدرة، مع ضمان تصريف الإصدار كله Full Underwriting، أو حد أدنى منه، بسعر متفق عليه، بحيث إذا بقي شيء من الإصدار لم يتم تصريفه فإن البنك يقوم بشرائه، خاصة عندما يرى البنك بان شروط الإصدار مغرية، وأن هناك إمكانية لارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة. ويأخذ البنك لقاء ذلك التعهد عمولة، تتراوح نسبتها عادة ما بين 10 % إلى 15% من حصيلة الإصدار.

وفي الصورتين يتعرض بنك الاستثمار لخطر عدم القدرة على تصريف الإصدار كله، أو بيعه بسعر يقل عن سعر الشراء أو السعر المتفق عليه. لذا فقد جرت العادة أن لا يقوم بنك الاستثمار المنشئ أو الرئيسي- Lead Underwriter بهذه المهمة وحده، سيما في حالة الإصدارات ذات الحجم الكبير، إذ قد يلجأ إلى عقد اتحاد مع مجموعة بنوك استثمارية أخرى (متعهدي التغطية) Underwriting Syndicate ومجموعات البيع Selling Groups للمشاركة في تمويل شراء الإصدار أو التعهد بتصريفه. ويحقق ذلك لبنوك الاستثمار جملة من المزايا، أهمها:

- تقاسم الخسارة في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية المصدرة.
- تقاسم تكلفة شراء الأوراق المالية بين البنوك المشاركة.
- تحقيق الاستقرار في سعر الاكتتاب.
- ضمان بيع الأوراق المالية لعدد كبير، ونوعيات مختلفة من المستثمرين، في وقت قصير، وعلى نطاق جغرافي واسع.

النوع الثاني: وهو ما يعرف بطريقة بذل **أقصى جهد ممكن** في عملية التسويق، بحيث لا يضمن بنك الاستثمار تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، وإنما يقتصر نشاطه على بذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، مقابل أجر متفق عليه، على أن يعيد الأوراق التي لم يتم بيعها إلى الشركة المصدرة. وتلجا بنوك الاستثمار غلى هذا النوع عندما يكون بيع الأوراق المالية محفوفا بمخاطر تصريف مرتفعة بشكل خاص.

النوع الثالث: وهو ما يعرف **بـ الترتيبات الخاصة**، وذلك بأن يرتب بنك الاستثمار أمر بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية إلى مستثمرين معينين، شركات التأمين وصناديق التقاعد، أو غيرها من المؤسسات، لقاء حصوله على أجر متفق عليه. وقد تتخذ هذه الترتيبات أيضا شكل قيام بنك الاستثمار بالعمل كوكيل عن الشركة في بيع الاصدرات الجديدة من الأسهم إلى حملة الأسهم الحاليين.

وبالإضافة إلى ما سبق، تقدم بنوك الاستثمار في السوق الأولية خدمات أخرى للشركات الراغبة في الإصدار، منها:

- تقديم المشورة للمنشآت ذات الشأن فيما يتعلق بنوع الورقة المالية، وسعرها، وحجم الإصدار، وتوقيته، وغيرها من الجزئيات.
- القيام بكل الإجراءات التنفيذية للإصدار، كالاتصال بلجنة الأوراق المالية في البورصة للتفاوض عن إمكانية الإدراج وتداول الإصدارات الجديدة في البورصة، والتنسيق مع فئات المستثمرين الراغبة في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة.

وفي البـ ان التي لا تتوفر على مثل هذه المؤسسات المتخصصة في الإصدار، توكل عملية تصريف الأوراق المالية المصدرة إلى البنوك التجارية، التي يقتصر دورها على عرض الأوراق المصدرة للاكتتاب العام، وتلقي طلبات الاكتتاب، وإيداع حصيلته في حساب الشركة لدى البنك، مقابل عمولة تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للاكتتاب، أو بمبلغ محدد عن كل سهم.

جـ. الأسلوب الثالث: أسلوب المزاد العلني Auction

وهو أسلوب يتبعه عادة البنك المركزي أو وزارة الخزانة لتصريف ما يصدره من أوراق مالية. ومن خلال هذه الطريقة يجرى تنظيم مزادات تنافسية Competitive Bids تعرض فيها هذه الأوراق المالية للبيع، ويدعى المستثمرون لتقديم عروضهم، مع تحديد عدد الأوراق المالية التي يرغبون في شرائها عند سعر معين. وعمليا، يتم قبول عروض الشراء التنافسية ذات السعر الأعلى... وهكذا إلى أن يتم تصريف كل الإصدار. ومن أهم ما تمتاز به هذه الطريقة السرعة في إتمام عملية البيع، وإلزامية العروض، مع إمكانية الحصول على السعر الحقيقي للورقة المالية والأموال التي خططت لها الجهة المصدرة. وتبيع معظم الحكومات، بما فيها وزارة الخزانة الأمريكية، سنداتها وفقا لهذا الأسلوب، بينما تستخدم كل من فرنسا، واليابان في بيع إصدارات الأسهم الجديدة أسلوب المزادات العلنية على الانترنت.

إطار توضيحي رقم 3: أنواع المزادات العلنية Types of Auction

لتوضيح أنواع المزادات العلنية نورد المثال التالي. بافتراض أن الحكومة الأمريكية ترغب في بيع 4 مليون سند بالمزاد العلني، وتقدم ثلاثة مشترين محتملين بعروض شراء. حيث تقدم المستثمر A بعرض لشراء 1 مليون سند بواقع 1020 دولار للسند الواحد، بينما يعرض المستثمر B شراء 3 مليون سند بسعر 1000 دولار للسند، أما C فعرض 980 دولار للسند الواحد على أن يشتري 2 مليون سند.

من الواضح أن عروض أعلى اثنين من المتقدمين (أي A، وB) تستوعب جميع السندات المعروضة، ليبقى C خارج اللعبة، ولكن ما هو السعر الذي سيدفعه المتقدمون الرابحون A، وB؟

تعتمد الإجابة على ما إذا كان البيع بالمزاد التمييزي Discriminatory Auction أو بمزاد السعر المنتظم (أو مزاد السعر الموحد Uniform Price Auction). ففي المزاد التمييزي يطلب من كل رابح أن يدفع السعر الذي عرضه. في هذه الحالة سيدفع المستثمر A مبلغ 1020 دولار ويدفع B مبلغ 1000 دولار. أما في مزاد السعر المنتظم فيدفع الاثنان 1000 دولار، وهو أقل سعر للمتقدمين الرابحين، أي المستثمر B.

2. 1. 2. طرق الإصدار (الاكتتاب):

تصدر الأوراق المالية (أسهم وسندات) إما على شكل شهادات لحاملها تحدد عدد الأوراق المالية المخصصة لكل حامل صك،[1] وبعض البيانات الأساسية عن الشركة المصدرة، كما قد تصدر على شكل شهادات اسمية مقيدة في دفتر، مكون من قسائم مرقمة ومشتملة على بيانات المصدر، واسم مالكها، والقيمة الاسمية للورقة، وعدد الأوراق المالية الخاصة بكل مكتتب. وهناك نوع ثالث يأخذ شكل غير مادي للإصدارات يعرف بالقيد المركزي. وفي هذا النظام يتم إصدار الأوراق المالية على هيئة شف حساب يحدد نوع وعدد الأوراق المالية، أو الوثائق الخاصة بالإصدار، يتم قيده بالحفظ المركزي لدى شركات مختصة تدعى شركات المقاصة، ويسير وفقا لنظام يسمى نظام الإيداع والقيد المركزي، حيث يتم تحديث بيانات سجل المساهمين أو حملة السندات في ظل هذا النظام بعد كل عملية تداول، بالإضافة إلى القرارات التي يترتب عليها تغيير في مواصفات الورقة المالية أو عدد الأوراق المصدرة.

يمكن طرح الأوراق المالية للاكتتاب بإحدى الطرق التالية:

أولا. الاكتتاب (الطرح) العام الأولي The Initial Public Offering IPO:

في هذا النوع من الاكتتاب تتوجه الجهة المصدرة (شركة أو حكومة) إلى الجمهور العام من أفراد ومؤسسات دون تحديد مسبق لفئاته من أجل بيع المعروض من الأوراق المالية. ويتجلى هذا المفهوم بشكل واضح عند تأسيس الشركة المساهمة العامة، وذلك بتعديل الصيغة القانونية للشركة، ما يسمح لها بالتحول من طابع الخصوصية (شركة عائلية، أو شركة مغلقة مملوكة من قبل المؤسسين) إلى طابع العمومية، وما يستتبعه ذلك من إجراءات فتح رأس مال الشركة للجمهور، وطرح الأسهم العادية للاكتتاب بهرا من قبلستثمرين دون استناء.

ويحقق الطرح العام الأولي للملاك والمستثمرين ولإدارة الشركة والسوق المالية مزايا عديدة أهمها ما يلي:

- تنويع هيكل رأس مال الشركات وتوسيع قاعدته، عبر تعزيز إمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة، وتقليل تكلفة الاقتراض.
- إمكانية تحسين صورة الشركة عبر إلزامية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة المصدرة على نطاق واسع، وتعزيز ثقة الجمهور بالشركة المصدرة.
- إتاحة الفرصة للمستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية.
- توفير مقياس دقيق لقيمة أسهم الشركة وأدائها ما يسمح بمكافأة فريق إدارتها والعاملين بها.
- تميز طريقة الاكتتاب العام بالبساطة، مع إشراك كافة شرائح المجتمع، سيما إذا كانت القيمة الاسمية للاكتتاب معقولة، وهو ما يوفر مرونة أكبر في تسويق الإصدارات الجديدة.

ومقابل هذه المزايا، قد يشكل الطرح العام الأولي عبئا ماليا كبيرا على الشركة المصدرة من خلال تحملها لتكاليف إصدار مرتفعة، ومراعاتها لمتطلبات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات الذي قد يفقد الشركة المصدرة وضعها الاستراتيجي والتنافسي أما الشركات المماثلة التي تفكر في طرح أسهم جديدة. كما يحتاج إلى خبرة فنية عالية وإلى وقت أطول، وعدد

---

[1]. **حامل الورقة المالية The Holder**: هو كل شخص طبيعي أو معنوي تكتتب الورقة باسمه أو تكون بحوزته. ويمكن أن يكون واحد من الأشخاص التالية: مؤسس الشركة صاحب الفكرة والمروج والمنشئ لها، أو المستثمر المالي متوسط وطويل الأجل، أو المضارب (المستثمر قصير الأجل).

كبير من المستشارين القانونيين والماليين والخبراء المحاسبين المستقلين، وتشكيل فريق موسع من متعهدي التغطية ومرو الاكتتاب من أجل مرافقة عملية الإصدار والإشراف على تسويقه في الوقت المحدد.

يمكن أن يتم الاكتتاب العام بشكل أولي Primary جزئي، أو بشكل ثانوي Secondary جزئي. وبمقتضى الشكل الأول، تتجه الشركة إلى العمومية بطرح أسهم جديدة للبيع للجمهور العام أملا في تجميع رؤوس أموال إضافية. أما الشكل الثاني، فيحدث بقيام مؤسسي الشركات والرأسماليين المغامرين وحملة الأسهم الموجودين ببيع أسهمهم القائمة. وتحدث بعض أكبر عمليات الاكتتاب العام الثانوي بقيام الحكومات ببيع محمولاتها من أسهم الشركات ضمن ما يعرف بخصخصة الشركات العامة جزئيا. وكمثال على ذلك، قامت الحكومة البريطانية بجمع 9 مليار دولار من بيعها لأسهم شركة الغاز البريطانية British Gas، في حين مكن العرض الثانوي لتلغراف وتليفون نيبون من جمع ما يقرب من 13 مليار دولار.

أ. الترتيبات الخاصة بالاكتتاب العام الأولي:

تتطلب عملية الاكتتاب العام الأولي تشكيل فريق من إدارة الشركة ومستشارها القانوني، وبنك الاستثمار (متعهد التغطية) ومستشاره القانوني والمحاسبين المستقلين، والمرشدين الماليين. كما قد تستعين الشركة بشبكة علاقات عامة متخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية لمساعدة الشركة في إعداد النشرات الترويجية للإصدار الجديد.

وتأخذ الإجراءات المعتمدة في الاكتتاب العام الأولي فترة زمنية طويلة، وتعتمد مدتها على مدى جاهزية الشركة ومدى توفر المعلومات ودقتها في بيان التسجيل، هذا بالإضافة إلى ظروف السوق. وفي كل الأحوال، تشتمل الإجراءات المعتمدة في عملية الاكتتاب العام الأولي على الخطوات الآتية:

- **اختيار بنك الاستثمار ومجموعة التوزيع:** بمجرد اتخاذ الشركة لقرار التحول إلى العمومية، تخطو الشركة أولى خطواتها نحو الإصدار، وتكون مهمتها الأولى اختيار الضامنين (متعهدي التغطية) Underwriters لعملية الإصدار. إذ يعمل الضامنون حاضنات مالية للإصدار الجديد، من خلال التزامهم بتقديم النصائح الإجرائية والمالية للشركة الراغبة في الإصدار، والتعهد بشراء الإصدارات الجديدة، وإعادة بيعها لعامة المستثمرين. وهناك معيارين لاختيار بنك الاستثمار أو متعهد التغطية القائد، الأول يتضمن الاتصال المباشر بأحد البنوك أو عدة بنوك من ذوي السمعة والخبرة والقدرة المالية والإدارية على صناعة السوق، لغرض التفاوض على تسويق الإصدارات الجديدة. أما المعيار الثاني، فيقوم على التكلفة التي تتحملها الشركة من عملية الإصدار. وما يعاب على هذا الأسلوب هو احتمال عدم حصول الشركة على جودة عالية للخدمات التسويقية التي قدمه البنك الذي أرسى عليه الاختيار.
- **إعداد تقرير أو بيان التسجيل:** بمساعدة بنك الاستثمار والمستشارين القانونيين والمحاسبين، تعد الشركة ما يسمى تقرير التسجيل Registration Statement لتقديمه للمصادقة من طرف هيئة أو لجنة تداول الأوراق المالية Security and Exchange Commission (SEC).[1] وتعد هذه المذكرة وثيقة تفصيلية تتضمن معلومات كافية يمكن أن تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري، كالإفصاح عن طبيعة نشاط الشركة المصدرة، وخصائصها الاستثمارية (الأرباح، والمخاطر الاستثمارية)، وخططها المستقبلية، وهيكلها الإداري والمالي، وتاريخ بداية الاكتتاب وتاريخ نفاذ سريانه، بالإضافة إلى الملحقات الخاصة بالقوائم المالية

[1]. تختص لجنة تداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بالجانب الإعلاني فقط، وليست لديها سلطة منع الإصدار طالما أن الإعلان قد تم بصورة سليمة. وتعفى بعض الإصدارات العامة من التسجيل. وتشتمل هذه الأخيرة على إصدارات الشركات الصغيرة والقروض التي يتوجب سدادها خلال تسعة أشهر.

التاريخية للشركة موثقة من قبل محاسب قانوني مستقل. وتوزع أكثر أقسام تقرير التسجيل أهمية على المستثمرين في صورة **نشرة تمهيدية أو نشرة المعلومات Prospectus**.[1]

- **إيداع بيان التسجيل:** يودع بيان التسجيل بعد إعداده لدى هيئة الأوراق المالية لمراجعته والتحقق من صحة ودقة المعلومات الواردة فيه. وتجدر الإشارة إلى أن مصادقة هيئة الأوراق المالية على تقرير التسجيل لا يعني ضمنيا أن الورقة المالية التي ستصدر لها ميزة استثمارية، أو أن سعرها مناسب، كما لا تعني التوصية بشرائها. ولذلك، يمكن أن تنطوي النشرة التمهيدية على تبصير هيئة الأوراق المالية للمستثمرين المحتملين بأخطار الشراء ضمن فقرة **"اعتبارات خاصة"** الواردة في نشرة المعلومات.[2]

- **فترة الانتظار:** ما بين إيداع بيان التسجيل وانتظار مصادقة هيئة الأوراق المالية عليه تدخل الشركة في فترة انتظار Waiting Period. وأثناءها تبدأ الشركة مناقشاتها مع الضامنين والمستثمرين المحتملين لتحديد حجم وسعر الإصدار. ويمكن الاسترشاد في هذا الإطار بعدة عوامل، منها: ظروف السوق المالية، والقانون الأساسي للشركة المحدد لعدد الأسهم التي يمكن للشركة أن تصدرها والقيمة الاسمية للسهم، والأداء المالي للشركة، ونسب السعر إلى الأرباح لأسهم المنافسين الرئيسيين للشركة، وحسابات التدفقات النقدية المخصومة. كما يمكن أن تقوم الشركة بنشر نشرة الإصدار الأولية وتوزيعها على عموم المستثمرين للحصول على مؤشرات أولية عن الإصدار وحجم الطلب، بالإضافة إلى ذلك، يمكن للشركة بمعية الضامن الذي يتولى البناء الدفتري، القيام بجولات ميدانية Road Shows للحديث مع المستثمرين المحتملين والنظر في اهتماماتهم وعروضهم بشأن كمية الإصدار المحتملة التي يرغبون في شرائها، والحد الأقصى للسعر الذي يمكن أن يدفعوه، وغيرها من المعلومات التي تستخدم في تحديد سعر الإصدار الذي سيدرج في نشرة المعلومات. وفي ختام هذه الجولات، تجري الشركة عملية التحقق الشامل Due Diligence بعقد اجتماع لفريق الطرح العام للتأكد من جميع الوثائق والمعلومات المتعلقة بالإصدار.

- **إعداد نشرة المعلومات (الإصدار) وتوزيعها:** فور الحصول على مصادقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل تقوم الشركة بإصدار نشرة المعلومات التي ستوضع تحت نظر عموم المستثمرين والمتعاملين في السوق المالية.

- **عقد اتفاقية التغطية مع أحد أو مجموعة من بنوك الاستثمار:** تتضمن الاتفاقية التعهدات والضمانات من قبل الأطراف. ويلي ذلك فتح الباب لتلقي الاكتتابات العامة على الأوراق المالية المصدرة. وتسمى أول 25 يوما التي تلي عرض البيع الفترة الهادئة Quiet Period. وخلال سريان مدة البيع، تكلف بنوك الاستثمار الضامنة بتقديم تقارير متابعة بحثية.

---

[1]. يسمح للشركة بتوزيع نسخة أولية من النشرة التمهيدية تحمل عنوان بالخط الأحمر العريض (لذلك يطلق عليها الرنجة الحمراء Red Herring) قبل أن تصادق لجنة الأوراق المالية على تقرير التسجيل.

[2]. تسمح هيئة الأوراق المالية للشركات الكبيرة بالتقدم بتقرير تسجيل واحد وتحصل على مصادقة مسبقة تغطي خطط التمويل لمدة تصل إلى سنتين في المستقبل. ويمكن عمل الإصدارات الفعلية بعد ذلك بمرونة وبقليل من الوقت والإجراءات الإدارية الإضافية، كلما احتاجت الشركة إلى رؤوس الأموال، أو اعتقدت أنها تستطيع أن تصدر أوراقا مالية بسعر جذاب. ويطلق على هذا "تسجيل الرف Shelf Registration"، حيث يوضع تقرير التسجيل "على الرف" لاستخدامه حسب الحاجة.

- **إجراء عملية الإقفال Closing:** بتسليم الأوراق المالية إلى متعهد التغطية واستلام قيمتها في اجتماع لجميع الأطراف ذات العلاقة. وعادة يكون الإقفال بتاريخ يلي تاريخ نفاذ الطرح العام، مع مراعاة حجم الإصدار. فإذا كان الحجم صغيرا يكون الإقفال بعد استكمال مدة البيع (60 – 120 يوما)، أما إذا كان الإصدار كبيرا فيكون الإقفال بعد مرور أسبوع أو أسبوعين من تاريخ نفاذ الطرح العام أو سريان نشرة الإصدار.
- **تغطية الإصدار:** بعد إقفال عملية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، تقوم الجهة المصدرة بمعية متعهدي التغطية بتقييم عملية الاكتتاب. ويمكن أن تفرز هذه العملية ثلاث سيناريوهات، وهي:
  - ✓ **حالة التغطية الكاملة للإصدار:** وهي الحالة المرغوبة من الجهة المصدرة.
  - ✓ **حالة التغطية غير الكاملة للإصدار:** يتم إلغاء عملية الاكتتاب أو الاكتفاء بما تم تحصيله. كما قد يكون البديل بالدخول في ترتيب الكل أو لا شيء all-or-none. وفي هذه الحالة، إما أن يتم بيع كامل الإصدار بسعر البيع المتفق عليه أو تلغى الصفقة ولا تتلقى الشركة المصدرة شيئا.
  - ✓ **حالة التغطية الفائضة:** في حالة تغطية الإصدار بأكثر من الكمية المطلوبة، تلجأ الشركة للاحتكام إلى عمليات التخصيص أو المحاصصة للأوراق المالية على المكتتبين، على أساس النسبة المقررة في نشرة المعلومات، أن تخصص لكل مكتتب نسبة معينة من الإصدار.
- **دفع تكاليف الإصدار الجديد:** يحصل الضامنون في العادة على أجر في صورة فرق بين سعر البيع وسعر الشراء للأوراق المالية المعروضة للاكتتاب. ويحتفظ بنك الاستثمار الرئيسي- بنسبة من هذا الفرق، ويستخدم نسبة أخرى من الفرق في دفع رسوم الضامنين الآخرين الذين شاركوا في شراء الإصدار، وتذهب النسبة المتبقية إلى الشركات التي توفر قوة المبيعات. وبالإضافة إلى رسوم ضمان الاكتتاب، يشمل الإصدار الجديد على تكاليف إدارية كبيرة، فقد يستدعي إعداد تقرير التسجيل والنشرة التمهيدية مشاركة الإدارة، ومستشارون قانونيون ومحاسبون، إضافة إلى ذلك يمكن أن تدفع الشركة رسوما نظير تسجيل الأوراق المالية الجديدة، وتكاليف الطباعة والبريد، وما إلى ذلك.

ب. سعر الإصدار:

يسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار. وقد يختلف هذا السعر عن القيمة الاسمية للورقة المالية. ويرجع ذلك إلى وجود تكلفة الإصدار التي يمكن أن تصل إلى 2.5 % من القيمة الاسمية للورقة، أو إلى وضع معدلات الفائدة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار السائد في السوق. ففي حالة زيادة قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية، فإن الفرق بين القيمتين يطلق عليه علاوة الإصدار، وتسجل ضمن حقوق حملة الأسهم كمصدر من مصادر التمويل. وفي الحالة العكسية، أي عندما يكون سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية، تتعرض الورقة المالية لخصم على قيمتها الاسمية، ويقال أنها بيعت بخصم. لذلك عندما تتحول أي شركة إلى العمومية يكون من الصعب جدا على ضامني الاكتتاب تقدير ما سيكون المستثمرون على استعداد لدفعه في مقابل الأسهم. وفي بعض الأحيان يساء تقدير الطلب بصورة درامية. غير أن الكثير من بنوك الاستثمار والمؤسسات الاستثمار تجادل بأن التسعير بأقل من المستحق للعروض العامة الأولية Underpricing of IPOs يكون في مصلحة الشركة المصدرة. وذلك لأن سعر البيع المنخفض يرفع سعر الأسهم عندما يتم تداولها لا حقا في السوق، مما يعزز من مقدرة الشركة على تعبئة المزيد من رأس المال مستقبلا.

قد ينص نظام الإصدار على وجوب دفع المستثمرين لكامل قيمة الأوراق المالية عند الاكتتاب أو دفع جزء منها. وعادة ما يشار إلى ذلك في وثيقة أو شهادة الورقة بعبارة "مدفوع كليا، أو مدفوع جزئيا". وعند قيد الورقة المالية في

السوق الثانوية، ليس هناك ما يضمن بيعها بسعر الإصدار، فقد يتم التداول بسعر يختلف عن سعر الإصدار، يسمى سعر التداول أو سعر السوق الذي يتحدد بمجموعة من العوامل الموضوعية والذاتية.

ثانيا. الطرح (الاكتتاب) الخاص Private Offering:

يقصد بالطرح الخاص عملية بيع الشركة لإصداراتها الجديدة من الأوراق المالية لمجموعة محددة من المستثمرين (على أن لا يزيد عددهم عن حد معين) من المؤسسات المالية والأفراد بموجب صفقات خاصة. وبمقتضى هذا الطرح، تكون لدى الجهة المصدرة معرفة مسبقة بنوعية المستثمرين المكتتبين قبل الإصدار، والحرية التامة في اختيار عدد المستثمرين ونسبة الملكية أو عدد الأوراق المالية المخصصة لكل مستثمر. وعلى عكس الطرح العام الأولي، تعفى عملية الاكتتاب في الطرح الخاص من شرط تسجيل الإصدار لدى هيئة الأوراق المالية، وبالتالي فهي غير ملزمة بعمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، ومن ثم يمكنها تفادي خطر الانكشاف على الشركات المنافسة التي تخطط لإصدار جديد. وبذلك، يتوقع أن تكون تكلفة الإصدار الخاص أقل من عمل إصدار عام. وتشكل هذه ميزة خاصة للشركات التي تقوم بعمل إصدارات صغيرة من الأسهم والسندات. ويتم الاكتتاب في الطرح الخاص بناء على مذكرة معلومات داخلية يتم تقديمها للمستثمرين المرتقبين لدراستها، وتخطر بها هيئة الأوراق المالية للاطلاع عليها.

غير أن إحدى سلبيات الطرح الخاص هي أن المستثمر لا يستطيع إعادة بيع الورقة المالية بسهولة، ولهذا السبب فإن المستثمر عادة ما يدفع سعرا منخفضا عند الاكتتاب للتعويض عن مخاطر السيولة المرتفعة للطرح الخاص. ويتم التخصيص في حالة التغطية الفائضة حسب رغبة المؤسسين والمستثمرين الاستراتيجيين، أو بحسب نظام المزايدة على السعر والكمية.

ثالثا. الطرح (الاكتتاب) المغلق:

في ظل هذا النوع، تقوم مجموعة من المؤسسين بتكوين شركة مغلقة أو عائلية. وبموجب عقد التأسيس قد بإصدار أسهم اكتتاب لبعض المستثمرين الآخرين ذوي العلاقة. وتدعى هذه الشركات بـ **"الشركات العائلية أو الشركات الخاصة (المغلقة)"**. ولا توجد هناك متطلبات أساسية للاكتتاب، عدا ما يتم تقديمه من مستندات تؤكد توقيع المؤسسين على عقد التأسيس والنظام الأساسي وسداد رأس المال بالبنك متلقي الاكتتاب.

2. 2. السوق الثانوية Secondary Market:

تؤدي الأسواق المالية دورا محوريا في ربط أعضاء السوق الأولية المحتاجين للأموال مع أصحاب الفائض المالي. لذلك فإن نشاط السوق الأولية يبتدئ من لحظة إصدار الأوراق المالية وينتهي بمجرد تصريف هذه الأخيرة على جمهور المستثمرين. غير أن هؤلاء المستثمرين قد يحتاجون إلى السيولة في أي وقت لإتمام معاملاتهم؛ ولأجل هذا الغرض وجدت السوق الثانوية.

تعرف السوق الثانوية بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية (أسهم وسندات ومشتقات وغيرها من الأدوات) التي سبق إصدارها في السوق الأولية. وتدعى أيضا بسوق الإصدارات القديمة. وهي تمثل مكانا لالتقاء المشترين والبائعين للأدوات المالية من خلال الأوامر المتدفقة من الزبائن إلى الوسطاء والسماسرة الذين توكل إليهم مهمة صناعة السوق.

وزيادة في إيضاح مفهوم السوق الثانوية، يمكن إبراز الخصائص التالية:

أولا. تعد السوق الثانوية سوقا مستمرة للمتاجرة في الأدوات المالية، إذ يلجأ المتعاملون إليها لا بقصد المشاركة الفعلية، بل لغرض زيادة الثروة من خلال العوائد المتأتية من الأرباح الموزعة (بالنسبة للأسهم) والفوائد (بالنسبة للسندات) والأرباح الرأسمالية، فضلا عن الحصول على السيولة وقت الحاجة إليها بإعادة بيع الأوراق المالية المملوكة، أو للرغبة في الانتقال إلى

فرصة استثمارية أخرى ذات ربحية أكبر، أو لأسباب أخرى. وقيام السوق الثانوية بهذا الدور يشجع المستثمرين على شراء الأدوات المالية من السوق الأولية؛ فلو علم المكتتبون عدم قدرتهم على بيعها لاحقا لأحجموا عن شراء الإصدارات الجديدة من السوق الأولية. ويعني هذا أن هناك علاقة وطيدة بين هذه السوقين، فلولا السوق الأولية لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية من أوراق مالية، كما أنه لا نجاح للسوق الأولية بدون وجود السوق الثانوية.

ثانيا. يتم تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات بطريق القيد في سجلات الشركة إذا كانت اسمية، أو بطريق التسليم إذا كانت لحامله. ويعتبر هذا الأخير هو المالك في نظر الشركة.

ثالثا. يجري التعامل في السوق الثانوية بين المتعاملين، من غير أن تكون الشركة المصدرة للورقة المالية طرفا في هذه المعاملات. وبالتالي فلا تحصل الشركة من جراء ذلك على أموال. إلا أن قيد أوراقها المالية في قوائم السوق يجلب لها عدة فوائد منها:

- الإعلان الدائم عن الشركة وعن فرصها الاستثمارية وامتيازاتها، مما يكسبها شهرة يتوقع أن تترك أ ر ا جيدا على مبيعاتها.
- التعرف على المركز الائتماني والمالي للشركة وأسعار أوراقها المالية. ويسهل ذلك من عملية تقييم أصولها وإجراءات الحصول على رؤوس الأموال وقت الحاجة إليها.
- الرقابة على أداء مديري الشركات. ومن شأن ذلك أن يكون له ضغط ايجابي على الطاقم الإداري في اتجاه تحسين الوضعية المالية والتنافسية للشركة في سوق الأعمال، وتعظيم ر وة الملاك.
- يعزز الإدراج من شفافية المعاملات المالية والاقتصادية.

وتنقسم السوق الثانوية وفقا لتنظيمها وطبيعة المتعاملين وأسلوب التعامل إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة (السوق غير الرسمية) والسوق الثالثة والسوق الرابعة. وفيما يلي بيان كل منهما على حدة.

أ. السوق المنظمة Organized Market:

ويطلق عليها سوق المزاد، والسوق الرسمية، والبورصة.[1] وهي سوق تنعقد في أماكن فعلية محددة وفي أوقات دورية (منتظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين. وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أشخاص مختصون مرخص لهم. ويتكون الأعضاء من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة. ويمتلك كل عضو في قاعة التداول Floor Trading مقعدا Seat محدد يعطي لمالكه الحق بفي التدخل والتعامل ضمن السوق.

---

[1]. هناك عدة أنواع من البورصات، مثل بورصات الأوراق المالية، وبورصة العملات، وبورصة البضائع وتسمى بورصة التجارة، أو بورصة العقود، حيث يجري التعامل فيها ببيع وشراء المنتجات الزراعية والصناعية، مثل: السكر، والقطن، والقمح، والمطاط، والمعادن، والمواد الولية كالبترول. ويعود أصل كلمة بورصة، حسب بعض الروايات، إلى اسم تاجر بلجيكي من مدينة بروج يدعى **فان در بورص** Van der Beurse كان يملك فندقا يجتمع فيه التجار لبيع بضائعهم وتسوية معاملات الصرف وإصدار بوالص التأمين والشحن، ومن ثم أطلق لفظ البورصة على كل مكان يجتمع فيه التجار لإجراء شتى المعاملات التجارية والمالية. وقيل إن التسمية تعود إلى الشعار الذي رسمه هذا التاجر على فندقه، دلالة على مهنته، وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، وذلك أن كلمة Bourse في اللغة الجرمانية تعني كيس النقود.

يقتصر التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية المستوفية لمتطلبات الإدراج Listing Requirements. وتختلف هذه المتطلبات من سوق لأخرى، غير أنها ترتبط في الغالب بعدد المساهمين، وعدد الأوراق المالية المصدرة، وصافي الربح المحقق في السنوات السابقة على طلب التسجيل في البورصة، ومقدار قيمة أصول الشركة وحجم رأسمالها.

تنقسم السوق المنظمة بحسب حجم الشركة والموقع الجغرافي إلى سوق عالمية، وسوق وطنية وإقليمية ومحلية. ويقصد بالسوق العالمية تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق. وتتسم الشركات المدرجة في هذه الأسواق عادة بالحجم الكبير. ومن أهم الأسواق العالمية Global Markets، بورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange (NYSE)، البورصة الأمريكية للأسهم Amirican Stock Exchange (AMEX)، ومجلس شيكاغو للتداول، بورصة طوكيو وبورصة لندن للأوراق المالية. أما الأسواق الوطنية فيتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد. وإذا كانت أصغر من ذلك فإن نطاق تعاملها يقتصر على الأسواق الإقليمية Exchanges Regional ثم يضيق ليقتصر على الأسواق المحلية Local Markets.

ب. السوق غير المنظمة Unorganized Market:

يطلق عليها لفظ السوق غير الرسمية، والسوق الموازية. وتشتمل على المعاملات التي تجري خارج البورصة، ولذلك تسمى بسوق المعاملات على المنضدة "Over–the-Counter Market" تمييزا لها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة. وعلى عكس السوق المنظمة أو البورصة لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء المعاملات، فهي شبكة اتصالات إلكترونية (ECN) تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

تتم عملية التداول في هذه السوق بطريقة التفاوض بين المستثمرين والسماسرة الذين ينشرون طلبات الشراء وعروض البيع والأسعار على شبكة الاتصالات الالكترونية لتحديد السعر النهائي للصفقة. ويعتبر كل سمسار في هذه السوق بمثابة صانع السوق Market Maker على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة. وغالبا ما يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في السوق المنظمة، وذلك تجنبا للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات.

وجدير بالإشارة أن إطلاق **صفة غير المنظمة** على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأي رقابة قانونية أو إجراءات تنظيمية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا، لا يسمح لبيوت السمسرة التي ترغب في التعامل في السوق غير المنظمة إلا إذا كانت عضوا في الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية National Association of Securities Dealers (NASD)، وهي شخصية اعتبارية مستقلة ترخص للسماسرة وتضع شروط العضوية وتتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد التنظيمية الخاصة بنشر الأسعار وإجراء المعاملات، كما تشرف على عمليات التداول في شبكتها المحوسبة التي تدعى نظام الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية للتسعير الآلي **ناسداك**" (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) NASDAQ.[1]

جـ. السوق الثالثة Third Market:

[1] يشتمل هذا النظام على أسهم تعود ملكيتها لحوالي 5000 شركة أغلبها شركات تقنية عالمية، مثل: Microsoft، وIntel. ولا يتم تداول جميع هذه الأسهم ضمن سوق واحدة، حيث يتم إدراج أسهم الشركات الكبرى في سوق Nasdaq الوطنية، في حين تدرج أسهم شركات أصغر في سوق Nasdaq للرساميل الصغيرة Nasdaq Smal Cap. وتعد سوق Nasdaq من أكبر الأسواق العالمية تعاملا على أساس الشاشات الالكترونية منذ تأسيسها عام 1971.

برزت هذه السوق في الولايات المتحدة الأمريكية مع مطلع الستينيات من القرن العشرين كسوق منافسة للأسواق المنظمة وغير المنظمة. وقد جاء نموها استجابة لرغبة المستثمرين في تخفيض تكاليف الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة غير القابلة للتفاوض. يتم تداول الأوراق المالية في السوق الثالثة بما فيها تلك المدرجة في الأسواق المنظمة أو البورصات، وذلك من خلال بيوت السمسرة غير الأعضاء في البورصات، والذين يبدون استعدادا لشراء وبيع الأوراق المالية مهما كانت كميتها. ويمكن النظام المتبع في الصفقات الكبيرة التي تعقدها مؤسسات الاستثمار الكبرى (مثل صناديق التقاعد، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار) في هذه السوق من التفاوض على قيمة العمولة بين الأطراف المتعاقدة. وعلى عكس البورصات، توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق غير المنظمة إمكانية تخفيض تكاليف الصفقات بمنح خصم على العمولة بالإضافة إلى الحصول على أفضل الأسعار، فضلا عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة. وترجع قدرة بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالثة على منح خصم على العمولة إلى محدودية الخدمات التي تقدمها بالإضافة إلى تمتعها بالإعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة.

د. السوق الرابعة Forth Market:

تتكون هذه السوق من مجموع الصناديق الاستثمارية الكبيرة والأفراد ذوي الثراء الذين يبيعون ويشترون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم في طلبيات كبيرة دون تدخل وسطاء السوق. وتتألف من شبكة اتصالات الكترونية تربط المتعاملين بالصفقات الكبيرة، حيث يقوم الوسطاء في هذا النظام بالإعلان عن رغبات عملائهم وتسهيل عملية التفاوض المباشر ما بين الأطراف المتعاملة مقابل عمولة زهيدة. وعادة ما تكون تكاليف التعامل بالصفقات الكبيرة في السوق الرابعة منخفضة عما هو سائد في الأسواق الأخرى. ويتجه المستثمرون في هذه السوق إلى التعامل مع بعضهم مباشرة للاستفادة من مزايا انخفاض الأسعار التي يتيحها نظام التفاوض وتحقيق وفورات في عمولات الوساطة، فضلا عن إتمام الصفقات بسرعة كبيرة.

وبسبب هذه المزايا، أصبحت السوق الرابعة منافسا قويا للأسواق المنظمة. ومن الملاحظ أن نموها قد دفع العديد من أسواق الأوراق المالية العالمية إلى بلوغ كفاءة تشغيلية عالية، ذلك أن نشاط السوق الرابعة قد أجبر السماسرة والتجار في الأسواق المنظمة على تخفيض تكاليف الصفقات.

VII. مؤشرات تطور الأسواق المالية:

لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الاقتصادي للب عمد الاقتصاديون إلى إعداد مجموعة من المؤشرات أطلق عليها مؤشرات تطور كفاءة سوق رأس المال. وتضم مؤشر حجم السوق، ومؤشر السيولة، ومؤشر درجة التمركز، ومؤشر درجة التقلب أو التذبذب، ومؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية، بالإضافة إلى مؤشري درجة الاندماج (التكامل) وتطور الهيكل المؤسسي- والتنظيمي للسوق (*Levine, Demirguc- Kunt, pp.1993, 5 -6*).

تساعد هذه المؤشرات على فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي ممثلا بنمو الاستثمارات. وفضلا عن ذلك، تسمح للاقتصاديين وصناع القرار بإجراء المقارنات بين الأسواق المالية المختلفة، وبالتالي ترتيبها حسب درجة تطورها وقدرتها على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ.

1. مؤشر حجم السوق:

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في السوق المالية. فكلما اتسع حجمها كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها. ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق.

يقاس معدل رسملة السوق Market Capitalization لبورصة ما في بـ معين بنسبة رأس مالها السوقي- والذي يمثل القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذا البـ في سنة محددة، وذلك على النحو الذي توضحه المعادلة أدناه.

معدل رسملة السوق المالية (%) = (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة ÷ الناتج المحلي الإجمالي) 100

ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار وتوسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتنويع المخاطر وتحسين معدلات النمو الاقتصادي.

ويقصد بالشركات المدرجة حسب تعريف الاتحاد الدولي للبورصات جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت شركة محلية أو أجنبية. كما تتضمن قائمة الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة المرخصة.

وعمليا، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وتوسع قاعدتها الاستثمارية وارتفاع حجم استثماراتها بالتبعية. ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على عملية التنمية والتخصيص الكفء للاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة. ويسهم التنوع في الشركات المدرجة من ناحية أخرى في تنويع الفرص الاستثمارية الذي يسمح بالتخلص أو التقليل من حدة مخاطر الاستثمار والسيولة، نظرا لما يوفره التنوع في الشركات المدرجة من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة وإمكانية تكوين المحافظ المثلى، فضلا عن تنشيط التعامل على الأوراق المالية المتداولة.

2. مؤشر سيولة السوق:

على الرغم من تعدد مفاهيم سيولة السوق Liquidity إلا أن محللي الاستثمار عادة ما يستعلمون هذا المصطلح لـ لالة على إمكانية تحويل الأصول المالية إلى سيولة جاهزة، ويعني ذلك سهولة شراء وبيع الأصول المالية دون تكلفة باهظة من شأنها إحداث تغير كبير في القيمة السوقية لهذه الأصول من صفقة لأخرى. وتعد السيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية. فارتفاع درجة السيولة في السوق تشير إلى تحسن قدرة السوق على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف وتنفيذ الاستثمارات طويلة المدى، وهو ما من شأنه أن التأثير إيجابا على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى معدل النمو الاقتصادي للبـ .

وتقاس سيولة البورصة أو السوق المالية بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل الدوران. حيث يعبر معدل التداول Trading Ratio عن نسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى الناتج المحلي الخام للفترة ذاتها كما هو موضح في المعادلة الآتية:

معدل التداول (%) = (القيمة السوقية للأسهم المتداولة ÷ الناتج المحلي الإجمالي) 100

يعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي. ولإجراء التشخيص الدقيق بشأن السوق المدروسة، غالبا ما يتم الربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، فقد تكون السوق واسعة قياسا بمعدل الرسملة أو بعدد الشركات المدرجة، غير أنها غير نشطة لتدني معدل تداولها.

في المقابل، يقاس معدل الدوران Turnover Ratio بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي الرسملة البورصية للفترة ذاتها.

معدل الدوران (×) = (القيمة السوقية للأسهم المتداولة ÷ رسملة السوق)

فإذا كان هذا المعدل مساوٍ للواحد الصحيح في إحدى البورصات، فيعني ذلك أن الورقة المالية قد تم تداولها في هذه البورصة بمتوسط مرة واحدة في السنة. وتدل القيمة المرتفعة لهذا المعدل على انخفاض تكاليف المعاملات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابهامن قبل الأسعار. ومع ذلك، قد تو القيمة المرتفعة لهذا المعدل عن تعاظم نشاط المضاربة، سيما في الأسواق التي تعاني من ضعف في كفاءتها التسعيرية.

3. مؤشر درجة التركز:

يقصد بمؤشر درجة تمركز (تركز) السوق Market Concentration مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق. ويقاس هذا المؤشر بنسبة حصة أكبر عشر شركات من رسملة السوق أو من إجمالي قيمة التداول. وكلما انخفضت درجة التمركز كان ذلك مؤشرا على تطور كفاءة السوق. ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التمركز، لأن ذلك يوفر لهم فرص لتنويع المخاطر وإحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة، حيث تتصف بدرجة تمركز محدودة.

4. مؤشر درجة التذبذب:

يعتبر التقلب أو التذبذب Volatility في أسعار الأصول المالية وأسعارها أحد أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق المالية. ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الأصل المالي أو مؤشر أسعار السوق المالية خلال فترة زمنية معينة. ويقاس بدرجة الانحراف المعياري للأسعار أو للعوائد خلال فترة ما. كما يمكن أن تقاس تقلبات العوائد بمقياس آخر يدعى مقياس شوارت Schwert Measure. ويتميز بكونه مقياسا مشروطا للانحراف المعياري للعوائد أو الأسعار الأسبوعية.

وفي هذا الصدد، تتباين أراء الباحثين حول مدلولية هذا المؤشر، فبينما يرى البعض أن ارتفاع درجة التذبذب يعد علامة على تطور كفاءة السوق، انطلاقا من أن التذبذب في حد ذاته يشير إلى أن السعر يعكس فعلا المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، فإن البعض الآخر يشدد على أن انخفاض درجة التذبذب هو أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة السوق. وتأسيسا على هذه الفكرة، يتوقع أن يؤدي انخفاض درجة التذبذب في السوق إلى دعم ثقة المستثمرين في هذه السوق مما يسهم في زيادة الإقبال على الاستثمار في الأصول المالية المتداولة فيها.

وتعتبر الأسواق الناشئة في مجموعها من أكثر الأسواق تقلبا مقارنة بالأسواق المتقدمة. ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل أهمها: الافتقار إلى الأطر المؤسسية الكفيلة بالحد من أنشطة المضاربات العشوائية، وشيوع عمليات التداول الداخلية Inside Trading التي يقوم بها بعض المتعاملين في تلك الأسواق، والتأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة من قبل الأسعار، يضاف إلى ذلك اعتماد اقتصادات الأسواق الناشئة على مجموعة محدودة من القطاعات الصناعية، مما يعمق من حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات لمجرد انخفاض الطلب على صادراتها في الأسواق العالمية. كما يمكن أن يكون التقلب ناتجا عن محدودية الأدوات المالية المتاحة للتداول وعدم استمرارية عمليات التداول ذاتها، أو لضآلة التعاملات.

5. مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية:

يقصد بكفاءة تسعير الأصول الرأسمالية استجابة سعر الأصل المالي أو مؤشر السوق لكافة المعلومات المتاحة عن تلك الأصول بسرعة، بحيث لا يترك ذلك لبعض المستثمرين فرصة تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين. ولا ريب أن تطور البنية التنظيمية الحاكمة لنظام المعلومات في السوق، كالصحف المالية والمجلات والتقارير الدورية الصادرة عن الشركات، وتقارير مستشاري الاستثمار له دور هام في تطوير كفاءة التسعير.

ولاختبار هذا المؤشر، يمكن الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يسمح بمقارنة العائد الفعلي R بالعائد المتوقع من الاستثمار E(R). فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي، فذلك يعني أن الأصل المالي يباع بسعر يقل عن قيمته الحقيقية. ويتيح ذلك لحاملها فرصة جني مكاسب، لاحتمال ارتفاع سعر الأصل مستقبلا. وتقتضي الصيغة القوية لكفاءة التسعير انعدام الفرق بين المعدلين السابقين؛ $(E(R) - R = 0)$ تعبيرا عن الاستيعاب التام لسعر الأصل المالي للمعلومات الواردة إلى السوق.

6. مؤشر تطور البنية المؤسسية والتشريعية للسوق:

يتأ ر أداء السوق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة، فوجود القوانين والتشريعات الملزمة للشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة للاستثمار في الأدوات المالية يعزز ثقة المتعاملين في السوق. وإلى جانب ذلك، تؤ ر إجراءات التسوية والمقاصة والإدراج وهيكل الضرائب وتكاليف الصفقات على قرارات الاستثمار في السوق المالية، فالتباطؤ في تنفيذ وتسوية الصفقات لا يمكن بأي حال أن يشجع المستثمر على التوسع في استثماراته. وفي المقابل، فإن وجود القوانين الكفيلة بحماية المستثمرين من تلاعبات بعض الأطراف المشاركة في السوق، كقوانين حضر ومعاقبة كل من يسيء استغلال المعلومات المتاحة للأغراض الخاصة، إضافة إلى وجود هيئة تسهر على تطبيق القوانين من شأنه تحفيز المستثمرين على الاستثمار وتفادي المضاربة العشوائية التي تعرقل نظام التداول والتسعير الكفؤ.

وقد أشار من Levine & Demirguc-Kunt في دراستهما لتطور سوق الأوراق المالية والوساطة المالية إلى ثلاثة مؤشرات لقياس مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق المالية، وهي:

- مؤشر نشر الشركات المدرجة في السوق للمعلومات المتعلقة بالسعر والعوائد والمخاطر.
- مؤشر تطبيق معايير المحاسبة الدولية، وتوافر القوانين الخاصة بحماية المستثمرين.
- مؤشر حرية الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال. ويعمل هذا المؤشر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية.

7. مؤشر درجة التكامل المالي:

لقد أصبح مفهوم التكامل المالي Financial Integration بشكل عام، وتكامل الأسواق المالية على نحو خاص، مصطلحا مألوفا في الأدبيات المالية المعاصرة، بفضل امتداد العولمة إلى سائر الاقتصادات. ويقال عن أسواق الأصول الرأسمالية أنها متكاملة دوليا إذا كانت الأصول المرتبطة فيما بينها والمتداولة في سوقين وطنيتين مختلفتين لها نفس العوائد المتوقعة ومسعرة بالتساوي بغض النظر عن السوق الذي تتداول فيه .[1]

ويشير مفهوم التكامل من زاوية أخرى إلى الوضع الذي يكون فيه بإمكان المستثمرين في إحدى السوقين المتكاملتين شراء وبيع الأوراق المالية المتماثلة والمتداولة في السوق الأخرى دون قيود وبأسعار متماثلة بعد استبعاد أ ر سعر الصرف. يحدث ذلك لأن أنشطة المراجحة تعمل على تساوي العوائد على الأصول المتماثلة.[2]

---

[1]. *René M. Stulz, "A Model of International Assets Pricing," **Journal of Financial Economics**, 9 (1981), p. 383.*

[2]. *Hebalah El Serafie, Shahira F. Abdel Shahid, "World Stock Exchanges are Integrating/ Consolidating / Merging: What could be done by Arab Exchanges?" **Working Paper Series**, no. 2, Egypt: Cairo & Alexandria Stock Exchange (October 2002), p. 6.*

ومن هذه التعاريف يمكن تلخيص شرط تكامل الأسواق المالية في: "**تعادل الأسعار للأدوات المالية المتماثلة والمتداولة في شتى الأسواق المتكاملة.**" وهو ما يعرف بـ "قانون السعر الواحد" *Law of One Price (LOOP)*، الذي ينص على تماثل أسعار الأصول المتشابهة والمتداولة في سوقين وطنيتين متكاملتين.

وتكون الأسواق المالية المنطوية على مجموعة من الأدوات والخدمات المالية متكاملة بشكل تام إذا كان المتعاملون المتجانسون يواجهون مجموعة واحدة من القواعد عندما يقررون التعامل بتلك الأدوات أو الخدمات، إلى جانب تمتعهم بفرصة متكافئة للوصول إليها، كما يحصلون على نفس المعاملة في السوق.[1]

وبالتالي، فإن التكامل المالي هو عملية تصبح من خلالها الأسواق المالية المنفصلة عن بعضها منفتحة وموحدة لدرجة أن المتدخلين فيها يتمتعون بفرص متكافئة للنفاذ. ويستلزم ذلك إزالة العوائق الدولية والمحلية المفروضة على تداول الأصول والانتقال الحر لرؤوس الأموال بين الأسواق المالية المختلفة، بتطبيق سياسات التحرير المالي، كما يمكن أن يحدث بتقليص فعالية أدوات الرقابة على الأسواق المحلية بإلغائها أو إضعافها. وفي كلتا الحالتين فإن القوة الأساسية القائدة للتكامل تكمن في اندماج المصالح الخاصة.2

ويحتاج المرء للتمييز بحذر بين المصادر المختلفة للتكامل، فدرجة التكامل المالي لا تتوقف على الكفاءة الاقتصادية للب فحسب بل على درجة التقارب الحقيقي والمالي مع اقتصادات أخرى. وفي ظل الدرجة المرتفعة للتكامل تصبح المنطقة المتكاملة أكثر جذبا للاستثمار. ويسمح التكامل بين الأسواق إلى زيادة المنافسة بين المستثمرين، وتدفق رؤوس الأموال بين الأسواق، بالإضافة إلى زيادة فرص الاستثمار وتنويع الاستثمارات المتاحة لعموم المتعاملين.

VIII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

1. أسئلة للمراجعة:

س1. عرف النظام التمويلي، ثم أذكر الأسواق التمويلية ووظائفها الأساسية في هذا النظام.

س 2. يتداول الناس كثيرا مصطلحات: المال، النقود، رأس المال، معتقدين أنها تعني شيئا واحدا. باعتبارك متخصصا في الأسواق المالية هل توافقهم الرأي مع التعليل؟

س 3. على ضوء التقسيمات الرئيسية للأسواق المالية التي درستها، صنف الأدوات التالية حسب نوع السوق الذي تنتمي إليه:

القرض السندي، أسهم صيدال، أذونات الخزينة، سندات الشركات، شهادات إيداع، عملات صعبة، سيارات، بترول، قمح، عقارات وأراضي، صكوك الرهن العقاري، مشتقات مالية، قروض استهلاكية.

---

[1]. *Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet, "Measuring Financial Integration in the EURO Area," **Occasional Paper Series**, no. 14, ECB (April 2004), p. 6.*

[2]. *Surbhi Jain, N.R. Bhanumurthy, "Financial Markets Integration in India," **Asia-Pacific Development Journal**, Vol. 12, No. 2 (December 2005), p. 19.*

2. **أسئلة وأجوبة:**

أولا. الأسئلة:

س 1. تحدث عن نموذج التدفق الدوراني في نظام التمويل الحديث مبرزا دور السوق المالية فيه.
س 2. اشرح ما تعنيه المصطلحات التالية:

- الاكتتاب العام الأولي.
- الاكتتاب العام الثانوي.
- تقرير التسجيل.
- تسجيل الرف.
- أفضل (أقصى) الجهود.
- ناسداك NASDAQ.

س 3. حدد بدقة الفرق بين المصطلحات التالية:

- صناديق الاستثمار وبنوك الاستثمار.
- مزاد السعر التمييزي ومزاد السعر المنتظم.
- السوق الفورية والسوق الآجلة.
- سعر الفائدة المعلن وسعر الفائدة الفعلي.

س 4. من هم أصحاب رأس المال ومن هم مستخدموه؟ وكيف يتم نقل رأس المال بين هاتين الفئتين؟
س 5. ما هي أسباب انخفاض درجة المخاطرة في السوق النقدية؟

ثانيا. الأجوبة:

س 1. تحدث عن نموذج التدفق الدوراني في نظام التمويل الحديث مبرزا دور السوق المالية فيه.

ج. يتشكل نموذج التدفق الدوراني (أنظر الشكل المعطى في المحاضرات) من خمسة مكونات أساسية وهي: (1) سوق السلع والخدمات (سوق الإنتاج)، (2) سوق الموارد (سوق العوامل)، (3) وحدات الاستهلاك (قطاع العائلات)، (4) وحدات منتجة (قطاع الأعمال)، (5) سوق التمويل. تتفاعل هذه الأجزاء معا من خلال سوق التمويل مولدة العمليات المتسلسلة التالية:

- تتدفق السلع من سوق السلع إلى الوحدات المستهلكة؛
- تتدفق مكافآت السلع والخدمات والضرائب والرسوم عليها من الوحدات المستهلكة إلى سوق السلع؛
- تتدفق المنتجات من الوحدات المنتجة إلى سوق السلع؛
- تتدفق أثمان المنتجات من سوق السلع إلى الوحدات المنتجة؛
- تتدفق الخدمات الإنتاجية من سوق الموارد إلى الوحدات المنتجة؛
- تتدفق الأجور والتعويضات والمداخيل من الوحدات المنتجة إلى سوق الموارد؛

- تتدفق الخدمات الإنتاجية من الوحدات المستهلكة إلى سوق الموارد؛
- تتدفق الأجور والتعويضات والمداخيل من سوق الموارد إلى الوحدات المستهلكة؛

- **تتم كافة التحويلات النقدية الاقتصاد الوطني، من أجور وتعويضات ومداخيل وضرائب وادخارات وقروض وتمويلات، من خلال أسواق التمويل الوطنية والدولية (المؤسسات المالية والأسواق المالية).**

س 2. اشرح ما تعنيه المصطلحات التالية:

- **الاكتتاب العام الأولي:** يحدث ذلك عندما تتجه الشركة إلى العمومية بطرح أسهم جديدة للبيع للجمهور العام أملا في تجميع رؤوس أموال إضافية.
- **الاكتتاب العام الثانوي:** ويحدث بقيام مؤسسي الشركات والرأسماليين المغامرين وحملة الأسهم الموجودين ببيع أسهمهم القائمة. وتحدث بعض أكبر عمليات الاكتتاب العام الثانوي بقيام الحكومات ببيع محمولاتها من أسهم الشركات ضمن ما يعرف بالخصخصة الجزئية للشركات العامة.
- **تقرير التسجيل:** يعد هذا التقرير وثيقة تفصيلية تتضمن معلومات كافية يمكن أن تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري، كالإفصاح عن طبيعة نشاط الشركة المصدرة، وخصائصها الاستثمارية (الأرباح، والمخاطر الاستثمارية)، وخططها المستقبلية، وهيكلها الإداري والمالي، وتاريخ بداية الاكتتاب وتاريخ نفاذ سريانه، بالإضافة إلى الملحقات الخاصة بالقوائم المالية التاريخية للشركة موثقة من قبل محاسب قانوني مستقل. وتوزع أكثر أقسام تقرير التسجيل أهمية على المستثمرين في صورة نشرة تمهيدية أو نشرة المعلومات.
- **تسجيل الرف:** هو تقرير يسمح للشركات الراغبة في الإصدار بإجراء تسجيل واحد لدهى هيئة الأوراق المالية وتحصل على مصادقة مسبقة تغطي خطط التمويل لمدة تصل إلى سنتين في المستقبل. ويمكن عمل الإصدارات الفعلية بعد ذلك بمرونة وبقليل من الوقت والإجراءات الإدارية الإضافية، كلما احتاجت الشركة إلى رؤوس الأموال، وبتكلفة تمويلية أقل.
- **أفضل (أقصى) الجهود:** أسلوب يتبعه بنك الاستثمار المصدر في تسويق ما يصدر من أوراق مالية، بحيث لا يضمن بنك الاستثمار هنا تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، وإنما يقتصر نشاطه على بذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، مقابل أجر متفق عليه، على أن يعيد الأوراق التي لم تبع إلى الشركة المصدرة. وتلجأ بنوك الاستثمار إلى هذا الأسلوب عندما يكون بيع الأوراق المالية محفوفا بمخاطر تصريف مرتفعة بشكل خاص.
- **ناسداك NASDAQ:** هي شبكة محوسبة ترمز إلى نظام الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية للتسعير الآلي، تشتمل على أسهم تعود ملكيتها لحوالي 5000 شركة أغلبها شركات تقنية عالمية، مثل: Microsoft، وIntel. وتعد سوق Nasdaq من أكبر الأسواق العالمية غير المنظمة والأكثر تعاملا على أساس الشاشات الالكترونية منذ تأسيسها عام 1971.

س 3. حدد بدقة الفرق بين المصطلحات التالية:

- **صناديق الاستثمار و بنوك الاستثمار:**

- **صناديق الاستثمار:** هي أوعية مالية تقوم بجمع أموال المدخرين من مختلف الفئات، وتصدر في مقابلها أسهما أو شهادات استثمار غير مباشرة لإثبات حقوق المساهمين في الصندوق، ثم تقوم باستثمار تلك الأموال لصالح هؤلاء المدخرين في محافظ منوعة ومشتملة على مزيج من الأدوات المالية.
- **بنوك الاستثمار:** هي مؤسسات مالية متخصصة في تسويق الإصدارات المالية الجديدة المطروحة في السوق الأولية، إما تسويقا فقط مقابل عمولة محددة، أو مع ضمان تصريف تلك الإصدارات بسعر متفق عليه، متحملا مخاطر عدم التصريف.

- **مزاد السعر التقييزي ومزاد السعر المنتظم:**

- **مزاد السعر التقييزي:** يطلب فيه من كل رابح للصفقة أن يدفع السعر الذي عرضه.
مزاد السعر المنتظم: ويطلب فيه من الرابحين للصفقة دفع أقل سعر للمتقدمين الرابحين.

- **السوق الفورية والسوق الآجلة:** تختلف السوق الفورية أو الآنية Spot or Cash Market عن السوق الآجلة من حيث أجل تسليم الأصول محل التعامل. ففي السوق الفورية يتم التسليم والاستلام بين طرفي الصفقة (تنفيذ العقد) فور إتمام الصفقة مباشرة، أما السوق الآجلة Future Market فيتم فيها إجراء المعاملات من خلال اتفاقات وعقود يتم تنفيذها في تاريخ مستقبلي محدد. وعادة ما يلجأ إليها المستثمرون للتغطية من مخاطر تقلب أسعار الأصول محل التعامل، أو لغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين، أو لتحقيق الهدفين معا. ويمكن إجمال الفروق الأخرى بين السوقين في النقاط التالية: الغرض من العقد، دور الدفعة المقدمة (الهامش)، ربح طرفي العقد، صفقات الخيار.
- **سعر الفائدة المعلن وسعر الفائدة الفعلي:** يختلفان هذان السعران باختلاف أوقات الدفع، نظرا لإمكانية استثمار الفائدة نفسها. فكلما كان دفع الفائدة أسرع كان سعر الفائدة الفعلي أعلى من سعر الفائدة المعلن من البنك، بسبب إمكانية الحصول على مردود إضافي من خلال قيام المستثمر بإعادة استثمار الفائدة المحصل عليها.

س 4. من هم أصحاب رأس المال ومن هم مستخدموه؟ وكيف يتم نقل رأس المال بين هاتين الفئتين؟

ج. أصحاب رأس المال هم فئة الفائض المالي (المدخرين والمقرضين)، ويقابلهم أصحاب العجز المالي (المقترضين والطالبين لرؤوس الأموال) وهي الفئة المستخدمة للأموال الفائضة. ويتم نقل رأس المال بين هاتين الفئتين من خلال ثلاث قنوات مختلفة، وهي: التحويل المباشر (اللاوساطة المالية)، والتحويل من خلال البنوك الاستثمارية، والتحويل من خلال الوسطاء الماليين (الوساطة المالية).

س 5. ما هي أسباب انخفاض درجة المخاطرة في السوق النقدية؟

ج. تتسم السوق النقدية بإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها لسببين هما:

* تدني درجة المخاطرة النقدية Money Risk (تذبذب الأسعار والعوائد).
* انخفاض درجة المخاطرة الائتمانية Credit Risk (مخاطرة التوقف عن السداد).

الفصل الثاني:

الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

V. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.
VI. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.
VII. الأدوات المالية المشتقة.
VIII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.

الأهداف التعليمية:

- إدراك معنى الأدوات المالية.
- التعرف على قائمة الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.
- التعرف على مجموعة الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.
- تكوين فكرة عن الأدوات المالية المشتقة.
- أسئلة وتمارين للتقويم الذاتي.

تمهيد:

تمثل الأدوات المالية، أو الأصول المالية، أو الأوراق المالية، جوهر التعامل في سوق الأوراق المالية، فهي عصب حياتها وأساس قيامها بوظائفها. وتعبر "**الأدوات المالية**" عن مستندات تحوي شروطا تعاقدية بين حامل الورقة المالية والجهة المصدرة لها، إذ تخول له جملة من الحقوق من بينها الحق في الحصول على نسبة معينة من العائد أو الفائدة، و أو جزء من أصول الجهة المصدرة (مزاهدية، 2007، ص. 17).

تصنف الأدوات المالية وفقا لآجال استحقاقها إلى أدوات مالية متداولة في السوق النقدية وأدوات مالية متداولة في سوق رأس المال.

I. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.

تتعامل السوق النقدية في الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد. وعادة ما تكون هذه الأوراق قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة على الأكثر منذ إصدارها. هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية بيعها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر. ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السداد ومحدودية تذبذب قيمتها، فإنه يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، وقد لا يتجاوز معدل التضخم.

في بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما، وذلك بشراء الورقة بقيمتها الاسمية على أساس سعر فائدة معين، أو بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق. ويمثل الفرق مقدار الفوائد. وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في سوق النقد، وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها (بوراس، 2003، ص ص. 89 - 90).

ومن جملة تلك الأدوات: الأوراق التجارية، أدوات الحساب الجاري، أذونات الخزينة، شهادات الإيداع، القبولات المصرفية، اتفاقيات إعادة الشراء، اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي، قروض الدولار الأوروبي.

1. الأوراق التجارية Commercial Papers:

هي أدوات مالية قصيرالأجل تصدر عادة لحاملها، من طرف الشركات الكبيرة (شركات الإنتاج والتكنولوجيا والخدمات والتأمين) التي تتميز بملاءة مالية قوية وبسمعة طيبة في السوق. تتراوح آجال استحقاقها بين 3 أيام و270 يوما (9 أشهر).[1] قد يتم إصدارها بخصم على قيمتها الاسمية، وعندها يحصل المستثمر على القيمة الاسمية من البنك الوكيل عند

[1]. يعود السبب في تحديد الحد الأقصى لأجل استحقاق الورقة التجارية بـ 270 يوما إلى القيود التي تضعها هيئة الأوراق المالية لا سيما في الدول المتقدمة، ومنها ضرورة تسجيل الأوراق التجارية التي يزيد تاريخ استحقاقها عن 270 يوما لدى هيئة السوق، مما يحمل الشركة

تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة المدفوعة فائدة على القرض الممنوح. كما يمكن أن تصدر بمعدل فائدة محددة وبقيمة اسمية معينة، بحيث يقبض حاملها قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى الفائدة المحددة (محروس، 1993، ص. 33).

يمثل الغرض الأساسي من إصدارها في حصول الشركات على قروض قصيرة الأجل لتمويل احتياجاتها الموسمية وأنشطتها التشغيلية والتجارية، مثل: تغذية المخزون بشتى السلع، دفع الأجور، ودفع أي التزامات أخرى تستحق في غضون فترة قصيرة وبالتالي فهي تمثل إثباتا خطيا للالتزامات المترتبة عن مختلف المعاملات، ووعد بالدفع للغير نظير الحصول على قروض وتسهيلات قصيرة الأجل. لهذا فهي تعبر عن مصدر هام لتمويل جزء من رأس المال العامل في الاقتصاد. ويتم تسويق الأوراق التجارية إما مباشرة من قبل الشركات المقترضة وتوزيعها على المستثمرين، أو بواسطة مؤسسات وسيطة متخصصة في تسويقها وتوزيعها على المقرضين من المؤسسات والشركات (محروس، 1993، ص ص. 32 - 33)، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق معاشات التقاعد، وصناديق الاستثمار، وشركات الأعمال، وبعض الأفراد

ومن الملامح الأخرى للورقة التجارية ما يلي (مفلح، 2007 ص ص. 148 – 149؛ بوراس، 2003، ص. 91):

- تشكل هذه الأوراق تعهدا غير مضمون - عادة - بأصل من أصول الجهة المصدرة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هي سمعة المنشأة المصدرة لها ومكانتها في السوق، والتي على أساسها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق. وغالبا ما تحمل الإصدارات غير المضمونة تصنيفا ائتمانيا عاليا تصدره مؤسسات التصنيف الائتماني المعروفة مثل: Fitch Ratings، S&P، Moody's، وذلك رغبة منها في حماية المستثمرين وإعلامهم بأسماء الشركات الموثوقة.
- نظرا لالتزام البنوك التجارية بسداد قيمة الأوراق التجارية فإن مخاطر الاستثمار فيها تكون محدودة، ومن ثم يتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا وقريبا من معدل الفائدة على القبولات المصرفية وشهادات الإيداع، ومرتفعا نسبيا عن العائد المتحقق على الاستثمار في أذونات الخزينة بسبب أنها غير مضمونة، وارتفاع مخاطرها الائتمانية والتسييلية، وخضوع دخلها للضريبة.
- عادة ما تحصل المنشأة المصدرة لها على خطوط ائتمان Credit Lines مفتوحة لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاها تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق.
- تعتبر هذه الأوراق من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، كما أن قيمتها الاسمية لا تتغير كثيرا لقصر عمرها. وتصدر غالبا لحاملها وبفئات مختلفة، وآجال متعددة، مما يجعلها قابلة للتداول في السوق الثانوية، التي تتكون من البنوك التجارية، وبعض بيوت السمسرة.
- رغم أن الأوراق التجارية تشكل ثلث مبيعات أسواق النقد، إلا أن أسواقها الثانوية غير نشطة. ففي الغالب يحتفظ المستثمرون لعدم حاجتهم للسيولة، لا سيما المستثمرون المؤسسيون، بالأوراق التجارية حتى تاريخ

تكلفة إضافية للتسجيل. هذا بالإضافة إلى أن تحديد أجل استحقاق الورقة بهذه المدة أو غيرها يجعل الورقة المالية مؤهلة ضمان للاقتراض من البنوك، ومقبولة للخصم لدى البنوك المسحوب عليها حسب تعليمات البنك المركزي.

استحقاقها، أي اعتماد إستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold Strategy، أملا في تعظيم العوائد.

- إذا أراد أحد المستثمرين بيعها قبل تاريخ استحقاقها لحاجته للسيولة فيمكن خصمها لدى البنوك.

1. 1. أشكال الأوراق التجارية:

تنتظم الأوراق التجارية في نوعين أساسين، وهما: الأوراق التجارية الاستثمارية والأوراق التجارية الائتمانية. و النوعان يتفقان في الشكل والمضمون؛ حيث يصدران في صورة كمبيالة أو سند إذني، كما أن كليهما يمثلان دينا، غير أنهما يختلفان في الغرض، ووقت الإنشاء، وأسلوب الإصدار. فالغرض من الأوراق التجارية الاستثمارية بالنسبة لـ ائن – هو استثمار أمواله عن طريق الإقراض بفائدة، ويتم إنشاؤها قبل ثبوت الدين، إذ يتم تحريرها ثم عرضها على جمهور المستثمرين وبيعها لهم، وتصدر بفائدة، أو بخصم من قيمتها الاسمية. أما الأوراق التجارية الائتمانية فالغرض منها – بالنسبة لـ ائن – التوثيق لدينه، وتمكنه من استيفائه عند حلول أجله، وتنشأ عن عقد مداينة من بيع أو غيره، وتصدر بقدر الدين الذي نشأ عن عقد المداينة (آل سليمان، 2005، ص. 283).

وتصنف الأوراق التجارية إلى أربعة أشكال، هي: السند الاذني والكمبيالة وسند الرهن والشيك (آل سليمان، 2005، ص ص. 283 – 300؛ الحوراني، 2015، ص. 614؛ عطون، 2003، ص ص. 27 - 31).[1]

أ. السند الإذني (السند لأمر) Promissory Note:

هو تعهد محرر على وجه الخصوص، من طرف شخص يدعى محرر السند (المدين أو المشتري) بدفع ما في ذمته لطرف ثان يدعى المستفيد (الدائن أو البائع) في موعد محدد. للسند لأمر طرفان، هما: المحرر، والمستفيد. والعلاقة بينهما هي علاقة دين، المحرر فيها مدين، والمستفيد دائن.

ويمكن تداول السند لأمر وانتقاله من دائن لآخر عن طريق التظهير Endorsement الذي يتيح استعمال السند أداة، أو وسيلة لسداد الالتزامات.[2] وحيث أن التزام المدين بالدفع بتاريخ الاستحقاق هو تجاه الدائن أو لأمره، فإن المدين يلتزم قانونا بدفع المبلغ المحدد في السند إما لـ ائن الأساسي أو تجاه أي شخص آخر يكون مالكا للسند. وفي حالة لم يتمكن الدائن الأخير من تحصيل قيمة السند من المدين في تاريخ الاستحقاق إما لعجز المدين أو لرفضه التسديد، فيحق لـ ائن الأخير أن يرجع إلى كل الموقعين السابقين على السند (الدائنين الآخرين) ويطالبهم بسداد مبلغ السند، باعتبار أن كل الموقعين على السند متكافلين ومتضامنين في أداء قيمة السند تجاه الدائن الأخير في حال امتناع أو عجز المدين محرر السند عن دفع المبلغ المستحق في تاريخ الاستحقاق وهو ما يسمى بالضامن الاحتياطي.

ويوجد بالإضافة إلى السند لأمر ما يعرف بالسند لحامله، وهو كالسند لأمر، إلا في كونه لا يشتمل على اسم المستفيد، أو شرط الأمر أو الإذن، وإنما يتضمن التزام المحرر بدفع مبلغ معينا من النقود في تاريخ معين لمن يكون حاملا له. ومن ثم يعتبر من يحوزه مالكا له، المنقولات المادية، كما يتم تداوله بطريق المناولة، بالتسليم اليدوي دون حاجة إلى التظهير أو ذكر أي بيانات على السند.

ب. الكمبيالة:[3]

---

[1]. لاعتبارات منهجية سيتم التطرق لمضامين الشيك في العنصر الخاص بأدوات الحساب الجاري.

[2]. **التظهير:** يقصد به قيام الدائن أو المظهر بكتابة عبارة على **ظهر** السند تفيد بنقل حقه فيه إلى دائن آخر يحمل هذا السند بصفة قانونية.

[3]. تسمى **الكمبيالة** في القانون اللبناني سند السحب، وفي القانون العراقي البوليصة، وفي القانون السوري والجزائري السفتجة أو الكمبيالة.

هي صك مكتوب على وجه الخصوص، لأداء حق مالي، يتضمن أمرا من شخص يسمى الساحب (المدين) إلى شخص آخر يسمى المسحوب عليه (البنك ومن يقوم مقامه)، بأن يدفع إلى شخص ثالث يسمى المستفيد (الدائن) قيمة مالية مستحقة في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، أو بمجرد الاطلاع.

وإذا كانت صيغة السند الإذني هي عبارة عن تعهد بالدفع ينظم العلاقة بين طرفين هما الدائن والمدين، ويستعمل عادة في سداد دين واحد (بين الدائن والمدين)، فإن السفتجة هي تعهد بالدفع يجمع بين ثلاثة أطراف، وهي الساحب والمسحوب عليه والمستفيد، ويمكن أن يتيح سداد دينين معا. فمثلان إذا كان الشخص (1) مدينا تجاه الشخص (2) وفي الوقت نفسه دائنا تجاه الشخص (3)، بذلك يستطيع (1) أن يحرر سفتجة يأمر فيها (3) بأن يدفع لـ (2) مبلغا معينا من المال بتاريخ معين. وهكذا يظهر أن هذا السند قد أتاح سداد دينين معا، هما: دين (1) تجاه (2)، ودين (3) تجاه (1). يضاف على ذلك أن السند لأمر يتضمن عبارة فيها معنى التعهد بالدفع، مثل أتعهد أو ألتزم، أو نحوهما، بخلاف الكمبيالة، إذ تتضمن عبارة الأمر بالدفع، وليس التعهد به، بمعنى أن ساحب الكمبيالة لا يتعهد بأن يدفع، وإنما يأمر غيره وهو المسحوب عليه بذلك.

يمكن تداول السفتجة وانتقالها من مستفيد لآخر عن طريق تظهيرها، مع خضوعها لنفس أحكام السند لأمر، وذلك إذا كانت الكمبيالة صادرة باسم شخص معين أو بصيغة لأمر، بخلاف الكمبيالة التي تصدر بصيغة لحامله حيث يتم تداولها بطريق التسليم أو المناولة.

قد يحصل أن يرفض الدائن قبول سفتجة من البنك سدادا لدينه عند عدم ثقة هذا الدائن بالساحب والموقعين عليها، أو قد يطلب ضمانات إضافية، أن يطلب من مدينه توقيع هذه السفتجة من قبل شخص ثالث موثوق بصفة كفيل يضمن سداد مبلغ السفتجة للمستفيد الأخير في حال امتناع المسحوب عليه عن السداد بتاريخ الاستحقاق. ويتحقق ذلك بقيام المسحوب عليه (البنك) بوسم ظهر السفتجة بعبارة **"مقبول"** أو غيرها، مع إضافة توقيعه عليها والتاريخ، بما يفيد التزامه بدفع قيمتها.[1]

ولقبول الكمبيالة أهميته بالنسبة للمتعاملين بالكمبيالات، ذلك أن البنوك في الغالب تشترط لخصمها أن تكون مقبولة من المسحوب عليه، كما أنه أدعى لإقدام دائني الساحب على قبولها وسيلة للوفاء بما لهم عليه من ديون.

جـ. سند الرهن:

يشبه سند الرهن السند لأمر في صيغته، غير أنه يختلف عنه في كونه مضمونا بسلع (غالبا ما تكون محاصيل زراعية). يحصل ذلك بقيام المدين بإرفاق الإيصال المحرر من إدارة المخزن أو المستودع المثبت لعملية إيداع السلع مع سند الرهن. وبذلك فان إيصال الإيداع وسند الرهن تمثل السلع، فلا يمكن لمالكها استردادها إلا بإظهار الإيصال وسند الرهن. وإذا أراد صاحب السلع (حامل الإيصال والسند الرهني) أن يقوم ببيعها للغير، فانه يتنازل عن إيصال ملكيتها وسند رهنها من خلال تظهيرها، بذلك تتم عملية البيع وتنتقل ملكية السلع للمشتري. كما أن حامل الإيصال وسند الرهن يستطيع أن يقترض من الغير بواسطة تظهير سند الرهن لصالح الدائن المقرض الذي يستطيع بدوره أن يظهره لدائنيه سدادا لقيمة البضاعة، أو وفاء لدين. وتنطبق عليه نفس أحكام التظهير السارية على السند لأمر (عطون، 2003، ص ص. 38 - 39).

1. 2. خصم الأوراق التجارية:

---

[1]. يعرف **القبول** أنه التعهد الذي يأخذه المسحوب عليه على نفسه بالإذعان لـ عوة الموجهة له من الساحب، وذلك بدفع قيمة السند لحامله في تاريخ الاستحقاق.

يعد خصم الأوراق التجارية لدى البنوك التجارية والبنك المركزي من أهم مقومات السوق النقدية، إذ تقسم هذه الأخيرة إلى قسمين، أحدهما: يمثل سوق القروض، والثاني: سوق الخصم. ولا يسري الخصم إلا على السند لأمر والكمبيالة، لاعتماد الخصم على الأجل، والشيكات لا أجل لها.

ويكمن جوهر عملية الخصم في تحويل السند إلى سيولة (نقود قانونية) قبل تاريخ استحقاقه. ويعرف بأنه اتفاق يعجل به البنك لطالب الخصم قيمة ورقة تجارية، أو سند قابل للتداول، مخصوما منها مبلغا يتناسب مع المدة الباقية حتى استيفاء قيمة الحق، عند حلول أجل الورقة أو السند، وذلك مقابل أن ينقل طالب الخصم إلى البنك هذا الحق على سبيل التمليك، وأن يضمن له وفاءه عند حلول أجله. ويعتبر حامل الورقة ضامنا للوفاء بقيمة الورقة التجارية. وعند حلول الأجل يقوم البنك الخاصم بتقديم الورقة إلى البنك القابل، ويقبض منه قيمتها، فإن امتنع كان له الرجوع على المظهر، أو على غيره من الموقعين على الكمبيالة، كالساحب والمظهرين السابقين (آل سليمان، 2005، ص. 301).

فإذا كان لدى أحد الأشخاص سفتجة قيمتها الاسمية 2000 دولار وتستحق بعد شهرين، فإن هذا الشخص يستطيع خصمها لدى البنك إذا كانت تنطبق عليها شروط الخصم.[1] عند الخصم يقتطع البنك من القيمة الاسمية للسند المخصوم فائدة عن الفترة الواقعة بين تاريخ الخصم وتاريخ الاستحقاق، وذلك بسعر الخصم المعمول به (سعر الفائدة بالنسبة للبنك)، بالإضافة إلى عمولة البنك. فإذا كان سعر الخصم المطبق لدى البنك التجاري هو 8 %، فإن مقدار الفائدة التي يقتطعها البنك هي (عطون، 2003، ص ص. 32 - 33):

$$Discount\ Value \quad 1000\frac{8}{100}\frac{2}{12} \quad 13.33\$$$

وإذا كانت عمولة البنك الإجمالية تبلغ 6.67 $، فإن البنك سوف يقتطع من القيمة الاسمية للسفتجة مبلغ 20 $. ويقدم الباقي للشخص الذي خصم السفتجة (أي القيمة الحالية) البالغة: 980 $. ويعني ذلك أن البنك قد قام بمنح قرض قصير الأجل لمدة شهرين للشخص الذي خصم السفتجة قبل تاريخ استحقاقها مقابل فائدة مقدارها 20 $. وبعد شهرين – أي بتاريخ الاستحقاق عند قيام البنك بتحصيله من المدين الأساسي - فإنه يسترد القيمة الاسمية للسفتجة المخصومة البالغة 1000 $.

يمكن للبنك الاحتفاظ بالسفتجات حتى تاريخ الاستحقاق، أو إعادة خصم كلها أو جزء منها لدى البنك المركزي لتغطية حاجته من السيولة. وهنا يقوم البنك المركزي بدوره باقتطاع من قيمة هذه السفتجات مقدار الفائدة عن الفترة الواقعة بين تاريخ إعادة الخصم، وتاريخ الاستحقاق، ثم يقدم للبنك القيمة الحالية لتلك السفتجات. وفي كل الأحوال يكون سعر الخصم دائما أكبر من سعر إعادة الخصم، حتى تكون عملية الخصم وإعادة الخصم مجدية للبنوك.

---

[1]. تخضع سياسة الخصم وإعادة الخصم لشروط يحددها البنك المركزي، وذلك لتحقيق الرقابة الكمية والنوعية على الائتمان في الاقتصاد، ومعالجة الظروف والأزمات الاقتصادية. ومن هذه الشروط: سعر الخصم وإعادة الخصم، تواريخ الاستحقاق، عدد التواقيع، شروط أخرى. فمثلا، قد يشترط البنك المركزي لخصم أو إعادة خصم الكمبيالات أن يكون قد تبقى على تاريخ استحقاقها أقل من شهر، وأن تحتوي على ثلاثة تواقيع على الأقل، وأن لا يتعدى سعر الخصم (أو إعادة الخصم) معدل محدد. وتخضع هذه الشروط للسياسة النقدية للبـ ، فعند إتباع السياسة التوسعية Expansive Policy (زيادة كمية النقود في الاقتصاد عن طريق زيادة الائتمان)، يقوم البنك المركزي بتعديل الشروط المذكورة من خلال إضفاء مرونة أكبر على سياسة الخصم، وتخفيف إجراءات الخصم وإعادة الخصم. أما عند إتباع السياسة الانكماشية Policy... (الحد من المعروض النقدي)، فإنه يقوم بتشديد إجراءات الخصم وإعادة الخصم (عطون، 2003، ص ص. 35 - 37).

2. أدوات الحساب الجاري:

تمثل الحسابات الجارية لأصحابها قوة شرائية معينة في قيود وسجلات المؤسسات المفتوحة لديها، كالبنوك وغيرها. يتم استعمال هذه القوة الشرائية بواسطة عدد كبير من الأدوات. وهذا لسداد الالتزامات وإجراء مختلف المدفوعات من قبل أصحاب هذه الحسابات. ومن أهم هذه الأدوات (عطون، 2003، ص ص. 53 - 57):

أ. الشيك: هو أداة مالية تجمع ثلاثة أطراف، صاحب الحساب الجاري والبنك (أو من يقوم مقامه: كالخزينة ومراكز البريد) والمستفيد. ويمكن تعريفه بأنه أمر موجه من صاحب الحساب إلى البنك الذي يوجد لديه هذا الحساب الجاري بدفع لدى الاطلاع (فورا) قيمة مالية على حسابه لطرف ثالث هو المستفيد أو حامل الشيك. وعندما يكون الشيك محررا لحامله فإنه يمكن تداوله بمجرد أن ينتقل من شخص لآخر. أما عندما يكون الشيك محررا باسم شخص معين فلا يمكن تداوله عن طريق التظهير.

ب. الحوالة المصرفية: هي عبارة عن أمر موجه من صاحب الحساب الجاري إلى بنكه بأن يحول مبلغا معينا من المال إلى حساب شخص آخر. وتختلف الحوالة عن الشيك في كون أن هذا الأخير أمر بدفع مبلغ من المال للمستفيد الذي لا يشترط أن يكون لديه حساب لدى بنك من البنوك. أما الحوالة فلابد لتنفيذها من أن يكون للمستفيد حساب سواء لدى البنك المسحوب عليه، أو لدى بنك آخر.

ج. البطاقات المصرفية: هي عبارة عن بطاقات تقدمها البنوك وغيرها من المؤسسات المالية لمتعامليها (أصحاب الحسابات الجارية) لتسهل لهم استعمال حساباتهم الجارية في إجراء مدفوعاتهم. ومن أصنافها: بطاقات الدفع (السحب) وبطاقات الاعتماد (الائتمان) التي تتيح لزبائن البنك السحب من حساباتهم على مستوى الموزعات الآلية، وتسديد قيمة مشترياتهم بطريقة سهلة وفي حدود رصيدهم من المتاجر التي تتعامل معها البنوك. أما البطاقة الائتمانية فتصدر عن البنوك وتؤدي نفس الوظائف السابقة، مع اختلاف بسيط، وهو أن هذه البطاقة يمكن استعمالها في أداء التزامات تتجاوز مبالغها رصيد الزبون لدى البنك، بحيث أن البنك في هذه الحالة يمنحه إمكانية تجاوز رصيده حتى حد معين. وبذلك فان صاحب الحساب الجاري يمكن أن يتحول إلى مقترض من البنك.

3. أذونات الخزينة Treasury Bill:

تقوم الحكومة بالمشاركة في سوق النقد بطرح سندات دين مختلفة منها "أذونات الخزينة". وهي أدوات مالية يتم إصدارها بانتظام وبفئات مختلفة في السوق الأولية بخصم على قيمتها الاسمية، على أن تسترد وفقا لهذه القيمة عند أجل الاستحقاق. ويمثل الفرق السعري العائد (الفائدة) الذي يحصل عليه المشتري. وتقوم الدولة بإصدارها لتمويل جانب من نفقاتها قصيرة الأجل، إذ تتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أشهر واثني عشر شهرا. ويتم تداول هذه الأذونات في السوق الثانوية بواسطة عقود البيع قبل تاريخ الاستحقاق طلبا للسيولة، وفي كل صفقات البيع لا يصل السقف السعري إلى القيمة الاسمية لهذه الأذونات. وتباع عادة عن طريق المزاد العلني، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل (آل فواز، 2010، ص ص. 25 - 26).

3. 1. أهميتها ومزاياها:

فهي تشكل جزءا من الدين العام لدولة، وتحظى بثقة وسمعة عالية لدى المستثمرين، لذا فهي خالية المخاطر free-risk (المخاطر الائتمانية والمخاطر النقدية)، أي أن الدولة قادرة على تسديد قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، لقدرتها على خلق الإيراد وعدم تعرضها للإفلاس. وتتمتع أذونات الخزينة بأهمية اقتصادية ومالية كبرى ومزايا يمكن تحديدها بالاتي (القيمي، 2009، ص ص. 62 - 63):

أداة لتمويل عجز الميزانية وتمويل الأنشطة الاقتصادية لـ ولة؛
- أداة للتأثير على عرض النقد، والسيطرة على التضخم النقدي؛
- تشكل قناة استثمارية آمنة للأموال الفائضة بشكل مؤقت لبعض الأفراد والشركات غير المالية.
- ذات قابلية تسويقية عالية، إذ يمكن تسييلها بشرعة قبل تاريخ استحقاقها؛
- الدخل الناتج عنها معفى من الضريبة؛
- تتمتع بأسواق ثانوية نشطة في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، كما هو الحال في أسواق النقد الأمريكية.

3. 2. سعر وناتج أذونات الخزينة في السوق الثانوية:

يتحدد سعر الأذن على أساس معدل خصم الشراء Bid Discount Rate ومعدل خصم البيع Ask Discount Rate. وهي الأسعار المتعارف عليها على أنها معدلات خصم البنك Bank Discount Rates. تعن أسعار الخصم للبيع والشراء يوميا في الصحف المالية، ويقوم التجار وبيوت الخصم بعمليات المتاجرة بهذه الأذونات. ويحسب سعر الأذن في حالة البيع والشراء على النحو الآتي (التميمي، 2009، ص ص. 63 - 64):

$$Bill\ Price \quad FVB \quad 1 - DY \quad \frac{}{360}$$

حيث، FBV: القيمة الاسمية للأذن. DY: معدل خصم البيع والشراء. T: مدة استحقاق الأذن أو المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

في ضوء سعر الأذن تتحدد قيمة الخصم Discount Value في حالة الشراء أو في حالة البيع على أساس الفرق بين القيمة الاسمية للأذن وسعره.

مثال تطبيقي:

أ. بافتراض أن هناك أذن خزينة قيمته الاسمية 1000 دولار وباستحقاق 90 يوما. فإذا كان معدل خصم البيع هو 5 %، فما هو سعر بيع الأذن وقيمة الخصم؟

الجواب:

$$Bill\ Price \quad 1000 \quad 1 - 5\% \quad \frac{90}{360} \quad 987.5\ \$$$$

$$\text{Discount Value} = 1000 - 987.5 = 12.5\ \$$$

ب. بافتراض قيام احد التجار بشراء هذا الأذن بمعدل خصم شراء 5.48 %، فما هو سعر الأذن وقيمة الخصم.

$$Bill\ Price \quad 1000 \quad 1 - 5.48\% \quad \frac{90}{360} \quad 986.5\$$$$

$$\text{Discount Value} = 1000 - 986.5 = 13.7\ \$$$

أما فيما يتعلق بناتج الأذن Bill Yield، فإنه يجب التمييز بين الناتج الاسمي Nominal Yield وهو الناتج المحسوب على أساس القيمة الاسمية للأذن، والناتج الفعلي Effective Yield وهو الناتج المحسوب على أساس القيمة المدفوعة بالأذن. ويحب الناتجان على النحو التالي (التميمي، 2009، ص. ص. 64 - 65):

$$No \quad inalYiel \quad \frac{DV}{FVB} \quad \frac{360}{}$$

$$Effective\ Yiel \quad \frac{DV}{BP} \quad \frac{360}{}$$

حيث، تمثل DV قيمة الخصم سواء في حالة الشراء أو البيع، وBP سعر الأذن (القيمة المدفوعة).

مثال تطبيقي:

بافتراض أن هناك أذن خزينة قيمته الاسمية 100 دولار وباستحقاق 180 يوما تم بيعه من قبل أحد التجار بسعر 96.5 دولار، فما هو الناتج الاسمي والفعلي لهذا الأذن؟

الجواب:

$$No\quad inalYiel \qquad \frac{3.5}{100} \quad \frac{360}{180} \qquad 7\%$$

$$No\quad inalYiel \qquad \frac{3.5}{96..5} \quad \frac{360}{180} \qquad 7.25\%$$

4. القبولات (الكمبيالات) المصرفية:

القبول المصرفي Banker's Acceptance أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية. وتستخدم أداة للاقتراض بشكل عام، كما تستخدم أداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية؛ لتمكين المستوردين من شراء البضائع من الخارج بالأجل. ويتمثل القبول المصرفي في توقيع أحد المصارف بالقبول أو التعهد، على كمبيالة مسحوبة عليه بدفع مبلغ معين من المال، من قبل مستورد أو مصدر، أو راغب في الاقتراض، وذلك عن طريق ختم الكمبيالة بكلمة مقبول. ولذا فإنه يمكن تعريف القبول المصرفي بأنه: "تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة مقبول. ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه يوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول أن يقوم العميل الذي تم التوقيع بناء على طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق؛ حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة. ومع ذلك فإن المصرف ملزم - بموجب تعهده المتمثل في توقيعه بالقبول- أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ الاستحقاق، ولو لم يقم عميله بدفعها إليه" (آل فواز، 2010، ص. 30).

ويمثل القبول المصرفي في الواقع عقد إقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق، حيث يمكن للبنك المتعهد بيع القبول المصرفي لطرف آخر، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامله استرداد قيمته من محرره، وفي حالة عدم تمكنه من ذلك فحينئذ يمكنه الرجوع على البنك الأول الذي أصدر التعهد منذ البداية (بوراس، 2003، ص ص. 90 - 91).

5. شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposits (CDs):

هي شهادات قابلة للتداول تثبت إيداع مبلغ مالي معين لمدة محددة لدى بنك أو مؤسسة مالية غير إيداعية مقابل الحصول على فائدة معينة وأصل المبلغ المودع عند الاستحقاق. وتنشأ صفة القابلية للتداول من كون أن هذه الشهادات تصدر لحاملها، وبالتالي يتم تداولها في السوق النقدية الثانوية بمجرد انتقالها من مستثمر لآخر. وقد تكون بعض هذه الشهادات اسمية، ومن ثم فإن أول مشتري لهذه الشهادات هو نفسه الذي يجب أن يسترد قيمتها من البنك الذي أصدرها، ولهذا السبب فإن شهادات الإيداع لحاملها هي أكثر الشهادات شيوعا ورواجا بسبب سهولة تداولها بين المستثمرين قبل حلون تاريخ استحقاقها. ومن سماتها أنها تصدر بفئات كبيرة نسبيا واستحقاقات مختلفة، وخضوع معدل الفائدة عليها للتفاوض بين المودع، والبنك المصدر لها طبقا لأسعار الفائدة السائدة في السوق وقت الإصدار. ونظرا لارتفاع درجة مخاطرتها قياسا بأذونات الخزينة فإن معدل الفائدة عليها تكون أعلى قليلا من نظيرتها الخاصة بأذونات الخزينة. ورغم ذلك فإن مخاطرها يمكن التأمين ضدها لوجود مؤسسات تتولى ضمان الودائع لغاية سقف معين (محروس، 1993، ص ص. 30 - 31).

ويتحدد معدل الفائدة على هذه الشهادات بثلاثة عوامل (القيمي، 2009، ص ص. 69 - 70):

- الدرجة الائتمانية Credit Rating للجهة المصدرة، فمعدل الفائدة على الشهادة الصادرة عن بنك أجنبي يتمتع بملاءة مالية أعلى من معدل الفائدة على الشهادة الصادرة عن بنك محلي ملاءته المالية ضعيفة.
- مدة استحقاق الشهادة Maturity.
- العرض والطلب على القروض المصرفية، فكلما زاد الطلب على القروض ارتفعت معدلات الفائدة على هذه الشهادات. والعكس صحيح.

5. 1. أنواع شهادات الإيداع:

يمكن أن تصدر شهادات الإيداع على شكل واحد من الشهادات الآتية:

أ. **شهادات الإيداع المحلية:** تصدر هذه الشهادات عادة باستحقاقات أقل من سنة وبالعملة المحلية من قبل البنوك المركزية والبنوك التجارية المحلية.

ب. **شهادات إيداع بسعر فائدة عائم** Floating Rate يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي Benchmark إما يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل ثلاثة أو ستة شهور (القيمي، 2009، ص. 70).

جـ. **شهادات الإيداع الدولية:** وتتخذ ثلاثة أشكال، وهي: شهادات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts (ADRs)، المصدرة من قبل البنوك المحلية الأمريكية وبعض البنوك العربية. وشهادات الإيداع الأوروبية European Depository Receipts (EDRs) المصدرة والمتداولة فقط في الأسواق الأوروبية. وشهادات الإيداع العالمية Global Depository Receipts (GDRs) المصدرة والمتداولة على نطاق عالمي (هندي، 1999، ص. 481).

5. 2. تحديد سعر وناتج شهادات الإيداع Price & Yield of CDs:

يتحدد سعر شهادة الإيداع على أساس القيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي المؤكد تحقيقه عند تاريخ الاستحقاق. أي أن السعر هو القيمة المخصومة لهذا التدفق بمعدل عائد للفرص البديلة وعلى أساس المدة المتبقية لاستحقاق الشهادة. ويحسب هذا السعر وفق الصيغة الآتية (القيمي، 2009، ص. 72):

$$PVCDs \quad \frac{M}{1 \quad r} \quad \frac{}{360}$$

$$FVCDs$$

حيث، تمثل PVCDs القيمة الحالية لشهادة الإيداع، FVCDs القيمة المستقبلية للشهادة، r معدل الفائدة للفرص البديلة من نفس المخاطرة، t المدة المتبقية من تاريخ استحقاق الشهادة، M مبلغ شهادة الإيداع، r_{CDs} معدل الفائدة على شهادة الإيداع، وt مدة استحقاق شهادة الإيداع.

مثال تطبيقي:

بافتراض أن هناك شهادة إيداع بمبلغ 100 دولار وباستحقاق سنة وبمعدل فائدة 5 %. تم بيعها من قبل أحد التجار قبل تاريخ استحقاقها بـ 60 يوما. فما هي القيمة الحالية (سعر) للشهادة إذا كان معدل الفائدة على الودائع لأجل 6.5 %؟

الجواب:

$$PVCDs \quad \frac{100}{1 \quad 0.05} \quad \frac{360}{360} \quad 105\$$

$$FVCDs \quad \frac{105}{1 \quad 0.065} \quad \frac{60}{360} \quad 1.3.86\$$$

ويمثل ناتج شهادة الإيداع حتى تاريخ الاستحقاق Yield To Maturity (YTM) المقياس المناسب لتحديد ملاءمة السعر المدفوع من قبل المستثمر للشهادة. ويحسب بالصيغة الآتية (التميمي، 2009، ص ص. 73 - 74):

$$Y \quad MCDs \quad \frac{FVCDs - PCDs}{PCDs} \quad \frac{360}{t} \quad 6.59\%$$

حيث يمثل PCDs السعر المدفوع للشهادة في السوق الثانوية.

مثال تطبيقي:

على سبيل المثال أن أحد المستثمرين قام بشراء الشهادة في المثال السابق بسعر 103.86 دولار، فهل هذا السعر مناسب؟ لمعرفة ذلك لابد من حساب ناتج الشهادة على النحو الآتي:

$$Y \quad MCDs \quad \frac{105 - 103.86}{103.86} \quad \frac{360}{60} \quad 6.59\%$$

يلاحظ أن هذا الناتج أعلى من معدل الفائدة على الفرصة البديلة بمقدار يساوي 0.09 % تقريبا. عندها يمكن القول أن السعر 103.86 هو السعر المناسب لشراء هذه الشهادة. أما لو تم شراء الشهادة من السوق الثانوية بسعر 103.9 دولار فإن هذا السعر غير مناسب لأنه يحقق ناتج حتى تاريخ الاستحقاق بنسبة 6.4 % وهو اقل من ناتج الفرصة البديلة.

6. قروض اليورودولار Eurodollar Credits:

يعني الدولار الأوروبي الدولارات الأمريكية التي يحتفظ بها كودائع قصيرة الأجل لدى بنوك تتواجد خارج الولايات المتحدة (الأوفشور Offshore) وعلى الأخص البنوك الأوروبية. وقد كان سوق الدولار الأوروبي في بداية تكونه يشتمل على عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البـ ان الأوروبية (زيوريخ وباريس) التي يقتصر تعاملها على الدولار، بحث تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي فقط لآجال قصيرة (معظمها أقل من سنة) (بوراس، 2003، ص. 92).

تعود جذور هذه السوق إلى خمسينيات القرن العشرين، وكان مركزها الجغرافي بداية في لندن ثم انتشر خارج أوروبا إلى آسيا ومناطق أخرى. وقد تكونت الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، في ظل انعدام القيود على التحويلات الخارجية، بسحب جزء منها لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى بنوك خارجية، وبالأخص الأوروبية، التي تتعامل بالدولار، وذلك للاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة، والانفلات من بعض الإجراءات والقوانين التي أصدرتهاالايالات المتحدة على الودائع المحفوظة في بنو ها المحلية. وقد ساعد قبول الدولار عملة احتياطي دولي كثيرا في نمو هذه السوق، وبالأخص بعد زيادة العائدات النفطية وظهور ما يسمى أموال البترودولار Petrodollar (مفلح، 2009، ص ص. 159 - 160).

وفي الوقت الراهن، لم يعد الأمر مقتصرا على الدولار فقط، فقد ظهرت هناك أسواق أخرى تتعامل بشتى العملات الأجنبية، كسوق العملة الأوروبية، التي يمكن أن تلجأ إليها المؤسسات المالية والشركات والحكومات للاقتراض بمختلف العملات أو لتوظيف فوائضها المالية. وتمتاز القروض المقدمة في هذه الأسواق بضخامتها، وضعف مخاطرها الائتمانية (بوراس، 2003، ص. 92).

7. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements:

لا تعد اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو Repos أو RPs) أوراقا مالية بالمعنى المتعارف عليه والتي يصدرها أحد الأطراف لطرف آخر من أجل الاكتتاب فيها. وبدلا عن ذلك هي اتفاقية بين طرفين يقترض بموجبها أحدهما أموالا من الطرف الآخر مقابل بيعه إياه أوراقا مالية بسعر ما (أوراق مالية حكومية، أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، أو أوراق مالية مدعومة بموجودات)، وبمقدار ما اقترضه، وفي نفس الوقت يبرم اتفاقية يتعهد فيها (بائع الأوراق المالية) بإعادة شراء هذه الأوراق من المقرض بعد فترة محددة غالبا ما تكون ليلة واحدة Overneight Repo أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول للأوراق المتفق عليه. ويمثل الفرق بين السعرين فائدة يحصل عليها الطرف المقرض للأموال. هذا، ويمكن أن يمتد عمل اتفاقيات إعادة الشراء لفترات أطول قد تصل 30 يوما أو أكثر. وهنا يسمى الاتفاق بالريبو ذو الأجل Term Repo. كما يمكن أن تكون اتفاقيات إعادة الشراء مستمرة بحيث تتكون من عمليات متتابعة لعملية الاستثمار لليلة واحدة تتجدد يوميا بصورة تلقائية إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين (مفلح، 2007، ص. 156).

فلو كان لدى شركة ما أموالا فائضة وترغب في استثمارها، عندها تستطيع هذه الشركة ترتيب عملية شراء سندات حكومية أو غير حكومية من بنك تجاري مقرونة باتفاقية تتضمن تعهد البنك بإعادة شراء هذه السندات في اليوم التالي أو بعد فترة محددة. ويتفق البنك المقترض على سعر مع المقرض أو بدفع فائدة على اقتراضه للأموال من الشركة، ويكون دور السندات هو فقط لإعطاء ضمان للمقرض. وفي مثل هذه الاتفاقية، فإن المقترض هو الذي يبيع السندات ليحصل على الأموال ويعيد شراءها عند الاستحقاق. أما في عمليات إعادة الشراء المعكوسة Reverse Repo فإن المستثمر هو الذي يشتري السندات ويعيد بيعها عند الاستحقاق. وفي الغالب يقوم المتعاملون في السوق بعقد اتفاقيات إعادة الشراء بحكم عملهم فيشترون سندات بمبالغ تزيد كثيرا عن رأسمالهم، وبذلك يلجؤون إلى تمويل هذا الشراء عبر الاقتراض، خاصة إذا كانوا يتوقعون ارتفاع قيمة هذه السندات فيبيعونها إلى المقرضين مع اتفاقية وتعهد بإعادة شرائها، ويكون الفرق بين سعري الشراء والبيع هو الربح الذي يتم حسابه على أساس سعر فائدة إعادة شراء المعلن في السوق، والذي يعتمد على سعر فائدة إعادة الشراء لدى البنك المركزي الذي يزيد بدوره بنسبة 1 % تقريبا عن سعر إعادة الخصم (مفلح، 2007، ص. 156).

8. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي (الأموال الفدرالية):

تحتفظ البنوك التجارية لدى البنوك المركزية بودائع لمقابلة متطلبات الاحتياطي الإلزامي (القانوني). وتسمح البنوك المركزية للمؤسسات المصرفية بإقراض هذه الأموال فيما بينها، فالمؤسسات التي تشهد عجزا في متطلباتها الاحتياطية يمكنها سد هذا العجز من خلال اقتراض أموال من المؤسسات ذات الفائض في الاحتياطي الإلزامي. وعادة ما لا يتجاوز اجل القرض يوم واحد Over Night (O/N)، غير أن هذا لا يمنع من وجود قروض أسبوعية وشهرية. ويكون الإقراض بمعدل فائدة يتحدد من قبل البنك المركزي. وفي الولايات المتحدة يتحدد هذا المعدل بموجب سعر فائدة الإقراض بين البنوك الأمريكية. أما في بريطانيا فيتحدد بمؤشر مرجعي يسمى ليبور LIBOR اختصارا لمعدل الفائدة على الإقراض بين البنوك في لندن. ويعتمد هذا المؤشر على أسعار ثمانية بنوك يتم اختيارها بالاعتماد على السمعة وحجم نشاطها في سوق لندن المالي. ولهذا المؤشر استخدامات على نطاق واسع كمعدل مرجعي في تقييم العديد من الأدوات المالية والاختيارات الاستثمارية، مثل معدل الفائدة لعقود مبادلة معدلات الفائدة وللرهن العقاري، وفي سوق العملات وغيرها. ويتم حساب المؤشر بعملات مختلفة منها الدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني والفرنك السويسري. أما على صعيد بنوك الاتحاد الأوروبي هناك مؤشر EURIBOR ويجمع 2800 بنك تنشط في 15 دولة في الاتحاد، ويأخذ السعار من البنوك الرئيسة البالغة 51 بنكا أوروبيا والتي تتعامل بسوق ما بين البنوك في منطقة الأورو. وفي الدول العربية كانت هناك

محاولات لتكوين مؤشرات مرجعية على غرار المؤشر السعودي SAIBOR لمعدلات الفائدة على الإقراض وSAIBID للاقتراض ومؤشر JODIBOR الأردني (القيمي، 2009، ص ص. 79 - 80).

II. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

توجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال. فحسب ماهيتها؛ يمكن التمييز بين أدوات مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية. وإلى جانب الأدوات المالية التقليدية من أسهم والسندات، أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملتها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات. لذا سيتم التطرق إلى هذه الأدوات المالية إلى من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها.

1. أدوات الملكية Equity Instruments:

من أدوات الملكية الشائعة في حق التمويل الأسهم بشتى أنواعها. وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات، إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال، ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الإقتراضية للشركة. وتعتبر سوق الأسهم أحد أوسع أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات المتقدمة والنامية على حد سواء.

1. 1. تعريف السهم:

عند تأسيس الشركةالمساهمة ومن يقوم مقامها (شركة التوصية بالأسهم)، أو زيادة رأس مالها، يقسم هذا الأخير إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما Stock (Share)/ Action (**انظر الملحق رقم 2: نماذج لأسهم مصدرة**). ويعبر السهم عن صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة لإثبات ملكية المساهم (الشريك) لجزء من رأس مال الشركة المصدرة وحقه في نسبة من العوائد المتولدة عنه (آل فواز، 2010، ص. 11).

1. 2. أنواع الأسهم:

تتنوع الأسهم – بحسب اعتبارات مختلفة – إلى عدة أنواع. فبالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك، تنقسم الأسهم إلى نوعين هما: الأسهم **النقدية**، وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة المصدرة نقدا، والأسهم **العينية**، وهي الأسهم التي تمنح للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان، أرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع، أو آلة. أما بالنظر إلى شكلها، فتنقسم إلى ثلاثة أنواع، هي: الأسهم **الاسمية**، وهي التي تحمل اسم مالكها، بأن يدون اسمه عل شهادة السهم. والأسهم **لحاملها**، وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها بمجرد انتقالها من يد لأخرى، بالبيع، أو التنازل. أما النوع الثالث وهو الأسهم **الإذنية** أو **لأمر**، وهي التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره (آل فواز، 2010، ص. 12). ومن حيث جواز إخراج الشريك باستهلاك أسهمه أثناء حياة الشركة تنقسم الأسهم إلى أسهم رأس المال وأسهم تمتع. ويقصد بأسهم **رأس المال** الأسهم التي لم يتسلم أصحابها قيمتها أثناء حياة الشركة المصدرة. أما أسهم **التمتع** Redeemable Shares فتعرف بأنها الصكوك التي يتسلم المساهم والتي بمقتضاها يحصل على القيمة الاسمية لأسهمه على إ ر عملية تسمى باستهلاك رأس المال. ويقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار تصفيتها أو انتهاء أجلها (رضوان، 1996، ص. 273). وهناك تقسيم آخر يقوم على حقوق حملة السهم، حيث تقسم إلى أسهم **عادية** وأسهم **ممتازة** ونظرا لشيوع هذا التقسيم في أدبيات الأسواق المالية، فسيتم فيما يلي تفصيل الـ م فيه.

أولا. الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي Common Stock مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية (هندي، 1995، ص. 7) وقيمة تصفوية (الهيتي، 1998، ص. 60). وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم. وهي قيمة نظرية لتوثيق حساب رأس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة، وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد تأسيس الشركة. غير أنه يمكن تغييرها عمليا بموجب قرار اشتقاق الأسهم. وتحدد معظم الدول حدا أدنى للقيمة الإسمية، حيث لا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة أقل من ذلك. أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأسهم المقيدة بدفاتر الشركة معبرا عنها بقيمة حقوق الملكية*(ولا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق، ولا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية والاسمية (لطفي، 2005، ص ص. 25 – 26).

وبالتالي، فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعودا وهبوطا بسبب تأ رها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم، وظروف العرض والطلب في السوق، وتوقعات المحللين الماليين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة (أي مركزها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح) وتوزيعات الشركة للأرباح، فضلا عن تأثير الظروف الاقتصادية المرتبطة كالتضخم والركود الاقتصادي (Quiny & le Fur, p. 541).

في حين تمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة (الهيتي، 1998، ص. 60). ويشير المتعاملون في السوق المالية إلى أن القيمة الإسمية والقيمة الدفترية لا تمثلان تقييما حقيقيا للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات Dividends (الداغر، 2005، ص. 89). لذلك لا يوجد في واقع الأمر ما يضمن قدرة الشركة المصدرة على تسويق أسهمها بقيمتها الاسمية، بل إن وجود الخصم أو العلاوة على القيمة الإسمية هو السيناريو الأكثر احتمالا لضمان بيع السهم بقيمته الحقيقية.

إطار توضيحي رقم 4: يمكن توضيح معنى هذه القيم مجتمعة بعرض المثال التطبيقي التالي. فإذا كانت القيمة الاسمية لأسهم الشركة x البالغ عددها مليون سهم عادي هي 10$ وأن قيمتها السوقية في البورصة هي 60 $، فإن الفرق الذي يعرف بعلاوة الإصدار Prime d'émission يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة على النحو التالي:

القيمة الاسمية لمليون سهم عادي، مسعر على أساس 10$ للسهم الواحد = 10.000.000$

علاوة الإصدار للسهم العادي = القيمة السوقية للسهم – القيمة الاسمية = 60 – 10 = 50 $

علاوة الإصدار لإجمالي الأسهم العادية = 50 × 1000000 سهم = 50.000.000$.

إجمالي الأموال الخاصة = القيمة الاسمية للأسهم العادية + إجمالي علاوة الإصدار = 60.000.000$

يلاحظ من المثال السابق أن الأموال الخاصة يمكن حسابها بضرب عدد الأسهم العادية في القيمة السوقية للسهم. أما عن القيمة الدفترية لأسهم هذه الشركة فيمكن حسابها بالكيفية التالية. فإذا كان مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة من طرف الشركة x هو: 20.000.000 $ فان هيكل الأموال الخاصة سيصبح كما يلي:

هـ. أ. خ. = القيمة الاسمية لمليون سهم عادي + إجمالي علاوة الإصدار + مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة

= 80.000.000$

وبذلك فإن:

القيمة الدفترية للسهم العادي = إجمالي حقوق الملكية (المساهمين) ÷ عدد الأسهم العادية المصدرة

* تتضمن حقوق الملكية للسهم العادي مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار ومجموع قيم الأسهم العادية.

= 800000000 ÷ 1000000 = 80 $

ملاحظة: إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة، فيجب طرح قيمتها الاسمية وعلاوة إصدارها من مجموع الأموال الخاصة وقسمة الباقي على عدد الأسهم العادية للحصول على القيمة الدفترية للسهم العادي، والتي تمثل في نفس الوقت القيمة التصفوية للسهم العادي في حالة تصفية أصول الشركة.

تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها. لكن إذا ما أراد المستثمر تسييلها فلا سبيل أمامه سوى بيعها في سوق الأوراق المالية. ويتمتع المساهمون من حملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل، والحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها بعد استيفاء حملة السندات والأسهم الممتازة لحقوقهم. وقد تكون هذه التوزيعات في صورة نقدية Cash Dividends، أو في صورة توزيعات مجانية للأسهم Stock Dividends. وتتيح الأسهم العادية حقوقا أخرى لحاملها كالحق في نصيب من أصول الشركة عند تصفية أصولها، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت على قرارات مجلس إدارة الشركة بنسبة ما يملكه المساهم من أسهم عادية (لطفي، 2005، ص. 438).

الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية يكمن إبرازها فيما يلي:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:**

من المألوف أن يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية إذا ما قررت إدارة الشركة توزيعها. غير أن شركة جنرال موتورز قد أصدرت في الثمانينيات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية كل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها صنف E Class "E. وقد ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية في الشركة، ومجموعة أخرى أطلق عليها صنف H Class "H. وقد ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج قطع غيار الطائرات (هندي، 1995، 504 - 505).

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:**

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية أنها لا تعتبر جزء من الأعباء التي تخصم قبل فرض فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات. غير أنه مع بداية الثمانينيات من القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبية، وهذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها. كما نص هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضرائب على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق (الحناوي والعبد، 2005، ص. 35).

- **الأسهم العادية المضمونة:**

هي نوع من الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم. وإذا لم يصل انخفاض السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز هذا

الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فليس للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض. ويمثل الضمان الذي توفره هذه الأسهم بمثابة عامل جذب للمستثمرين المترددين في التعامل في سوق الأوراق المالية، إذ تتيح لحاملها المزيد من الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، في حين أن خسائرها عادة ما تكون محدودة.

ولا تقتصر مزايا الأسهم المضمونة على جذب المستثمرين فحسب، بل إنها تحقق أيضا الحماية لبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأسهم، إذ من شأن هذه الحماية ضمان التصريف الكامل للإصدار بتكلفه منخفضة وبالتالي توفير الموارد المالية التي خططت الشركة المصدرة لتعبـ تها (الحناوي والعبد، 2005، ص. 35).

ثانيا. الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية، وإن كانت ملكيته تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي. ولهذا المستند قيمة إسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة إجمالي القيمة الاسمية للأسهم الممتازة وعلاوة إصدارها كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم الممتازة المصدرة. ويعني هذا أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة (حنفي، قرياقص، 2004، ص. 258).

وتجدر الإشارة إلى أن السهم الممتاز ليس له عادة تاريخ استحقاق، غير أنه من الممكن أن ينص في عقد إصداره على شرط استدعائه في وقت لاحق مقابل أن يحصل حملته على قيمة تفوق القيمة الاسمية لهذه الأسهم. ويمثل هذا الحق ميزة للشركة المصدرة، إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة المصدرة وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل فائدة عائد منخفض.

وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات لذلك تسمى بالأدوات المالية الهجينة Hybrid Financial Instruments، إذ تتفق مع الأسهم العادية من حيث أنها تمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق محدد، وأن مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات (عطون، 2003، ص. 85). ومن ناحية أخرى، تشبه الأسهم الممتازة السندات من ناحية أن لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، ومن ثم فتحقيق الشركة لأرباح مرتفعة أو متواضعة لن يـ ر في التوزيع الخاص بهذه الأسهم، أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا في سنة معينة أو حققت أرباحا فإنه لا يحق للشركة إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية في أية سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات السنوات السابقة. وفي حالة تصفية الشركة، يمكن لحملة الأسهم الممتازة استرداد قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات مباشرة (Francis, 1976, pp. 34-35).

تحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا، أهمها عدم إلزام الشركة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد، كما لا يحق لحملتها التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل. غير أن ما يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض، ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة ما يعني حرمان الشركة من الوفرة الضريبية. أما السبب الثاني لارتفاع تكلفة هذه الأسهم فيتمثل في مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات (هندي، 1995، 27).

ثالثا. آليات التأثير على أسعار الأسهم:

هناك بعض الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار أسهمها سواء باتجاه رفع سعرها أو تخفيضها ضمن ضوابط معينة. ومن أهم هذه الآليات سياسة إعادة شراء الشركة لأسهمها، سياسة التوزيعات المجانية للأسهم وسياسة اشتقاق الأسهم. وفيما يلي توضيح لفحوى هذه الآليات.

أ - سياسة إعادة شراء الأسهم Shares Repurchase:

عندما تزيد الموارد المالية المتاحة للشركة عن احتياجاتها الاستثمارية قد يكون من الملائم توزيع الفائض على المساهمين. وقد يكون هذا التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها. يترتب عن هذا الإجراء انخفاض عدد الأسهم القائمة وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية. ويمكن إيضاح هذه الفكرة بالمثال التالي (الكراسنة، 2005، ص. 10):

بافتراض أن شركة ما حققت ربحا قدره 2.25 مليون دولار، وأن عدد الأسهم القائمة لهذه الشركة يبلغ 900 ألف سهم تتداول بسعر 70 دولارا للسهم الواحد. فإذا كانت هذه الشركة ترغب في إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار فإنه يمكن توضيح أ ر هذا الأجراء على قيمة أسهم هذه الشركة وربحيتها على النحو الآتي:

إذا كان سعر السهم المعطى هو 70 دولارا فإن نصيب السهم من الأرباح هو 2$؛ أي (1800000÷ 900000). وبأخذ بعين الاعتبار نصيب السهم من الأرباح، فإن قيمة السهم الواحد ستصبح 72$ (2 + 70)، أما عدد الأسهم التي يكون بمقدور الشركة شراءها بالسعر الجديد فهي 25000 سهما؛ أي (1800000 ÷ 72). وبالتالي ستصبح عدد الأسهم بعد الشراء 875000 سهما (900000 - 25000). فإذا كانت ربحية السهم الواحد قبل إعادة الشراء 2.5 $ (2250000 ÷ 900000)، فستصبح بعد الشراء 2.57 $ للسهم الواحد، أي: 2250000 ÷ 875000. ويستتبع ذلك ارتفاع القيمة السوقية للسهم من 72.5 $ إلى 72.57 $.

يستنتج مما سبق، أن ربحيه السهم وبالتالي سعره السوقي قد ارتفعا إ ر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتتمثل فائدة المساهمين من سياسة التوزيع المتبعة في أن إقدام الشركة على سحب عدد من الأسهم من التداول قد يترك انطباعا بوجود معلومات Information Content إيجابية مفادها وجود إمكانية لارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد قرار الشراء عما كانت عليه من قبل، أي بأن تصبح القيمة السوقية كما في هذا المثال أعلى من 72 $.

وجدير بالذكر، أن هناك سلطات رقابية تابعة للبورصة تفرض قيودا على عملية شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين وبعض حملة الأسهم، أن تشترط على الشركة المنتهجة لسياسة إعادة شراء أسهمها الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية للبورصة، إلى جانب ضرورة أن تكون مخصصات إعادة الشراء ممولة من الأرباح المحققة لا أن يكون مصدرها الأموال المقترضة، كما يتم غالبا تحديدنسبة من الأسهم لإعادة شرائها أن تكون مثلا 10% من مجموع الأسهم القائمة.

ب - سياسة توزيع الأسهم المجانية Stocks Dividends:

يقصد بتوزيع الأسهم المجانية إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من منحه توزيعات نقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم وحسب ما تقرره إدارة الشركة. ومن ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع عوائد نقدية للمساهمين. ونتيجة لتزايد عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على تخفيض نسبة القروض إلى قيمة حقوق المساهمين في الشركة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم، نتيجة انخفاض ربحيته بسبب تزايد عدد الأسهم المصدرة. ويدعى ذلك بأ ر سياسة توزيع الأسهم المجانية. ولذلك تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص ربحية السهم وبالتالي تراجع عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها (الكراسنة، 2005، ص. 12).

فلو كان سعر سهم الشركة x في تاريخ محدد 30 $ وكان لدى المساهم في هذه الشركة 200 سهما فإن ثروة هذا المساهم ستبلغ نحو 6000$ (200 × 30). ولو قررت هذه الشركة توزيع ما نسبته 10 % أسهم مجانية، فعندئذ سيكون نصيب المساهم 20 سهما (200 × 10 %) بقيمة 27.3$ للسهم الواحد (6000 ÷ 220 سهما). ومما سبق يلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30$ للسهم الواحد إلى نحو 27.3$ ويمثل الفرق بين القيمتين أثر سياسة توزيع الأسهم المجانية. غير أن هذه السياسة لا تؤثر على أصول أو خصوم الشركة (ميزانيتها). ولتوضيح ذلك نورد المثال التالي.

مثال: إذا كانت خصوم شركة مكونة من رأسمال مقدرا بـ 100000 دينار، حيث القيمة الاسمية لكل سهم عادي هي 1 دينار، والأرباح 70000 دينار، والرأسمال الإضافي المدفوع هو 30000 دينار. وتعطى ميزانية الشركة قبل التوزيعات المجانية للأسهم على النحو التالي:

جدول رقم 2

ميزانية الشركة قبل إجراء التوزيعات المجانية للأسهم

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الجارية	100000	الخصوم الجارية	50000
الأصول الثابتة	200000	الخصوم الطويلة الأجل	50000
		أوراق الملكية: أسهم عادية 1 دينار لـ 100000 سهم	100000
		المدفوعات الإضافية من رأس المال	30000
		مخصصات الأرباح	70000
		مجموع حقوق الملكية	
مجموع الأصول	300000	مجموع الخصوم	300000

المصدر: (مباركي، ص. 17)

بعد عملية التوزيعات المجانية للأسهم - في ظل السعر السوقي للسهم 5 دينار - تصبح ميزانية الشركة على النحو المبين أدناه:

جدول رقم 3

ميزانية الشركة بعد إجراء التوزيعات المجانية للأسهم

50000 - 70000 =

10000 + 100000 =

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الجارية	100000	الخصوم الجارية	50000
الأصول الثابتة	200000	الخصوم الطويلة الأجل	50000
		أوراق الملكية: أسهم عادية 1 دينار لـ 110000 سهم	110000
		المدفوعات الإضافية من رأس المال	70000
		مخصصات الأرباح	20000
		مجموع حقوق الملكية	
مجموع الأصول	300000	مجموع الخصوم	300000

40000 +30000 =

المصدر: (مباركي، ص. 18)

- **تفسير العمليات**:

✓ تعتمد مكونات الميزانية بعد توزيع الأسهم المجانية على القيمة السوقية للسهم وعدد الأسهم الجديدة المصدرة. فالمبلغ المخصص للأرباح يعاد توزيعه على الأسهم العادية وعلى المدفوعات الإضافية من رأسمال.

✓ في هذا المثال هناك 10000 سهم إضافي بسعر سوقي 5 دينار. حساب مخصصات الأرباح يصبح مدين ـ تخصم منه ـ 50000 دينار

✓ ويضاف 10000 دينار لحساب الأسهم العادية والمكون من 10000 سهم X 1 دينار

✓ أما القيمة المتبقية من القيمة السوقية (5 – 1) = 4 فتضاف إلى المدفوعات الإضافية من رأس المال والقيم هي 10000 سهم X 4 دينار = 40000 دينار.

- **رزنامة التوزيعات النقدية والمجانية** (سامي، ص. 20):

- **تاريخ التصريح بالتوزيعات Date of declaration**: هو التاريخ الذي يصرح فيه مجلس إدارة الشركة بالتوزيعات.
- **تاريخ التسجيل Date of record**: وهو التاريخ الذي يحدد المساهمين الذين لهم الحق في الحصول على التوزيعات. أي أن المساهمين المالكون لأسهم الشركة في تاريخ التسجيل فقط من يملكون الحق في التوزيعات. فإذا تم شراء سهم الشركة بعد تاريخ التسجيل فلن يكون للمالك الجديد للسهم الحق في التوزيعات.
- **اليوم الذي يسبق التوزيع Ex-dividend date**: هو التاريخ الذي يكون يومين قبل تاريخ التسجيل. فالأسهم المتداولة في هذين التاريخين لا يتحصل مالكها على التوزيعات. على اعتبار أن الأسهم العادية التي يتم شراءها

تكون مدة تسويتها في العادة ثلاثة أيام. فمثلا إذا قررت الشركة A أن يكون يوم التسجيل هو الجمعة، فيكون اليوم الذي يسبق التوزيع يوم الأربعاء. فالمستثمر الذي يشتري أسهم هذه الشركة يوم الثلاثاء يكون له الحق في التوزيعات.

- **تاريخ الدفع Payment date**: وهو التاريخ الذي تدفع فيها الشركة التوزيعات المقررة.

جـ - اشتقاق الأسهم Stocks Split:

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية لأسهمها مما يضاعف عدد الأسهم المكونة لرأسمالها، وهذا ما يطلق عليه بعملية اشتقاق أو تقسيم الأسهم. وتختلف هذه السياسة عن عملية إعادة شراء الأسهم في كونها تهدف في نهاية المطاف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم بما يسمح بزيادة الطلب عليه مما يترك أثرا إيجابيا على سيولته، ويحث المستثمرين الصغار على امتلاكها. وإلى جانب ذلك، فقد يفسر المتعاملون في السوق قرار الشركة بتجزئة أسهمها على أنه إشارة مالية Finacial Signal إلى مستقبل واعد للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على السعر السوقي للسهم (حنفي، 2003، ص ص. 255 - 256).

بافتراض أن شركة لها 01 مليون سهم بسعر 50 دولار للسهم، فإذا قررت الشركة اشتقاق سهمها بنسبة 2 مقابل 1 فإن عدد الأسهم يصبح 02 مليون سهم لكن بسعر 25 دولار للسهم. مع الملاحظة أن رأسمال الشركة سيبقى نفسه (مباركي، ص. 24).

رأس المال قبل الاشتقاق = 01 مليون سهم X 50 دولار = 50 مليون دولار.

رأس المال بعد الاشتقاق = 02 مليون سهم X 25 دولار = 50 مليون دولار.

رابعا. قراءة تسعيرة السهم في البورصة:

تنشر أسعار الأسهم عادة وغيرها من المعلومات المرتبطة بها في التقارير المالية للشركات والصحف المهتمة بعالم الاستثمار في البورصات العالمية على شكل جداول مالية حتى يطلع عليها المهتمون من المستثمرين والمضاربين. وتأخذ تلك الجداول في بورصة نيويورك للأوراق المالية الشكل التالي:

52W high	52W low	Stock	Ticker	Yield Div	Yield %	P/E	Vol 00s	High	Low	Close	Net chg
s45.39	19.75	ResMed	RMD			52.5	3831	42.00	39.51	41.50	-1.90
11.63	3.55	Revlon A	REV				162	6.09	5.90	6.09	+0.12
77.25	55.13	RioTinto	RTP	2.30	3.2		168	72.75	71.84	72.74	+0.03
31.31	16.63	RitchieBr	RBA			20.9	15	24.49	24.29	24.49	-0.01
8.44	1.75	RiteAid	RAD				31028	4.50	4.20	4.31	+0.21
s38.63	18.81	RobtHalf	RHI			26.5	6517	27.15	26.50	26.50	+0.14
51.25	27.69	Rockwell	ROK	1.02	2.1	14.5	6412	47.99	47.00	47.54	+0.24
Column 1	Column 2	Column 3	Column 4	Column 5	Column 6	Column 7	Column 8	Column 9	Column 10	Column 11	Column 12

المصدر: (مباركي، ص. 22)

العمود 1 و2 أعلى وأدنى سعر خلال 52 أسبوع 52W high & 52W low: تمثل أعلى وأدنى سعر بلغه السهم خلال 52 أسبوع (سنة واحدة).

العمود 3: اسم الشركة ونوع السهم Stock: تمثل هذه الخانة اسم الشركة. إذا لم تكن متبوعة برمز أو أحرف خاصة فالسهم هو سهم عادي. أما في الحالة العكسية فالمقصود أسهم أخرى، على سبيل المثال إذا كان اسم الشركة متبوع ب"pf" فذلك يعني أن السهم ممتاز.

العمود 4: الرمز Ticker Symbol: يمثل الرمز الممنوح للشركة بالبورصة. ويمكن للمتعامل في بحثه عن الشركة المراد التعامل بأسهمها أن يجد رمزها في البورصة وتتبع تطور أسعارها من خلال نظام التداول المثبت على موقع البورصة.

العمود 5: توزيعات السهم Dividend Per Share: تمثل التوزيعات السنوية للسهم الواحد، إذا كانت الخانة فارغة معنى ذلك أن الشركة لم تقم بتوزيع الأرباح خلال تلك السنة.

العمود 6: عائد التوزيعات Dividend Yield: هو نسبة مئوية من عائد التوزيعات. يحتسب هذا المعدل من خلال قسمة التوزيعات السنوية على سعر السهم.

العمود 7: معدل ربحية السهم Price/Earnings Ratio: يحسب هذا المعدل بقسمة السعر الحالي للسهم على ربح السهم.

العمود 8: حجم التداول Trading Volume: يمثل إجمالي الأسهم المتداولة خلال يوم واحد بالمئات.

العمودين 9 و10: أعلى وأدنى سعر يومي Day High & Low: أي أعلى وأدنى سعر بلغه السهم خلال اليوم.

الخانة 11: سعر الإقفال (الإغلاق) Close: وهو آخر سعر بلغه السهم خلال آخر جلسة تداول.

الخانة 12: التغير الصافي Net Change: يمثل التغير الصافي في سعر السهم، أي الفرق بين سعر إقفال السهم لليوم الحالي وسعر إقفاله لليوم السابق.

2. أدوات المديونية Debt Instruments:

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين، وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع. وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بـ بات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها. ومن بين أدوات المديونية السندات (**انظر الملحق رقم 3: نماذج لسندات مصدرة**).

2. 1. سندات الشركات:

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى وهو بمثابة اتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفا (دهال، 2004، ص. 6).

يعطي السند لحامله الحق في استرجاع القيمة الاسمية للسند (أصل القرض) في تاريخ لاحق، وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية أصول الشركة. ولا يعد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة له، وتبعا لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية (عطون، 2003، ص. 66).

يتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية، فضلا عن إمكانية تحقيقه لمكاسب رأسمالية خلال عملية التداول. وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوي مع قيمته الاسمية. وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها، والتي تتوقف على المركز المالي للشركة والظروف الاقتصادية السائدة، وبخاصة مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق ومعدل التضخم في الاقتصاد (عطون، 2003، ص. 67).

2. 2. السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال. وتهدف الحكومة من وراء إصدار السندات لتمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية أو لمواجهة عجز

الموازنة العامة أو كسياسة لاستهداف Target التضخم بامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد الوطني (جبار، 2002، ج 2، ص. 62). وتمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المتفق عليها. وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضمانا وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات الأعمال، نظرا لكون أن البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار. ويمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفدرالية) إصدارها كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية. وحسب يدل عليها اسمها، لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في سوق الأوراق المالية. وللسندات الحكومية أشكال عديدة أهمها:

أ. **السندات الادخارية Saving Bonds:**

هي صكوك إسمية تصدرها الخزانة العامة أو وزارة المالية ولا يمكن تداولها. وتمثل الفوائد المدفوعة على هذه السندات في قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة الاسمية للسند التي يحصل عليها المستثمر عند تاريخ الاستحقاق وسعر شرائه للسند. ومن الطبيعي أن تنخفض هذه الفوائد كلما رغب المستثمر في استعادة أمواله قبل بلوغ تاريخ الاستحقاق (الداغر، 2005، ص. 112).

ب. سندات الخزينة Treasury Bonds:

هي أداة استثمار متوسطة وطويلة الأجل قابلة للتداول، وعادة ما تنشر في إعلانات الصحف اليومية لترويجها. ولحاملها حق التصرف فيها دون انتظار موعد استحقاقها. وبالمقابل، تستطيع الهيئة التي أصدرتها استدعاءها بالقيم والتواريخ المحددة سلفا، ، إذ يتم استبدال السندات المتداولة بأخرى تميز بسعر فائدة أقل من الأولى متى كانت أسعار الفائدة السائدة أقل من تلك التي تدفعها وزارة الخزينة على سنداتها (جبار، 2002، ج2، ص ص. 64 - 65).

الاتجاهات الحديثة للسندات

ظهرت في السنوات الأخيرة من القرن العشرين أشكال جديدة من السندات لها مميزات تختلف عن سمات السندات التقليدية، فهناك السندات التي لا تحمل كوبونا، والسندات ذات معدل فائدة متحرك وسندات ذات الدخل والسندات الرديئة. وفيما يلي تفصيل لهذه الأنواع.

- **السندات دون كوبون (السندات الصفرية) Zero Coupon Bonds:**

هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية. ويمكن للمستثمر بيعها في السوق بالسعر السائد إذا ما رغب في التخلص منها دونما انتظار تاريخ استحقاقها. ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة المدفوعة لشرائها مقدار الفائدة التي يجنيها المستثمر (حنفي وقرياقص، 2000، ص. 255).

- **سندات بمعدلات فائدة متحركة (متغيرة) Floating Rate Bonds:**

يهدف هذا النوع من السندات إلى الحفاظ على مصالح كل من الشركات المصدرة وجمهور المستثمرين من مخاطر تغير بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل التضخم. ويعود ظهور هذا النوع من السندات إلى موجة التضخم التي سادت الاقتصادات الرأسمالية خلال عقد الثمانينيات. وعن طريق معدلات الفائدة المتغيرة التي توفرها هذه السندات يستطيع المستثمر التغطية ضد مخاطر تآكل القيمة الاسمية لاستثماراته من جراء ارتفاع المستوى العام للأسعار. وغالبا ما يحدد لهذه السندات معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق (الحناوي وآخرون، 2002، ص. 252).

- **السندات الرديئة (منخفضة الجودة) Junk Bonds:**

استحدث هذا النوع من السندات في الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة المسيرة، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وينجم عن ذلك

زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بالمخاطر، الأمر الذي يجعل معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعا لتعويض المستثمر عن تلك المخاطر (الهيتي، 1998، ص ص. 68 - 69).

- **السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds:**

يقصد بها السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية لنفس الشركة، بحيث يصبح حاملها من مالكي الشركة، ومن بين مساهميها العاديين؛ له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم. وتتم عملية التحويل وفق شروط محددة وخلال فترة زمنية منصوص عليها في عقد الإصدار. وتتم عملية التحويل من خلال آلية تحفيز معينة (Samak & Helmy, pp. 10 - 11). وتتلخص هذه الآلية في ضرورة أن تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء Call Price. ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم العادي مضروبة في معدل التحويل Conversion Rate، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية الجاري التحول إليها مقابل كل سند قابل للتحويل (هندي، 1995، ص. 35).

فبافتراض أن القيمة الاسمية للسند الواحد كانت 1000$ وأنه يمكن تحويله إلى أسهم عادية بمعدل خمسة أسهم لكل سند (5سهم سند). وفقا لهذه المعطيات، يمكن حساب سعر التحويل على النحو التالي:

سعر التحويل = قيمة السند ÷ عدد الأسهم ⇔ 1000÷ 5 = 200$

فإذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي الجاري التحول إليه تساوي 210$، فيمكن عندئذ حساب قيمة التحويل على النحو الآتي:

قيمة التحويل = قيمة السهم العادي × معدل التحويل ⇔ 210 × 5 = 2010$.

وهو ما يحفز مل السند حاعلى المضي في عملية التحويل طالما أن قيمة التحويل للسند أعلى من قيمته الاسمية (سعر الاستدعاء). أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي في حدود 190$، فعندها ستصبح قيمة التحويل 950$ (190×5)، وهو الأمر الذي لا يحفز حامل السند القابل للتحويل على إتمام العملية طالما أن قيمة التحويل أقل من القيمة السوقية للسند القابل للتحويل.

- **السندات المغطاة Covered Bonds:**

تعتبر السندات المغطاة إحدى الأدوات المالية الجديدة التي انتشرت في الأسواق المالية الأوروبية خلال عقد التسعينيات ٔداة لتخفيض المخاطر. وتتولى مؤسسات ائتمانية متخصصة إصدارها بقيمتها الاسمية على الأقل، كما تضمن وفاء الدين من خلال حق رجوع حامل السند عليها. وعادة ما تكون تلك السندات مضمونة من خلال الرهونات العقارية أو قروض القطاع العام أو أية أصول عقارية أخرى موثقة. ويخضع إصدار السلات المغطاة لإشراف القانون المحلي لـ ولة الذي يقوم بتحديد الأصول الصالحة لاستخدامها ضمانات لهذه السندات. وتجذب السندات المغطاة العديد من المستثمرين مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، سيما الباحثين منهم عن أنواع الاستثمار منخفض المخاطر والمتسم بجودة الأصول محل الضمان والعوائد (البنك المركزي المصري، صفحة ويب).

III. الأدوات المالية المشتقة:

تعتبر المشتقات المالية Financial Derivatives إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في السبعينيات من القرن العشرين. إذ أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة والاستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولو المتمثل بالتطور الهائل في تخزين واسترجاع المعلومات وإنجاز الحسابات المالية المعقدة والدقيقة، والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية (كمعدلات الفائدة، أسعار الصرف ومؤشرات البورصة...)، وزوال القيود المفروضة على المعاملات المالية بفعل العولمة دور بارز في ظهور هذه الإبداعات (قندوز، صفحة ويب). ومن العوامل

الهامة التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها قدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات ما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية Hedging ضد المخاطر وتحقيق العوائد الرأسمالية (Gray & Place, 1999, p. 5). كما يسهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر (قندوز، صفحة ويب).

وقد أصبح تحليل أساليب التحوط ركنا مهما في تحليل الاستثمار. و لعل من أهم المبررات الدافعة للتحديث هي (قندوز، صفحة ويب):

- تجنب مخاطر تقلب الفائدة:يعد تقلب الفائدة التي تؤ ر على الأطراف المتعاملة في السوق المالية، سواء في صورة تقلب تكلفة أو تقلب العائدملا مؤ را على النتائج المحققة في السوق المالية.
- تجنب القواعد التنظيمية: كالاحتياطي المطلوب على الودائع، والقيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع...
- التقدم التكنولو : حيث حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية وأدى ذلك إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات والقدرة على استحداث أوراق مالية مربحة للمؤسسة.

وقد شهدت تجارة هذه الأدوات رواجا كبيرا من حيث الحجم والعدد. فمن ناحية الحجم، فإن الإحصاءات تشير إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها، فمن حوالي 15 تريليون دولار خلال الفترة من 92 - 93 لتصل إلى نحو 45 تريليون في نهاية 1994، إلى حوالي 600 تريليون دولار نهاية سنة 2008. أما من حيث التنوع فقد أصبحت تشتمل على مجموعة واسعة من العقود المالية المتعلقة بكل أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرهما من الموجودات الأخرى (قندوز، صفحة ويب).

1. تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها: "عقود مالية تشتق قيمتها السوقية من قيمة أصل مالي آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط." (عطية، 2003، ص. 211).

كما يمكن تعريفها بأنها "عبارة عن عقود مالية فرعية تتعلق بفقرات خارج الميزانية." حيث تتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. ويتم تبادل المشتقات عموما في نوعين من الأسواق المالية: الأسواق المنظمة Organized Exchanges والأسواق المفتوحة (غير المنظمة) Over-the-Counter (قندوز، صفحة ويب).

وتتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي، إذ تتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد. وتتنوع تلك الأصول ما بين الأوراق المالية (أسهم وسندات وأوراق حكومية) Securities والسلع Real Commodities والعملات الأجنبية Foreign Currencies ومؤشرات البورصة Indexes ومعدلات الفائدة Interest Rates (حماد، 2001، ص. 11)، والتدفقات النقدية (قندوز، صفحة ويب).

2. المتعاملون بالمشتقات المالية:

يمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين (قندوز، صفحة ويب):

- **الفئة الأولى**: المستخدمون النهائيون Ends User. وهم الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة. وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.
- **الفئة الثانية**: الوسطاء. فئة الوسطاء Intermediaries أو المتعاملين Dealers هم الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق، وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

3. مزايا المشتقات المالية:

فضلا عن إتاحتها للمستثمرين والمضاربين فرصة تحقيق أرباح رأسمالية والتغطية ضد تغير أسعار الأصول محل التعامل (كما سنرى لاحقا من خلال الأمثلة التطبيقية) وهي الوظيفة الأساسية للمشتقات المالية، توفر هذه الأخيرة للمتعاملين وظائف ومزايا تابعة أو مشتقة نتجت عن التطبيقات المختلفة للمشتقات من طرف المؤسسات و الأفراد. ومن بينها ما يلي (قندوز، صفحة ويب):

3. 1. أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

من أبرز استخدامات عقود المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، ولتوضيح كيف تلعب المشتقات المالية هذا الدور، نفترض أننا اكتشفنا أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية، هنا عليك أن تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق، ومن المتوقع أنك ستفضل السوق الذي يحقق لك أكبر عائد على الاستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك سوف تحقق معدلا أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل، تدفعه عند التعاقد وهو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق.

وإذا ما اتفقنا على أفضلية التعامل في أسواق المشتقات نتيجة للمزايا التي أشرنا إليها، فإنه يصبح من المتوقع أن يترتب على زيادة عدد المتعاملين العارفين بالظروف الاقتصادية المستقبلية أن تزداد عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها مع الوقت، إلى أن تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، وهكذا يتضح مفهوم السعر الاستكشافي الذي تلعبه سوق المشتقات المالية، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تُظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

3. 2. إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

نفترض حالة حكومة دولة خليجية تبيع البترول بعقود مستقبلية، وقد أبرمت عقدا لبيعه بسعر 25 دولاراً للبرميل تسلم في شهر نوفمبر (مركز قصير)، وكان المشتري هو شركة الخطوط الجوية العربية، والآن لو أن سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم إلى 20 دولاراً للبرميل، حينئذ ستقوم الحكومة المعنية ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أيا كان وذلك بسعر السوق أي 20 دولار للبرميل، ولكن ماذا عن العقد المستقبلي؟

سوف بترتب على تسويته تحقيق أرباح تعوّض البائع (الحكومة الخليجية) عن الانخفاض في حصيلة بيع البترول نتيجة انخفاض أسعاره. فرغم أن المشتري (شركة الخطوط الجوية العربية) سيقوم هو الآخر بتغطية احتياجاته من البترول في السوق الحاضر في تاريخ التسليم بسعر 20 دولاراً، فإنه لن ينسى- التزامات العقد، فوفقا لقواعد المقاصة والتسوية في سوق العقود المستقبلية يصبح المشتري ملتزما بسداد الفرق بين السعر الذي التزم به العقد والسعر في السوق في تاريخ التسليم، وهو ما يعادل 05 دولارات تحصل عليها حكومة الدولة الخليجية ليكون إجمالي ما حصلت عليه 25 دولار للبرميل، وهو سعر البرميل كما هو منصوص عليه في العقد، عشرون دولار حصلت عليها من بيع البترول في السوق الحاضر بالسعر الجاري، وخمسة دولارات حصلت عليها من تسوية العقد المستقبلي في سوق العقود المستقبلية.

3. 3. إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي- للأصل من السوق الحاضر

3. 4. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

ميزة أخرى لعقود المشتقات هي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة، فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل (1000.000) مليون دولار في محفظة جيدة التنويع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، يقابل ذلك بديل آخر يخلص المستثمر من تلك المشـ ت وهو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات، وليكن مؤشر ستاند آند بور500" S&P500 مثلا، و لن يتطلب منه هذا الأمر في كل الأحوال دفع أكثر من ربع قيمة الصفقة كل.

3. 5. المساهمة في تحقيق كمال السوق:

يتحقق الكمال للسوق Market Completeness لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة.

4. أنواع المشتقات المالية:

من أبرز صور المشتقات المالية العقود الآجلة، العقود المستقبلية، والخيارات وعقود المبادلة، وصكوك الشراء اللاحقة للأسهم، أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات Derivatives on Derivatives مثل عقود المبادلات الخيارية Swaption. وفيما يلي عرض مفصل لأهم مضامين وتطبيقات هذه العقود.

2. 1. العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة Forward Contracts من أقدم صور العقود المستقبلية، وتمثل اتفاقا بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر محدد مسبقا. ومن صورها عقود الاستيراد والتصدير، حيث تتعاقد مؤسستان، أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام صفقة توريد بضائع بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق (Scannavino, 1999, pp. 62 - 64).

ومن الناحية العملية، إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ. أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

ولتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، يمكن افتراض أن مستثمرا ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء مليون جنيه إسترليني بعد 90 يوما بسعر صرف قدره 1.6065 دولارا للجنيه الواحد. وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المستثمر بشراء مليون جنيه مقابل تسديده لنحو 1606500$. فإذا ارتفع مثلا سعر صرف الجنيه مقابل الدولار إلى نحو 1.6500$ للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر ربحا قدره 43500 دولارا؛ ((1.6500 - 1.6065) × 1000000). وذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بنحو 1650000$ فور شرائها. وبالمثل، إذا نخفض سعر صرف الجنيه إلى 1.55$ عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر سيتكبد خسائر قدرها 56500$ لأن العقد الآجل سيلزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار 56500$.

2. 2. العقود المستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة بدرجة كبيرة، وإن كانت لهذه الأخيرة الأسبقية التاريخية في الظهور على مسرح المعاملات التجارية والمالية، حيث كان الإغريق أول من تعامل بها.[1] وقد أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها إلى إيجاد تقنيات التعامل بالعقود المستقبلية.

تعرف هذه العقود على أنها: "اتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا." (حماد، 2001، ص. 31). وتتمثل أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في تدني درجة مخاطر السيولة للعقود المستقبلية نظرا لإمكانية تداولها في البورصة وتميزها بالنمطية والمعيارية. كما تتميز بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة. ويعزى ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع هامش مبدئي Initial Margin لدى بيت السمسرة ضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم. ويزداد هذا الضمان تأكيدا بوجود غرف المقاصة أو غرف التسوية Clearing Houses التي تعمل على تسوية المراكز المالية للأطراف المتعاقدة يوميا (Scannavino, 1999, p. 65).

إجمالا، يمكن حصر أهم أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في الجدول الآتي:

جدول رقم 2: أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- عقود غير نمطية خاصة (شخصية) بين طرفين	- عقود نمطية لحاملها قابلة للتداول في البورصة

[1]. جرى التعامل بالعقود المستقبلية على الأصول المالية لأول مرة في بورصة شيكاغو عام 1972. وقد كان أصل التعامل حينها عملات أجنبية. أما بداية التعامل بهذه العقود فتعود إلى أيام الحضارة الإغريقية. إذ كان الفيلسوف الشهير أرسطو طالس أو من استحد ا وتعامل بها، حيث تضمنت عقود التعامل محصول الزيتون. ومنذ ذلك التاريخ، درج المتعاملون على استحداث عقود أخرى على أصول مالية وعينية متنوعة، كان آخرها العقود المستقبلية على أسعار الفائدة ومؤشرات أسعار السوق المالية.

- هناك تاريخ تسليم واحد محدد في العقد	- هناك عدة تواريخ للتسليم
- تتم تسوية العقود عند نهاية تاريخ العقد	- تتم تسوية العقود يوميا
- لا توجد هناك متطلبات الهامش المبدئي	- إلزامية تقديم الهامش المبدئي وتعديله وفق تغير الأسعار

المصدر: (حماد، 2001، ص.201)

عند بدء التعامل في سوق العقود المستقبلية، يتم تعديل الهامش المبدئي تبعا لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد؛ ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر التسوية لكل عقد مستقبلي. ووفقا لذلك، تتم تسوية المراكز المالية للأطراف المتعاقدة طالما أن بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ العقد في حالة تعثر أحد زبائنه باستخدام الهوامش المبدئية المسددة سلفا، وهو ما يمكن بيت السمسرة من تفادي مخاطر عدم السداد في حالة تعثر أحد متعامليه. وفي تاريخ استحقاق نوع معين من العقود المستقبلية تتم إضافة قيمة المكاسب إلى حساب المشتري وخصم قيمة الخسائر من حساب البائع لدى السمسار الذي يتعامل معه كل واحد منهما، أو العكس. ويمكن للمشتري الرابح سحب المكاسب من حسابه إذا رغب في ذلك. وإذا استمر سعر العقد في الارتفاع (الانخفاض) فإن البائع (المشتري) سيتحمل المزيد من الخسائر التي يمكن أن تصل إلى حد يزيد عن مقدار الهامش المبدئي، وهو ما يعرض بيت التسوية لمخاطر عدم الوفاء (هندي، 1999).

ولتجنب هذه المشكلة، يقتضي نظام الهامش المبدئي بإلزام بيت السمسرة بإجراء تسوية لمراكز الأطراف المتعاقدة مع كل تغير في أسعار العقود المستقبلية المبرمة، مع إحلال العقد القائم بعقد وبسعر جديدين، حيث يحدد ذلك السعر على أساس سعر التسوية المحدد من طرف إدارة السوق على أساس متوسط أعلى أو أدنى سعر، أو على أساس متوسط أسعار العقود المبرمة خلال فترة الإغلاق. كما يحدد بيت التسوية ما يسمى بهامش الصيانة Maintenance Margin، وهو نسبة مقتطعة من قيمة الهامش المبدئي. وعادة ما يساوي نسبة 65 % من قيمة الهامش المبدئي الذي يبلغ عادة 5 % من قيمة العقد المستقبلي. فإذا انخفضت نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى يقل عن 65 % من قيمة الهامش المبدئي، فإن السمسار يقوم بالاتصال بمتعامله وتخييره بين أمرين: إما إضافة مبلغ معين لكي يعود الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش المبدئي، أو اتخاذ ترتيبات لبيع العقد القائم أو تغييره بعقد جديد في حالة قبوله دفع المبلغ النقدي المطلوب (هندي، 1999).

إطار توضيحي رقم 5: بافتراض أن بائعا ومشتريا قد أبرما عقدا مستقبليا على مؤشر ستاندرد آند بور S&P 500، على أساس 900 نقطة (وهي القيمة التي كانت سائدة وقت إبرام العقد) في ظل هامش مبدئي مقداره 5 % من قيمة العقد، وهامش صيانة بنسبة 65 % من قيمة الهامش المبدئي، وسعر نمطي قدره 500 دولار لكل نقطة من نقاط المؤشر.

عل ضوء هذه المعطيات، يكون سعر العقد 450 ألف دولار؛ (900 نقطة × 500 دولار)، وقيمة الهامش المبدئي 22500 دولار؛ (4500000 × 5 %)، متضمنا هامش صيانة قدره 14625 دولار؛ (22500 × 65 %).

فإذا ارتفعت قيمة المؤشر في اليوم التالي لتصبح 908 نقطة فسيصبح سعر العقد 454000 دولار؛ (908 × 500 دولار). عندئذ سيحقق المشتري مكاسب قدرها 4000 دولار؛ ((908 – 900) 500 دولار) لتضاف إلى رصيد حسابه الذي سيصبح 26500 دولار. ويمكن للمشتري سحب تلك المكاسب لإعادة الهامش الفعلي (رصيد حقوق الملكية) إلى مستوى الهامش المبدئي المطلوب. ويقابل ذلك تكبد البائع لخسائر مماثلة تخصم من حسابه ليصبح رصيده 18500 دولار. وبما أن هذا الهامش الفعلي لا يزال عند الحد الكافي لتغطية هامش الصيانة المقدر بـ 14500 دولار، فلن تكون هناك حاجة

لقيام سمسار البائع بمطالبته بإضافة المزيد من النقدية لحسابه. وفي نهاية كل يوم تعامل يقوم بيت التسوية بإحلال العقد القديم بعقد جديد يحمل السعر الجديد وهو 454000 دولار.

وفي حالة ارتفاع قيمة المؤشر في اليوم الثالث إلى 920 نقطة ثم انخفاضه إلى 896 نقطة في اليوم الرابع، فإن مكاسب وخسائر طرفي العقد وحقوق ملكيتهما (الهامش المبدئي + الأرباح المحققة) يمكن حوصلتها في الجدول الآتي:

جدول رقم 3

ملخص لنتائج العقد المستقبلي على مؤشر ستاندرد آندبور 500 S&P

اليوم	سعر العقد (قيمة المؤشر × 500$)	الإجراءات المتخذة	المشتري		البائع	
			القيمة	رصيد حقوق الملكية	القيمة	رصيد حقوق الملكية
الأول	$ 450000	إيداع هامش مبدي	22500	22500	22500	22500
الثاني	$ 454000	التسوية اليومية	+ 4000	26500	- 4000	18500
		مسحوبات نقدية	- 4000	22500	-	-
		إيداع نقدي	-	-	-	-
الثالث	$ 460000	التسوية اليومية	+ 6000	28500	- 6000	12500
		مسحوبات نقدية	- 6000	22500	-	-
		إيداع نقدي	-	-	+10000	+22500
الرابع	$ 448000	التسوية اليومية	- 12000	10500	+12000 -	34500
		مسحوبات نقدية	-	-	12000	22500
		إيداع نقدي:				
		* إقفال المركز	10500	-	34500	-
		* وسحب النقدية	- 10500	-	- 34500	-

يوضح السطر الأخير في الجدول أن الهامش الفعلي للمشتري والبالغ 10500 دولار هو أقل من هامش الصيانة (14625 دولار). وبمقتضى هذه الحصيلة، يكون المشتري أمام خيارين: إما إضافة نقدية إلى حسابه استجابة لمتطلبات الهامش المبدئي (وهو خيار مرفوض)، أو إقفال مركزه (المركز الطويل Long Position) في نهاية اليوم الرابع مخافة تعرض المؤشر لمزيد من الانخفاض في قيمته. وحيث أن المشتري قد اختار هذا المسعى (كما هو مبين في آخر الجدول)، فعليه أخذ مركز عكسي (مركز قصير Short Position) على عقد مماثل – طالما أن العقد لم يبلغ تاريخ التنفيذ – وذلك بأن يدخل بائعا لعقد على مؤشر S&P 500 بسعر 448000 دولار، متحملا خسائر كلية قدرها 2000 دولار. أي:

مسحوبات نقدية (الإيرادات) – إجمالي المدفوعات = 10000 – 12000 = (- 2000 دولار)

في المقابل، سيحقق البائع بنهاية اليوم الرابع مكاسب صافية بمقدار 2000 دولار، أي:

مسحوبات نقدية (الإيرادات) – إجمالي المدفوعات = 12000 – 10000 = (2000 دولار)

2. 3. عقود الاختيار:

تمثل عقود الاختيار Option Contracts إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين والمضاربين على حد سواء فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول وتحقيق الأرباح الرأسمالية. ويعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الاختيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء (Jacquillat & Solnik, 1997, p. 316).

ويقصد بعقود الاختيار اتفاقا بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ صفقة شراء أو بيع أصل محدد (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات البورصة...) لطرف ثان في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد وقت الاتفاق، مقابل عمولة غير قابلة للاسترجاع تدفع للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة Premium على ممارسة حق الاختيار (الحناوي، 1998، ص. 331).

ويأخذ موعد تنفيذ العقد المبرم شكلين رئيسيين هما: عقد الاختيار الأوروبي European Option الذي يلزم صاحبه بممارسة حق الاختيار في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق. أما الشكل الآخر وهو عقد الاختيار الأمريكي American Option، ويعطي الحق لصاحبه في تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة من وقت إبرام الاتفاق إلى غاية التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته (الداغر، 2005، ص. 126). ويسمى السعر المتفق عليه للتنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ Exercise/ Striking Price. وغالبا ما يساوي القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام العقد، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق Market Price الذي يمثل السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ العقد (هندي، 1995، ص. 59).

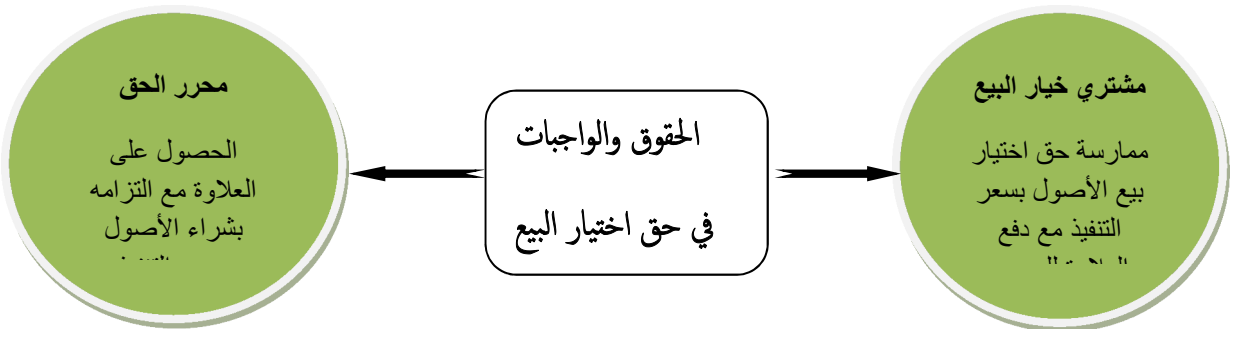
وتنقسم عقود الاختيار إلى عدة أنواع، فبالنظر إلى نوع الاختيار محل العقد، تنقسم إلى: عقود اختيار البيع، وعقود اختيار الشراء، وعقود الاختيار المركبة. كما تتنوع بالنظر إلى نوع الأصل محل الاختيار إلى: عقود الاختيار على الأوراق المالية، عقود الاختيار على السلع، عقود الاختيار على العملات، وعقود الاختيار على مؤشرات الأسهم.

وتتنوع بالنظر إلى التسليم أو ملكية الأصل محل الاختيار من عدمها إلى نوعين: الاختيار المغطى، والاختيار غير المغطى (المكشوف). ويقصد بالاختيار المغطى أن يكون المحرر في اختيار الشراء مالكا للأوراق المالية، أو السلع، أو العملات التي التزم ببيعها بمقتضى بيعه لحق الشراء، بحيث يقوم بتسليمها في تاريخ الاستحقاق. في حين يقصد بالاختيار غير المغطى أن المحرر حين حرر اختيار الشراء لم يكن يملك الأوراق المالية، أو السلع، أو العملات التي التزم ببيعها، وإنما يحرر عليها الاختيار بنية أن يقوم بشرائها من السوق، وتسليمها للمشتري، عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء (آل فواز، 2010، ص ص. 100).

ومراعاة للاختصار فسيتم فيما يلي الاقتصار على عقد اختيار الشراء وعقد اختيار البيع للتعريف بهما، ومناقشة آلية عملهما.

أ - **حق اختيار البيع Put Option:**

يتيح هذا الحق دون الإلزام للمستثمر فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض قيمتها السوقية من خلال منحه القدرة على إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر الحق) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأصل محل الاتفاق خلال فترة العقد عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر أو مشتري حق البيع الحق في بيع الأصل لمحرر العقد بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض في سعر الأصل، وذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري حق الاختيار لمحرر الحق كثمن لممارسة حق تنفيذ العقد من عدمه، وهي عمولة غير قابلة للرد. وتمثل تعويضا لمحرر الحق عن مقدار المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها إذا ما انخفضت أسعار الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلا (Halifax Investment Services Limited, 2012, p. 13).



ويلاحظ أن مشتري حق اختيار البيع يتوقع أن تنخفض أسعار الأصل في المستقبل بينما يتوقع محرر اختيار البيع ارتفاع أسعار الأصل. ويحقق مشتري حق اختيار البيع في حالة ثبوت توقعاته أرباحا غير محدودة عند الانخفاض المتواصل في سعر الأصل، في حين يتكبد خسارة محدودة ممثلة في علاوة شراء الحق في حالة ارتفاع أسعار الأصل، على عكس محرر العقد الذي يتكبد أرباحا غير محدودة في حالة ارتفاع أسعار الأصل وتحقيقه أرباحا بمقدار قيمة العلاوة (Jacquillat & Solnik, 1997, p. 319)، كما هو موضح في الشكل أدناه، وذلك بافتراض أن سعر تنفيذ عقد خيار البيع قد حدد بنحو 2.50$ وبعلاوة قدرها 0.20$.

تشير نقطة التعادل Break-even Point في الشكل 4، والمقدرة بنحو 2.30$؛ (2.50 - 0.20) إلى الوضع الذي لا يحقق فيه طرفي العقد لا ربح ولا خسارة من جراء تنفيذ العقد. وتحسب بالمعادلة التالية (National Futures Association, 2000, pp. 14 - 15):

نقطة التعادل = سعر تنفيذ خيار البيع – (العلاوة + تكاليف وعمولات الصفقة)

شكل رقم 4

أرباح وخسائر طرفي عقد خيار البيع

Source: (Australian Securities Exchange, 2013, p. 25)

إطار توضيحي رقم 6: حق اختيار البيع

بافتراض أن مستثمرا ما يتوقع انخفاض سعر سهمه بعد شهر. ومن اجل حماية نفسه من مخاطر تقلب الأسعار قام بشراء حق خيار بيع هذا السهم بسعر تنفيذ (ممارسة) 50 دولارا وعلاوة قدرها 2 دولار للسهم، على أن ينفذ العقد بعد مرور شهر من تاريخ إبرامه. فلو تحققت توقعات هذا المستثمر عن تاريخ تنفيذ العقد، وانخفض فعلا السعر السوقي للسهم

عن سعر التنفيذ ليصل إلى 45 دولار فعندئذ سيطلب مشتري حق اختيار البيع من محرر الحق (المشتري) تنفيذ العقد بشراء السهم بسعر التنفيذ المحدد بـ 50 دولار بدلا من 45 دولار، وهو ما يحقق له (أي بائع السهم) ربحا إجماليا قدره 5 دولار للسهم على النحو الذي توضحه المساواة التالية:

ربح مشتري حق اختيار البيع (قيمة الاختيار) = سعر التنفيذ (الممارسة) – السعر السوقي للسهم لحظة تنفيذ العقد

= 50 – 45 = 5 دولار

وفي المقابل، يمثل هذا الربح خسارة محرر الحق (مشتري السهم). وطالما أن مشتري الحق (البائع) سبق وان دفع لمحرر الحق علاوة غير قابلة للاسترجاع قدرها 2 دولار للسهم، فإن صافي ربحه هو 3 دولار (5 – 2). ويمثل في الوقت ذاته صافي خسارة محرر الحق. وهكذا تزداد أرباح مشتري حق اختيار البيع كلما انخفض السعر السوقي للسهم لحظة التنفيذ عن سعر ممارسة الحق. ويقابل ذلك تحقيق محرر الحق لخسائر متزايدة على النحو الذي يلخصه الجدول أدناه.

جدول رقم 4: الاحتمالات الممكنة والنتائج المترتبة (الأرباح والخسائر) عن تقلب سعر السهم لحظة تنفيذ العقد

الحالات الممكنة	القرار	السعر السوقي للسهم لحظة التنفيذ	مشتري حق اختيار البيع (البائع)		محرر حق الاختيار (المشتري)	
			المكاسب أو الخسائر	صافي الربح أو الخسارة	المكاسب أو الخسائر	صافي الربح أو الخسارة
الحالة 1	تنفيذ	$ 45	5 = 45 – 50	3= 2 – 5	5 -	3- = 2+5-
الحالة 2	تنفيذ	$ 40	10 = 40 – 50	8 = 2 – 10	10 -	8-=2+10-
الحالة 3	تنفيذ (نقطة تعادل)	$ 48	2 = 48 – 50	0 = 2 – 2	2 -	0=2+2-
الحالة 4	تنفيذ	$49	1 = 49 – 50	1 - = 2 – 1	1-	1-2+ 1-
الحالة 5	تنفيذ أو عدم التنفيذ	$ 50	0 = 50 – 50	2 - = 2 – 0	2	2
الحالة 6	$ 51	في حالة التنفيذ	1- = 51 – 50	3- = 2-1-	2	2
		عدم التنفيذ (بيع السهم في السوق)	خسارة العلاوة ($2)	2-	2	2
الحالة 7	$ 55	عدم التنفيذ	خسارة العلاوة ($2)	2-	2	2

يتضح من الجدول قيام مشتري حق اختيار البيع بتنفيذ العقد في الحالات الأربع الأولى ببيعه للسهم طالما كانت تغيرات السعر السوقي في صالحه لحظة تنفيذ العقد. وتمثل الحالة الثالثة نقطة التعادل؛ (سعر الممارسة – العلاوة = السعر السوقي)ن حيث لا يحقق فيها الطرفان لا ربح ولا خسارة من جراء تنفيذ العقد. بينما في الحالة الخامسة يكون مشتري الحق أمام خيارين متساويين من حيث النتائج، إما بتنفيذ العقد وعندئذ تحمل خسارة العلاوة، أو العدول عن ذلك وتحمل نفس الخسارة، والتي تمثل ربح محرر الحق. أما في الحالة التي ينخفض فيها السعر السوقي للسهم إلى نحو 51 $ فإن مشتري الحق سيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد بالتراجع عن بيع السهم لمحرر الحق بالسعر المنصوص عليه في العقد، طالما يمكن بيعه بسعر سوقي يزيد عن سعر التنفيذ. متكبدا بذلك خسارة 2 $ بدلا من خسارة صافية قدرها 3 $ للسهم الواحد في حالة تنفيذ العقد. وبالمثل يتحمل مشتري الحق في حالة عدم تنفيذه للعقد في الحالة الخيرة خسارة قدرها 2 $ بدلا من 7 $ في حالة التنفيذ. بينما يمثل ربح محرر الحق في هذه الحالة 2 $ (العلاوة).

ب - حق اختيار الشراء Call Option:

يتيح حق اختيار الشراء دون الإلزام للمستثمر فرصة حماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأصل يرغب في شرائه مستقبلا، حيث يمنحه هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر حق اختيار الشراء) بتنفيذ الاتفاق في أجله المحدد إذا ما ارتفعت أسعار الأصل خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ). ويضمن المستثمر في

هذه الحالة حصوله على الأصل محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر الحق بغض النظر عن مقدار الارتفاع في سعر الأصل عن سعر التنفيذ. ويحصل محرر حق اختيار الشراء مقابل ذلك على مكافأة من المستثمر نظير تحمله المخاطر والخسائر إذا ما ارتفعت أسعار الأصل محل العقد (Halifax Investment Services Limited, 2012, p. 13).

وكما في حالة حق اختيار البيع، فإن توقعات كل من مشتري الحق ومحرر حق اختيار الشراء تكون متباينة. فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأصل في المستقبل، فإن محرر الحق يتوقع عكس ذلك. وعمليا، فإن مالك خيار الشراء يستطيع تحقيق مكاسب غير محدودة في حالة الارتفاع المستمر للسعر، في حين أن خسارته القصوى محدودة بمقدار العلاوة المدفوعة لشراء الحق من محرره في حالة عدم التنفيذ. وعلى النقيض من ذلك، فإن خسارة محرر حق اختيار الشراء غير محدودة عند ارتفاع السعر، في حين أن مكاسبه محدودة بمقدار العلاوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار (الداغر، 2005، ص. 127)، وذلك على النحو الموضح في الشكل التالي، مع افتراض أن سعر تنفيذ عقد خيار الشراء قد حدد بنحو $27.00 وبعلاوة قدرها $0.50.

وتحسب نقطة التعادل Break-even Point في الشكل 5، والمقدرة بنحو $27.50؛ (27.00+0.50) بالمعادلة التالية (National Futures Association, 2000, pp. 13 - 14):

نقطة التعادل = سعر تنفيذ خيار الشراء + العلاوة + تكاليف وعمولات الصفقة

شكل رقم 5

أرباح وخسائر طرفي عقد خيار الشراء

Source: (Australian Securities Exchange, 2013, p. 25)

وتجدر الإشارة إلى أن تنفيذ عقود الاختيار في أغلبية الصفقات الجارية في أسواق الخيارات لا تستلزم تسليم واستلام الأصل موضوع التعاقد. فقد يتحقق التنفيذ من خلال حساب الفروق المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى

التسليم والاستلام الفعلي للأصول محل التعاقد. أي أن التسوية في سوق الاختيار هي تسوية نقدية Cash Settelment.

إطار توضيحي رقم 7: حق اختيار الشراء

بافتراض أن مستثمرا ما يتوقع ارتفاع سعر سهم شركة ما ويرغب في شرائه مستقبلا. ومن أجل حماية نفسه من مخاطر تقلب الأسعار قام بإبرام عقد اختيار شراء هذا السهم بسعر تنفيذ (ممارسة) 100 دولار وعلاوة قدرها 5 دولار للسهم، على أن ينفذ العقد بعد شهر من لحظة إبرامه. فلو تحققت توقعاته عند تاريخ تنفيذ العقد، وارتفع فعلا السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ ليصل إلى 110 دولار فعندئذ سيطلب مشتري حق اختيار الشراء من محرر الحق (البائع) تنفيذ العقد ببيعه للسهم بسعر التنفيذ المحدد بـ 100 دولار بدلا من 110 دولار، وهو ما يحقق له (المشتري) ربحا إجماليا قدره 10 دولار للسهم على النحو الذي توضحه المساواة التالية:

ربح مشتري حق اختيار الشراء (قيمة الاختيار) = السعر السوقي للسهم لحظة التنفيذ – سعر التنفيذ أو الممارسة

= 110 – 100 = 10 دولار

وفي المقابل، يمثل هذا الربح خسارة محرر الحق (بائع السهم). وطالما أن مشتري الحق سبق ان دفع لمحرر الحق علاوة غير قابلة للاسترجاع قدرها 5 دولار للسهم، فإن صافي ربحه سيبلغ 5 دولار (10 – 5). ويمثل في الوقت نفسه صافي خسارة محرر الحق. وهكذا تزداد أرباح مشتري حق اختيار الشراء كلما ارتفع السعر السوقي للسهم لحظة التنفيذ عن سعر ممارسة الحق. ويقابل ذلك تحقيق محرر الحق لخسائر متزايدة على النحو المبين في الجدول أدناه.

جدول رقم 4: الاحتمالات الممكنة والنتائج المترتبة (الأرباح والخسائر) عن تقلب سعر السهم لحظة تنفيذ العقد

الحالات الممكنة	القرار	السعر السوقي للسهم لحظة التنفيذ	مشتري حق اختيار الشراء (المشتري)		محرر حق الاختيار (البائع)	
			المكاسب أو الخسائر	صافي الربح أو الخسارة	المكاسب أو الخسائر	صافي الربح أو الخسارة
الحالة 1	تنفيذ	$ 110	10 = 100 – 110	5= 5 – 10	10 -	5- = 5+10-
الحالة 2	تنفيذ	$ 115	15 = 100 – 115	10 = 5 – 15	15 -	10-=5+15-
الحالة 3	تنفيذ (نقطة تعادل)	$ 105	5 = 100 – 105	0 = 5 – 5	5 -	0=5+5-
الحالة 4	عدم التنفيذ	$ 98	5-	5 - = 5 – 0	5	5
الحالة 5	تنفيذ أو عدم التنفيذ	$ 100	5-	5 - = 5 – 0	5	5

يتضح من الجدول قيام مشتري حق اختيار الشراء بتنفيذ العقد في الحالات الثلاثة الأولى بشرائه للسهم طالما كانت تغيرات السعر السوقي في صالحه لحظة تنفيذ العقد. وتمثل الحالة الثالثة نقطة التعادل؛ (سعر الممارسة + العلاوة = السعر السوقي)، حيث لا يحقق فيها الطرفان لا ربح ولا خسارة من جراء تنفيذ العقد. أما في الحالة الرابعة التي ينخفض فيها السعر السوقي للسهم إلى 98 دولار فإن مشتري الحق سيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد بالتراجع عن شراء السهم من محرر الحق بالسعر المنصوص عليه في العقد، طالما يمكن شراؤه بسعر سوقي يقل عن سعر التنفيذ، متحملا خسارة قدرها 5 دولار بدلا من خسارة إجمالية قدرها 7 دولار للسهم في حالة تنفيذ العقد. وتمثل في الوقت نفسه ربح محرر الحق (البائع). بينما في الحالة الأخيرة يكون مشتري الحق أمام خيارين متساويين من حيث النتائج؛ إما تنفيذ العقد وعندئذ تحمل خسارة العلاوة، أو العدول عن ذلك وتحمل نفس الخسارة، والتي تمثل ربح محرر الحق.

5. 4. عقود المبادلة:

تمثل عقود المبادلة Swaps إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر Hedging Risks. وتعرف هذه العقود بأنها سلسة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية. وعلى عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها يوميا (Gray & Place, 1999, pp. 5 - 13). وتعتبر عقود مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة أبرز أنواع هذه العقود. وبمقتضى هذا النوع من العقود يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الآخر للعقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة (حماد، 2001، ص. 214). وغالبا ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساو لسعر LIBOR (London Inter Banks Offering Rate) الذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك في لندن. وتحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد مبادلة معدلات الفائدة (الداغر، 2005، ص. 138).

وغالبا ما يخصص الأصل الرأسمالي محل التعامل بين طرفي العقد لحساب معدل الفائدة ولا تجري مبادلته فعليا. لذلك يدعى بالأصل الوهمي، حيث أن المبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد دون رأس المال.

إطار توضيحي رقم 8: آلية عمل عقود مبادلة معدلات الفائدة

بافتراض أن أحد البنوك التجارية وليكن البنك A سوق شهادات إيداع مدتها خمس سنوات بمبلغ إجمالي قدره 500 مليون$ وبمعدل فائدة ثابت قدره 9 %، وباعتبار أن هذا البنك يعمل في نشاط إقراضي قصير الأجل وبمعدلات فائدة متغيرة فإن إيراداته ستنخفض بانخفاض معدل الفائدة على قروضه الممنوحة للمستثمرين، بينما ستبقي التزاماته تجاه المودعين ثابتة، أي 45 مليون دولار (9% × 500 مليون). وبالمقابل فإن البنك B يقوم باستثمار مبلغ قدره 500 مليون دولار في قطاع الإسكان ويدر له معدل عائد ثابت قدره 11%، غير أن البنك يعاني من مخاطر ارتفاع الفائدة على ودائعه قصيرة الأجل وبالنتيجة انخفاض أرباحه، لذلك من مصلحته الحصول على مكافأة تكون بمقدار معدلات الفائدة السائدة في السوق.

وتفاديا لهذه الإشكالية، يمكن للبنكين A وB إبرام عقد لمبادلة معدلات الفائدة طالما أن البنك A يرغب في مبادلة معدل فائدة متغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت لا يقل عن 9%، بينما يرغب البنك B في مبادلة معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير يزيد عن معدل الفائدة الذي يدفعه على ودائعه. وبالنتيجة وافق البنك A على استلام فائدة بمعدل 10% على مبلغ 500 مليون دولار تدفع له شهريا على أن يتحصل البنك B من البنك A على معدل فائدة متغير على أساس معدل LIBOR.

فبافتراض أنه بعد مرور شهر على إبرام العقد بين الطرفين بلغ معدل الفائدة المتغير على أساس LIBOR 10.5%، وتبعا لذلك ستكون قيمة المدفوعات التي سيؤديها البنك A للبنك B هي 108325 دولارا. وقد تم حساب هذه القيمة بالمعادلة الآتية:

المدفوعات = (معدل الفائدة المتغير - معدل الفائدة الثابت) × (عدد الأيام ÷ 360) × قيمة العقد

= (0.105 - 0.10) × (30 ÷ 360) × 500000000 = 108325$.

أما إذا انخفض معدل الفائدة وأصبح في حدود 9.5 % على أساس LIBOR، عندئذ سيصبح البنك B ملزما بدفع ما مقداره 208333.33$ للبنك A، أي:

المدفوعات = (0.095 - 0.10) × (30 ÷ 360) × 500000000 = 208333.33$.

5. 5. صكوك (حقوق) الشراء اللاحقة للأسهم Warrants:

وهي عبارة عن حقوق اختيار طويلة الأجل Long Term Options تتيح لحاملها الحق في شراء عدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقي السائد وقت التنفيذ (Samak & Helmy, p. 11). وعادة ما توزع صكوك شراء الأسهم مع السندات الجديدة (أو الأسهم الممتازة الجديدة) لتحفيز المدخرين على الاستثمار في الأسهم العادية والاستثمار في سندات الشركة ذات معدلات كوبون منخفضة نسبيا (الحناوي، 2004، ص. 20).

وتستخدم أيضا صكوك الشراء اللاحقة من طرف الشركات الصغيرة التي تتميز بمعدلات نمو متزايدة، حيث تتيح هذه الصكوك فرصة لهذه الشركات لبيع سنداتها أو أسهمها الممتازة. ومثل هذه الشركات ينظر إليها على أنها تتصف بدرجة مخاطرة مرتفعة ولا يمكن بيع سنداتها (أو أسهمها الممتازة) إلا في حالة ارتفاع معدلات الفائدة عليها بشكل محسوس، ولتحقيق ذلك تقوم مثل هذه الشركات بطرح صكوك شراء لأسهمها مصاحبة لتلك السندات مما يمنح حامل السند فرصة المشاركة في نمو ربحية الشركة (Samak & Helmy, p. 11)، ما يعني تحفيز المستثمر على قبول معدلات الفائدة المنخفضة على هذه السندات. كذلك يمكن إصدار هذه الصكوك عند إعادة تنظيم إحدى الشركات أو عند إدماج شركتين معا. ومن الملامح الأخرى لهذه الصكوك ما يلي (محروس، 1993، ص. 26):

- هذه الصكوك لا تتيح لحاملها حق الحصول على فائدة محددة أو توزيعات أرباح معينة، وإنما مجرد الحق في شراء عدد معين من أسهم الشركة المصدرة بسعر معين خلال فترة محددة.
- قد تكون هذه الحقوق قابلة للاستدعاء (أي إعادة الشراء من قبل الشركة المصدرة لها)، مما قد يضطر حاملها إلى ممارسة حقهم في شراء أسهم الشركة بالسعر المحدد في العقد.
- الحقوق القابلة للاستدعاء تباع بسعر أقل من تلك غير القابلة للاستدعاء.
- في حين أن فترة صلاحية حقوق الشراء والبيع (حقوق الخيار) التي يحررها الأفراد لا تتعدى تسعة أشهر في اغلب الأحوال، فإن حقوق الشراء التي تصدرها الشركات تمتد لعدة سنوات.
- يمكن للشركة المصدرة مد فترة سريان هذه الحقوق بعد إصدارها، كما قد تكون تلك الحقوق دون تاريخ انتهاء (مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية).
- كلما ارتفع سعر سهم الشركة المصدرة في السوق – أو كانت هناك توقعات بارتفاعه – ارتفع سعر هذه الحقوق، والعكس صحيح.
- تحمل هذا الحقوق توقعات بتحقيق ربح أعلى ومخاطر أكبر من حقوق الشراء والبيع التي يصدرها المستثمرون.

وعند إصدار هذه الحقوق، فغن الشركة المصدرة تحدد قيمتها طبقا للمعادلة الآتية (محروس، 1993، ص. 27):

$$V \quad n\ P - E$$

حيث ترمز V إلى قيمة حق أو صك الشراء، وn عدد السهم المقابلة لكل حق على حدة، وP سعر السهم في السوق وقت إصدار الحق، وEp سعر الممارسة.

فإذا كان صك شراء يتيح لحامله فرصة شراء ثلاثة أسهم عادية من أسهم الشركة المصدرة،وكان سعر السهم في السوق وقت إصدار الصك (الحق) 80 دولار، وسعر الممارسة 75 دولار، فإن قيمة هذا الصك تحسب كما يلي:

$$V \quad 3\ 80 - 75 \quad 15\$$$

أي 15 دولار لكل حق شراء. وهنا يجب ملاحظة أنه إذا كان سعر الممارسة مساو لسعر السوق أو أكبر منه، فإن قيمة حق الشراء ستصبح معدومة (لأن هذه القيمة لا يمكن أن تكون قيمة سالبة)، ولكن هذه الحقوق تباع بقيمة أكبر

من قيمتها النظرية (القيمة المحسوبة عن طريق المعادلة)، وذلك بسبب توقع ارتفاع سعر السهم في السوق خلال فترة سريان تلك الحقوق.

إطار توضيحي رقم 9: المشتقات المالية وأزمات أسواق رأس المال

شفت التحقيقات العلمية عقب انتهاء الكساد العظيم في 1929 – 1933 عن أن أسواق رأس المال كانت سبباً أساسياً في حدوثه لأسباب قصور التشريعات عن تحقيق الانضباط في التعامل وسبب الممارسات الصورية والاحتكار واستغلال ثقة العملاء واتفاقيات التلاعب. ثم جاء يوم الاثنين الأسود 1987/10/19 ليكشف عن أن أسواق رأس المال ليس في الولايات المتحدة فحسب بل وفي كافة أنحاء العالم غير قادرة عن مقاومة هبوط مفاجئ في الأسهم وبدأت الأزمة بخلل في التوازن بين العرض والطلب من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل ثم تعددت التفسيرات والتقارير والدراسات للأزمة وساد الاعتقاد إلى حد ما بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية ومنتصف السبعينات وأوائل الثمانينيات وأسواق العقود المستقبلة في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه عام 1972 هي التي تسببت في إحداث الأزمة في العالم بأسرة.

VI. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

س 1. أذكر طريقين تتبعها الشركات المساهمة لتخفيض أسعار أسهمها في السوق الثانوية مع الشرح المفيد.

ج. الآليات التي تتبعها الشركات المساهمة لتخفيض أسعار أسهمها في السوق الثانوية.

- **سياسة توزيع الأسهم المجانية:** يقصد بها إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من منحه توزيعات نقدية. وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم وحسب ما تقرره إدارة الشركة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم نتيجة تزايد عدد الأسهم المكون لرأسمال الشركة، وانخفاض ربحيه السهم الواحد بالتبعية. وتلجأ الشركات إلى هذه السياسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.

- **سياسة اشتقاق الأسهم:** يقصد بها تجزئة الشركة للقيمة الاسمية لأسهمها المصدرة على نحو يؤدي إلى تخفيضها ومن ثم مضاعفة عدد الأسهم المكونة لرأسمالها. يترتب عن هذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للأسهم المشتقة بنفس نسبة الانخفاض في قيمتها الاسمية، نظرا لتزايد عدد أسهم الشركة القائمة، وهو الأمر الذي يسمح بزيادة الطلب عليها ودعم سيولتها. وغالبا ما يفسر المتعاملون في السوق قرار الشركة بتجزئة أسهمها على أنه إشارة مالية إلى مستقبل واعد للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على السعر السوقي للسهم.

س 2. حدد بدقة مفهوم المصطلحات التالية:

- علاوة الإصدار للورقة المالية.

- قيمة الخصم على الأوراق المالية.

- حقوق الملكية للأسهم العادية.

ج. تحديد معنى المصطلحات المالية التالية:

- **علاوة الإصدار:** هي مبلغ نقدي تحصل عليه الجهة المصدرة للورقة المالية. وتساوي قيمة الفرق بين القيمة السوقية التي بيعت بها الورقة المالية لحظة الإصدار والقيمة الاسمية (سعر الإصدار) للورقة المالية.

مثال: القيمة السوقية للسهم لحظة الإصدار 100 دولار، والقيمة الاسمية 80 دولار

علاوة الإصدار = 100 – 80

= 20 دولار.

- **قيمة الخصم على الورقة المالية:** وهي عكس علاوة الإصدار من حيث هي مقدار نقدي مقتطع من القيمة الاسمية للأوراق المالية المصدرة والذي تخلت عنه الشركة من جراء بيعها لأوراقها المالية بقيمة سوقية تقل عن قيمتها الاسمية. ويحدث الخصم على الأوراق المالية عادة حينما لا تدر الورقة المالية عائد متوقع يكا العائد السائد في السوق. ومن ثم فقد وجب خصمها لحمل المستثمرين على شرائها.

مثال: القيمة السوقية للسهم 80 دولار، والقيمة الاسمية 100 دولار.

قيمة الخصم على الورقة المالية = 80 – 100

= - 20 دولار.

- **حقوق الملكية للأسهم العادي:** وتدعى حقوق المساهمين. وتمثل إجمالي الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار ومجموع قيم الأسهم العادية للشركة.

س 3. **مسألة.**

مستثمر بريطاني يود بعد شهر بيع سهم لشركة فيسبوك المدرجة في بورصة نيويورك، غير أنه يواجه خطر انخفاض سعره. لذا قرر إبرام عقد آجل لبيع السهم بعد شهر بسعر تنفيذ قدره 500 دولار. ورغبة في حماية نفسه من خسائر الصرف الناتجة عن انخفاض سعر صرف الدولار مقابل الجنيه الإسترليني عند حلول أجل التسليم والاستلام، قرر هذا المستثمر في نفس الوقت إبرام عقد خيار مع أحد البنوك لبيع 500 $ بعد شهر بسعر تنفيذ قدره 1 £ مقابل 1,22 $، وعلاوة بنسبة 0.25 % من قيمة العقد الآجل.

فبافتراض أنه بتاريخ تنفيذ العقدين (بعد شهر) كان:

السعر الآني لـ ولار مقابل الجنيه الإسترليني في حدود الاحتمالات التالية:

1.25 $ = 1 جنيه استرليني

1.29 $ = 1 جنيه استرليني

1.18 $ = 1 جنيه استرليني

- السعر السوقي للسهم محل العقد الآجل: 500 دولار.

المطلوب: ناقش هذين العقدين محددا نقاط التنفيذ وعدم التنفيذ مع التعليل، مع حوصلة نتائجها الصافية (المكاسب والخسائر) مقدرة بالجنيه.

ملاحظة: - تحول قيمة العلاوة من الدولار إلى الجنيه باعتماد سعر الصرف. 1 £ = 1,22 $.

- أخذ ثلاثة أرقام وراء الفاصلة دون تقريب.

حل المسألة:

1. تلخيص أرباح وخسائر طرفي عقد اختيار بيع عملة الدولار مع توضيح حالات تنفيذ وعدم تنفيذ العقد.

سعر تنفيذ العقد = **£ 1 = $ 1.22**

علاوة عقد خيار بيع 500 دولار= سعر بيع السهم × 0.25 %

= 500 $ × 0.25 % = 1.25 $ ⇔ 1.024 £

جدول ملخص لنتائج عقد خيار بيع عملة الدولار

الحالات	السعر السوقي عند تنفيذ العقد	القرار	مشتري حق اختيار بيع 500 دولار (المستثمر البريطاني)		محرر الحق (البنك)	
			النتائج الإجمالية (بالجنيه)	الأرباح والخسائر الصافية (بالجنيه)	النتائج الإجمالية (بالجنيه)	الأرباح والخسائر الصافية (بالجنيه)
1	£ 1 = $ 1.25	تنفيذ العقد	(400-409.836) = £ 9.836	(1.024- 9.836) = £ 8.812	£ 9.836 -	£ 8.812 -
2	£ 1 = $ 1.29	تنفيذ العقد	(387.596-409.836) = £ 22.24	(1.024- 22.24) = £ 21.216	£ 22.24-	£ 21.216-
3	£ 1 = $ 1.18	عدم تنفيذ العقد	£ 1.024-	£ 1.024-	£ 1.024	£ 1.024

التعليل:

من الممكن قيام مشتري حق خيار البيع بتنفيذ العقد بعد شهر في الحالتين الأولى والثانية (1، 2) نظرا لإمكانية تحقيقه مزيدا من المكاسب الرأسمالية في حالة تنفيذه للعقد المبرم. أما الحالة الثالثة فتنتهي بالإحجام عن تنفيذ المستثمر (مشتري حق خيار البيع) للعقد في ظل سعر الصرف المحتمل أن يسود لحظة تنفيذ العقد، نظرا لعدم تحقق توقعاته (انخفاض سعر صرف الدولار) ومن ثم خسارته للعلاوة فقط.

2. مكاسب وخسائر المستثمر البريطاني في العقد الآجل:

بالتوازي مع ذلك، تتأثر نتائج عقد البيع الآجل للسهم بأوضاع المستثمر البائع في عقد خيار البيع لعملة الدولار. وطالما أن العقد الآجل ملزم للطرفين (مشتري السهم وبائعه)، فإن تنفيذه واقع في كل الأحوال. ويمكن حصر مكاسب وخسائر البائع البريطاني تبعا لأوضاع صرف الدولار مقابل الجنيه على النحو التالي:

الحالة الأولى: £ 1 = $ 1.25

المكاسب الإجمالية للعقد الآجل للبائع البريطاني = (409.836 – 409.836) = £ 0

الحالة الثانية: £ 1 = $ 1.29

المكاسب الإجمالية للعقد الآجل للبائع البريطاني = (409.836 – 409.836) = £ 0

الحالة الثالثة: £ 1 = $ 1.18

المكاسب الإجمالية للعقد الآجل للبائع البريطاني = (423.728 – 423.728) = £ 0

3. المكاسب الصافية للمستثمر البريطاني المترتبة عن العقدين:

الحالة الأولى: £ 1 = $ 1.25

المكاسب الصافية للعقدين = مكاسب العقد الآجل + المكاسب الصافية لعقد الخيار

£ 8.812 + 0 =

£ 8.812 =

الحالة الثانية: 1.29 $ = 1 £

المكاسب الصافية للعقدين = مكاسب العقد الآجل + المكاسب الصافية لعقد الخيار

£ 21.216 + 0=

£ 21.216 =

الحالة الثالثة: 1.18 $ = 1 £

الخسائر الصافية للعقدين = مكاسب العقد الآجل + الخسائر الصافية لعقد الخيار

(£ 1.024 -) + 0 =

£ 1.024 - =

تمارين للمراجعة

التمرين الأول:

أذكر بدقة أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

التمرين الثاني:

إليك المعطيات التالية الخاصة بحسابات شركة المستقبل .

- عدد الأسهم المصدرة من طرف الشركة: 2000000 سهم.
- منها أسهم ممتازة وعددها: 500000 سهم.
- القيمة الاسمية للسهم: 20 د ج.
- القيمة السوقية للسهم عند الإصدار: 80 د ج.
- مجموع الأرباح المحتجزة والاحتياطات: 30000000 د ج.

- **المطلوب:** أوجد ما يلي:

- إجمالي علاوة الإصدار لأسهم الشركة.
- إجمالي الأموال الخاصة لهذه الشركة.
- القيمة الدفترية للسهم العادي لهذه الشركة.
- القيمة السوقية الجديدة للسهم العادي في ظل صدور قرار إدارة الشركة بعد فترة من النشاط بتوزيع أرباح بقيمة 10000000 د ج على المساهمين العاديين.

التمرين الثالث:

إليك سندا قابل للتحويل إلى أسهم عادية بقيمة اسمية قدرها 2000 دولار، وبمعدل تحويل قدره 4 أسهم عادية لكل سند قابل للتحويل.

- المطلوب: أوجد ما يلي:

- سعر التحويل لهذا السند.
- قيمة التحويل في الحالتين التاليين، مع بيان أي الحالتين يكون فيها لحامل السند الحافز على إجراء عملية التحويل:
  - القيمة السوقية للسهم العادي لحظة التحويل (الاستدعاء): 550 دولار.
  - أو: القيمة السوقية للسهم العادي لحظة التحويل (الاستدعاء): 490 دولار.

التمرين الرابع:

مستورد جزائري عليه التزام (دين) واجب السداد بعد أربعة أشهر بمبلغ 800000 دولار، وهو متخوف من ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الفرنك السويسري الذي بحوزته. وبالتالي فهو يرغب في تغطية وضعه من مخاطر الصرف في حالة ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الفرنك السويسري. لأجل ذلك قرر أن يشتري حق اختيار شراء 800000 دولار مقابل الفرنك السويسري لاستحقاق أربعة أشهر، وبسعر تنفيذ قدره: 1دولار = 2.15 فرنك سويسري. وسعر علاوة (المكافأة) بنسبة 1% من قيمة العقد.

فبافتراض أنه بتاريخ التنفيذ كان السعر الآني (الحاضر) لـ ولار مقابل الفرنك السويسري في حدود الاحتمالات الثلاثة التالية:

- 1 دولار = 2.20 فرنك سويسري.
- 1 دولار = 2.17 فرنك سويسري.
- 1 دولار = 2.11 فرنك سويسري.

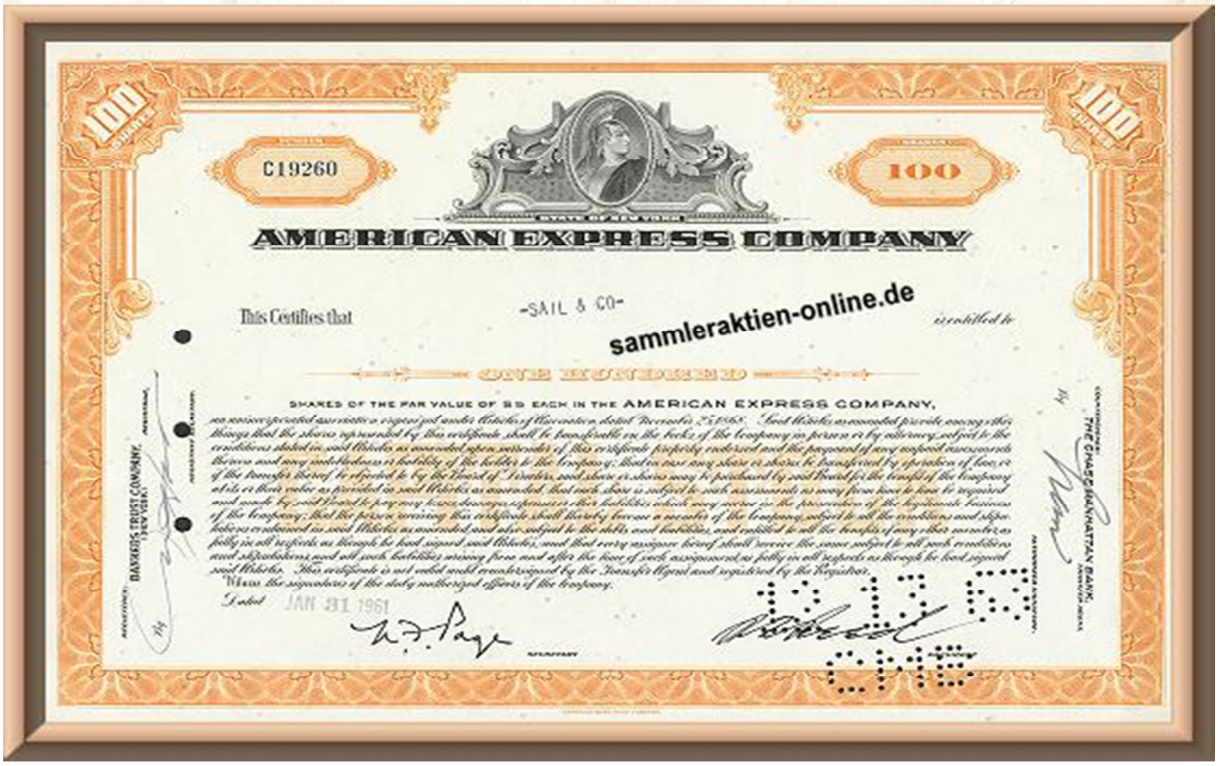
المطلوب: ناقش هذه الحالات، مع بيان أي الحالات ينفذ فيها عقد اختيار الشراء من عدمه مع التعليل (إعداد جدول ملخص للنتائج).

ملاحظة: تحول قيمة العلاوة من الدولار إلى الفرنك السويسري معتمدين سعرا آنيا للصرف معطى بالمعادلة: 1 دولار = 2.09 فرنك سويسري.

الملحق رقم 1

نماذج لشهادات الأسهم

تتضمن شهادة السهم اسم الشركة المصدرة للسهم، عدد أسهم المساهم، الرقم التعريفي للسهم والقيمة الاسمية للسهم. وفي ما يلي بعض شهادات الأسهم العادية (مباركي، ص ص. 10 - 14).



40956
Ford
FORD MOTOR COMPANY
OF CANADA, LIMITED.
SHARES $100 EACH
SHARES $100 EACH
This Certifies that
is the owner of
fully paid up Shares of ONE HUNDRED
DOLLARS each in the Capital Stock of FORD MOTOR COMPANY OF CANADA, LIMITED
The said shares are transferable only on the books of the Company in person
or by Attorney duly constituted and upon surrender of this Certificate properly
endorsed. In Witness Whereof the Company has caused this Certificate to be signed
by its proper officers and its Corporate Seal to be hereunto affixed at Ford City,
Ontario this
day of

B347
SHARES
King's County Elevated
RAILROAD CO.
INCORPORATED UNDER THE LAWS
OF THE STATE OF NEW YORK
This Certifies That
is the owner of
shares of the
COMMON capital stock of the King's County Elevated Railroad Company transferable only on the books of the Company in person or by attorney on surrender of this certificate.
This certificate will not be valid unless countersigned by the Registrar of Transfers.
In Witness Whereof, the said Company has caused this certificate to be
to be affixed hereto and this certificate to be signed by its President or
Vice President and Secretary or Treasurer.
New York City,
Colonial Trust Company
CAPITAL STOCK $8,000,000.
PREFERRED STOCK — $2,000,000.
COMMON STOCK — $6,000,000.

الفصل الثالث:

أسواق البورصة

VII. مدخل إلى أسواق البورصة
VIII. المتدخلون في بورصة الأوراق المالية
IX. آليات التعامل في بورصة الأوراق المالية
X. التسعير في بورصة الأوراق المالية
XI. بورصة الجزائر
XII. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

الأهداف التعليمية:

- التعرف على مفهوم البورصة وأنواعها.
- تحديد فئات المتدخلين وآليات التعامل في بورصة الأوراق المالية.
- الإشارة إلى أنواع العمليات التي يقوم بها المتعاملون في بورصة الأوراق المالية.
- تكوين فكرة عن كيفية التسعير في بورصة الأوراق المالية.
- الإحاطة بصور العمليات البورصية.
- تسليط الضوء على مراحل نشأة بورصة الجزائر، والهياكل التنظيمية المشرفة عليها.
- أسئلة وتمارين للتقويم الذاتي.

تمهيد:

عرفت الأسواق منذ قديم الزمان. وقد ارتبطت نشأتها وظهورها بحاجة المجتمعات الإنسانية إليها، اقتناعا منها بعدم جدوى الاكتفاء الذاتي في إشباع رغباتها المتزايدة، مستعيضة عن ذلك بقانون التبادل التجاري المحقق لمصلحة الجميع. وقد مرت الأسواق بمراحل وأطوار تبعا لدرجة التطور البشري. فمن السوق البسيط على المستوى العائلي أو القبلي القائم على نظام المقايضة السلعية ثم مرورا بأسواق المدن والأقاليم فانتهاء بالأسواق الوطنية والدولية، نمت فكرة السوق وتغلغلت في الحياة اليومية للشعوب، آخذة بعدا حضاريا وتنمويا. ومع ازدياد السكان وانتشار العمران، وتعمق فكرة تقسيم العمل إبان الثورة الصناعية في أوروبا، وتعاظم كيان الإنتاج بحلول الإنتاج الكبير محل الإنتاج البسيط ظهرت وانتشرت الأسواق المتخصصة أسواق الحبوب، والخضر والفواكه، والعقار والسلع الرأسمالية وأسواق المواد الأولية.

وساهم زوال الطابع الشخصي للعلاقات الاقتصادية مع مطلع القرن الخامس عشر، وتطور طريقة التعامل بالعقود، إضافة إلى انتشار الشركات المساهمة والبنوك المركزية والبنوك الخاصة، وإقبال الحكومات على الاقتراض في خلق حركة نشطة من التعامل بالصكوك والأوراق المالية. وأدى ذلك في مرحلة متقدمة إلى ظهور الأسواق المالية (بورصات الأوراق المالية) في بعض الدول الأوروبية، بالشكل القانوني والمؤسساتي المتعارف عليه في وقتنا المعاصر. ومنذ ذلك الحين أخذت هذه الأسواق في الانتشار، شاغلة مكانة معتبرة في الهرم الاقتصادي للأمم، مستمدة أهميتها من وظائفها المتعددة في الحياة الاقتصادية للمجتمعات، والتي يمكن اختصارها في دور التعبئة للمدخرات بمردودية عالية وتمويل الاستثمارات بأقل تكلفة، فضلا عن إتاحتها الفرصة لتداول رؤوس الأموال بين مختلف الأطراف المتدخلة.

وإذا كانت الأسواق المالية *Financial Markets* هي أماكن وفضاءات تجتمع فيها عروض بيع وطلبات شراء الأدوات المالية بمختلف أنواعها، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المكونة للسوق، فإن تعبير السوق المالية يشتمل على مكونات عدة أهمها على الإطلاق البورصة (السوق المنظمة)، فما هي البورصة، وما هي الفئات المتدخلة فيها، وكيف تتم المعاملات بينها.

I. مدخل إلى أسواق البورصة.

1. تعريف البورصة:

عُرِّفت البورصة بتعريفات عدة كلها بمعنى واحد في الجملة؛ إلا أن بعضها ربما يكون أكثر توصيفا من بعض، بمقدار ما يذكر فيها من تفصيلات.

وقد جاء تعريفها في قانون التجارة الفرنسي مادة (71): بأنها مجتمع التجار، وأرباب السفن، والسماسرة، والوكلاء بالعمولة، تحت رعاية الحكومة (الموسوعة العربية (430/1)).

وعرفت أيضا بأنها مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الأفراد لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية، أو صناعية، أو أوراق مالية، سواء أكان محل الصفقة حاضرا، أو غائبا عن مكان العقد، غير أنه يمكن أن يوجد عند حلول تاريخ الاستحقاق أو التسليم..." (الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية (391/5)).

وتوجد عدة أنواع من البورصات، مثل بورصة الأوراق المالية، وبورصة العملات، وبورصة البضائع، وبورصة العقود التي يجري التعامل فيها ببيع وشراء المنتجات الزراعية والصناعية، مثل السكر، والقطن، والقمح والمطاط، والبترول والنحاس ونحو ذلك وفق اتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق (البساط، ص. 32؛ شلبي، 1962، ص. 3).

تاريخيا، أنشئت أول بورصة في مدينة **بروج** البلجيكية عام 1536، ويرجع أصل كلمة بورصة إلى اسم عائلة التاجر البلجيكي **فان دي بورصة** Van der Bürsen الذي كان يعمل في مجال البنوك، متخذا من فندقه بمدينة بروج مكانا لالتقاء التجار المحليين من العملاء والصيارفة والوسطاء لتصريف أعمالهم (كتابة بواليص التأمين، وتبادل السلع والعملات) خلال القرن الخامس عشر، فأصبح بمرور الزمن رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع. وهناك رواية أخرى تزعم أنها كلمة مشتقة من اسم فندق في مدينة (بروج) البلجيكية كانت تُزين واجهته شعار عملة دلالة على مهنة صاحب الفندق، وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود. وهذا الفندق يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أعمالهم (جميعي، ص. 116؛ محي الدين أحمد، ص. 89).

وقد جاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة خلال جلسات التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة **أنفرز** Anvers البلجيكية، التي تحولت مركز ماليا عالميا بعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي أدته مدينة بروج ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن السادس عشر.

وفي عام 1595 ظهرت بورصة (ليون) الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا؛ إذ إن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1639 عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا (1774) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس. وقد توالت بعد ذلك إنشاء البورصات في باقي الدول الأوروبية. حيث أنشأت أول بورصة في أمستردام بهولندا عام 1608، بعدها في لندن في أوائل القرن الثامن عشر. أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت فيها أول بورصة للأسهم عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه المعاملات في السابق وهو وول ستريت " Wall Street.

ونظرا لكثرة المواضيع ذات الصلة بالبورصة بشكل عام، واستحالة الإلمام بها فسيتم تركيز الاهتمام ببورصة الأوراق المالية لتشعب علاقاتها بباقي البورصات والفعاليات الاقتصادية، ولضخامة أحجام معاملاتها ورؤوس الأموال المتداولة فيها.

2. تعريف بورصة الأوراق المالية (بورصة القيم المنقولة):

Stock Exchange/ La Bourse des Valeurs Mobilières

هي "سوق تنعقد جلساتها في أماكن مركزية ثابتة تدعى المقصورة، وفي أوقات دورية (منتظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة فيها بواسطة الوسطاء الذين يعكفون على تنفيذ أوامر الشراء والبيع، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل والإدراج وعقد الصفقات، والشروط الواجب توفرها في المتعاملين. وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتخب يساعده أشخاص مختصون مرخص لهم." (Martinet, 2000, p. 53).

وعرفت أيضا بأنها: سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم؛ للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ولوائح محددة. (سويلم، ص. 267).

وقد تكون البورصة على شكل شركة عمومية كما هو الحال في ألمانيا وفرنسا، أو على شكل شركة مساهمة كما في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا. ومن حسنات الشكل القانوني الأخير أنه يمنح لهيئات الإشراف على البورصة هوامش استقلالية أوسع وشفافية أكبر في إدارة شؤون السوق بعيدا عن ضغط الأطراف الحكومية وما يمكن أن ينجر عنه من اضطرابات في أدائها.

ولقد وجدت سوق الأوراق المالية لضرورة حتمية استلزمتها نظم الحياة المعاصرة التي ترتبط ارتباطا وثيقا بنمط اقتصاد السوق وبدورها الشديد الأهمية في تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات. وتتعدد الأطراف المتدخلة في البورصة بين متدخل يسعى للحصول على التمويل، وآخر يصبو نحو توظيف فوائضه المالية أو العمل على تنفيذ عمليات البيع والشراء في البورصة. وتتراوح الأطراف المتدخلة بين الحكومات والشركات والمستثمرين المؤسسيين والبنوك وفئة الوسطاء، التي يعزى إليها صناعة السوق، حيث يتجلى دورها المحوري في تحديد أسعار مختلف الأدوات المالية من خلال مقابلة قوى العرض وقوى الطلب ممثلة بأوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمرين، فضلا عن تنفيذ الصفقات وتسويتها.

II. المتدخلون في بورصة الأوراق المالية.

تمارس البورصة عملياتها بواسطة مجموعة كبيرة من الأعوان الاقتصادية تؤ ر وتتأ ر بنشاط البورصة، إذ بواسطتهم يتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة. ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم آلية نشاط البورصة. ويمكن تبيان دور الفئات المتدخلة في البورصة فيما يلي:

1. الحكومات:

تعتبر الحكومات بوزاراتها وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في البورصة سيما في أسواق السندات، بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر منخفضة. (السيد علي، والعيسى، 2004، ص ص. 76 - 77). وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلي (عطون، 2003، ص ص. 63 - 64):

- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية ولة أو لتمويل المشاريع التنموية المتنوعة؛
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة؛
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية تقتضيه المصلحة الاقتصادية للب ؛
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة.

ويأخذ تدخل الدولة في البورصة عدة أشكال منها تنظيم هيئات الإشراف على البورصة وتحديد أشكال العمليات (الصفقات) وأسعار بعض الأنواع من الأوراق المالية، وتوجيه ومراقبة نشاط البورصة من خلال حضور الجمعية العمومية للجنة المسيرة للبورصة. ومنذ التسعينيات لوحظ تزايد تدخل الحكومات في البورصة في الكثير من الدول، ويتجلى ذلك في تزايد حجم المدخرات الفردية كمصدر من مصادر تمويل سوق السندات وذلك بفرض نظام الادخار الإجباري على مستوى الشركات والمؤسسات (عطون، 2003، ص ص. 21 - 23).

وإذا كان تدخل الحكومات في غالب الأحيان مهما وضروريا إلا أنه قد تمارس بعض الأطراف الحكومية دورا سلبيا على توازن البورصة سيما ما يتعلق بالشفافية والتوزيع العادل للمعلومات على جمهور المستثمرين والمتعاملين. وقد أكدت الشواهد المستقاة من بعض الدول أن تسريب بعض الأطراف الحكومية للمعلومات على وجه المحاباة لصالح بعض الأطراف قد أخل بتوازن البورصة وأضعف كفاءتها وفعاليتها في توجيه الموارد المالية، وذلك لعدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومات المختلفة.

2. الشركات والبنوك:

تعتبر الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضا في البورصة والأسواق المالية على حد سواء. وتلجأ الشركات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية. ويتم تسويق الإصدار في إطار قواعد وقوانين تسطرها الجهات المسؤولة عن البورصة ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة، وذلك للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار وهدفه وتسعيره وتوقيته (الداغر، 2005، ص. 240).

وتنقسم عملية تصريف الإصدار إلى نوعين هما الأسلوب المباشر والأسلوب غير المباشر. ويقتضي الأسلوب المباشر قيام الشركة المصدرة ببيع الأوراق المالية مباشرة للجمهور الراغب في الشراء، وعادة ما يمتاز هذا الأسلوب بارتفاع تكاليفه. أما الأسلوب غير المباشر فيتمثل في بيع الأوراق المالية لوسيط مالي كبنك الاستثمار على أن يقوم بدوره ببيعها مرة أخرى للجمهور.

وفضلا عن نشاط الإصدار، يتجلى الجانب الآخر لتدخل الشركات في البورصة في توظيف فوائضها المالية في توظيفات تدر عليها أرباحا تفوق أرباح نشاطها العادي، كالمتاجرة في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق. وليتسنى للشركات ذلك يجب عليها التسجيل Listed Company في البورصة والاستجابة لضوابط الادراج المنصوص عليها في لوائح البورصة، والتي يمكن أن تختلف من بورصة لأخرى، خاصة فيما يتعلق بالقيمة السوقية للشركات، نسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور والنتائج المحققة في السنوات السابقة (Borderie, 2001, pp. 46 – 47) .

وإلى جانب الشركات بمختلف أنواعها، تعتبر البنوك التجارية من أهم الفاعلين في السوق المالية والبورصة. وفي حقيقة الأمر، فإن تدخل البنوك التجارية في البورصة إنما هو ظاهرة فرضها تقسيم العمل المالي الدولي؛ فبعدما كان نشاط البنوك التجارية منحصرا في قبول الودائع وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل طرأ على هذا النشاط تغيرا وظيفيا، أصبحت معه البنوك ملزمة على تقديم خدمات عديدة ومتنوعة، كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين وتشجيع الأفراد والشركات على شراء الأوراق المالية، إضافة إلى تقديم الضمانات على الصفقات التي يعقدها السماسرة بتوفير القروض الموجهة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية (عطون، 2003، ص ص. 254 - 256)، ودعم الهامش المبدئي التي تتطلبها تلك الصفقات، فضلا عن تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية والمساعدة في تركيب الصفقات المالية المعقدة التي تمتاز بها المالية الحديثة، وتصريف وتسويق الأوراق المالية المصدرة كما هو الحال في الدول النامية التي لا تتوفر على بنوك ونوادي الاستثمار (الداغر، 2005، ص. 54).

3. الجمهور (المستثمرون الأفراد):

يمثل الجمهور في مجموع الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في شراء وبيع مختلف الأدوات المالية المدرجة في البورصة، وذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق أحد صناديق الاستثمار الجماعية. ومنذ نهاية السبعينيات وخلال الثمانينات، عرف عدد المستثمرين الأفراد في البورصات الدولية مثل بورصة باريس ولندن وطوكيو ونيويورك نموا متسارعا. كما زادت نسبة استحواذهم على رسملة هذه البورصات. وكان لبرامج الخصخصة، ومختلف أشكال الإعفاءات الضريبية المطبقة في عدد من الدول الأوروبية واليابان والولايات المتحدة الأمريكية أ ـر واضح في زيادة معدلات وأحجام الادخار

المالي في هذه الدول. وقد عرفت نسبة هامة من مدخرات الأفراد طريقها نحو الاستثمار المالي في البورصات عبر مؤسسات التوظيف الجماعي OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) (جبار، ج 3، 2002، ص ص. 13 - 18).

وفي حين تسمح المعاملات اليومية للجمهور في صالات التداول للبورصات من تنشيط حركة الاستثمارات، فإن دورها هذا لا يخلو من المحاذير. فقد تبين أن لزخم تداولات الأفراد وبخاصة غير الواعين بصمة ظاهرة ودور في حدوث الاضطرابات السعرية التي تتجلى في ابتعاد أسعار الأوراق المالية عن قيمها الحقيقية. وقاد ذلك بعض الباحثين للربط بين اللاكفاءة المتزامنة مع وقوع الأزمات، والتصرفات غير الرشيدة لفئة من المستثمرين الأفراد المعروفين بالمتداولين الضوضائيين. حيث تزداد احتمالات التسعير الخاطئ للأصول مع ارتفاع نسبة هؤلاء المستثمرين في السوق. ويذهب الكثير إلى الاعتقاد بارتكاب هذه الفئة لأخطاء كثيرة عند حساب العوائد والمخاطر وإجراء التقييمات السعرية للأصول، لاعتمادها على الشائعات والمعلومات العامة، عكس فئة المستثمرين المؤسساتيين كالبنوك والمؤسسات الاستثمارية الكبرى التي لها قدرة على الوصول إلى مصدر المعلومات الخاصة بشأن أداء الشركات وأوضاع الاقتصاد الكلي.

4. المستثمرون المؤسساتيون

يعتبر المستثمرون **المؤسساتيون** Institutional Investors من بين المتدخلين المهمين في بورصات الدول المتقدمة نظرا لقدرتهم الكبيرة على تعبئة المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو البورصات وتميزهم بنوع من الثبات والاستقرار في قدراتهم الادخارية والاستثمارية، فهم يوفرون للجمهور أدوات مالية بعوائد معقولة ومخاطر محدودة. ويتكون هؤلاء المستثمرون أساسا من البنوك وشركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وصناديق الاستثمار التي تشكل مركز القوة للاستثمار المؤسسي، بالنظر إلى دورها في تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب وترشيد الأسعار (Teulon, 1997, p. 54).

وقد شهدت فئة المستثمرين المؤسساتيين نموا مطردا في الدول المتقدمة على حساب المستثمرين الأفراد. ويمكن أن يعزى هذا النمو إلى مجموعة من العوامل أهمها ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بهذه الدول، وتحسن المستوى المعشي للأفراد الذي أدى إلى ارتفاع معدل الميل الحدي للادخار الذي ينساب جزء هام منه في شكل توظيفات في وثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق الاستثمارية، وبروز الاتجاه نحو تدويل التوظيفات الأمر الذي جعل هذه المؤسسات تجمع مدخرات معتبرة. وتأخذ توظيفات المستثمرين المؤسسيين عدة أشكال أهمها:

4. 1. **هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM**: وهي هيئة مالية تقوم بجمع المدخرات من الفاعلين الاقتصاديين مع إصدار الأسهم أو حصص. ويتم استخدام المدخرات التي تم تجميعها لبناء محفظة للقيم المنقولة التي سيتم توجيهها، عند الاقتضاء، لتمويل المشاريع الاستثمارية، و المشاركة بهذه الطريقة في تنمية الاقتصاد. و تسعى هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة لضمان لإدارة مثلى للأموال المستثمرة وفقا لإستراتيجية محددة بوضوح عند اعتمادها. وقد وجدت هذه الهيئات لتلبية حاجة أولئك المستثمرين الذين لا يملكون الرغبة في الاستثمار المباشر في السوق، أو الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم من حين لآخر (Société ABC Bourse, page web).

وتتواجد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على شكلين قانونيين مختلفين هما شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير SICAV والصناديق المشتركة للتوظيف FCP. وتشترك هذه المنتجات في خاصية جامعة وهي خاصية الإدارة المشتركة لرؤوس الأموال المستثمرة.

4. 2. **صناديق الاستثمار Mutual Funds**: وهي وعاء مالي تكونه مؤسسة أو عدة مؤسسات مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار)، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في

مجالات مختلفة تحقق للمشاركين فيه عائدا مجزيا وضمن مستويات مخاطر معقولة وذلك بتطبيق مبادئ التنويع الاستثماري. وتصدر هذه الصناديق لقاء حصولها على الأموال وثائق تدعى شهادات الاستثمار تمثل حصص المستثمرين بالتبعية في الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق (Samak & Helmy, p. 7).

4. 3. **صناديق رأس المال المخاطر Venture Capital Funds:** أسفرت الصناعة المالية خلال ثمانينيات القرن العشرين عن بروز آليات تمويلية حديثة لتمويل المشاريع الضخمة؛ تمثل آلية التمويل عن طريق الرأس المال المخاطر إحدى تجلياتها الأساسية. ويقوم هذا النوع من التمويل على مبدأ التمويل السهمي (التمويل بالأسهم) الذي يتأسس بدوره على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة كما هو سائد في معاملات البنوك الإسلامية لكن بأساليب وتطبيقات مختلفة. ويحفل المشهد الاقتصادي بالعديد من نماذج المشاريع الاقتصادية الكبرى ذات المخاطر العالية التي لا تستطيع المؤسسات الاستثمارية تمويلها بمفردها، فتشكل بذلك تكتلا أو اتحادا استثماريا لمجابهة أعباء ومتطلبات المشروع الاستثماري كل حسب تخصصه الاستثماري.

ويقصد بصناديق أو شركات رأس المال المخاطر تلك الشركات التي تتخصص في توفير التمويل اللازم لمشاريع الاستثمار الكبرى المعرضة لدرجة مرتفعة من المخاطر، وهي شركات تعطي دفعة قوية للقطاع الخاص، خصوصاً المشروعات التي تتميز بابتكار أفكار جديدة أو مشروعات عالية المخاطر والتي غالباً ما تحجم المصارف عن تمويلها لارتفاع نسبة مخاطرها ومن ثم تعاني قصوراً في التمويل (الكيلاني، 2005، ص. 21).

تمر دورة نشاط صناديق الرأس مال المخاطر بثلاث مراحل أساسية هي: مرحلة الدخول (مرحلة التمويل المبكر) Entry Phase، ثم مرحلة النشاط Operating Phase، وأخيرا مرحلة تسييل الاستثمار أو مرحلة التصفية والخروج Divestment Phase. وعادة ما يتخذ شكل التمويل عن طريق صناديق رأس المال المخاطر عدة أوجه أهمها: تمويل أعباء المرحلة التأسيسية للمشاريع، تمويل الخطط التوسعية وتمويل اتفاقيات إعادة شراء الأسهم المصدرة من طرف هذه الصناديق (Samak & Helmy, pp. 6 - 7).

انتشر هذا النوع من التمويل بشكل سريع خلال التسعينيات وبخاصة مع ظهور الاقتصادات المصنعة الجديدة في جنوب شرق آسيا وأوربا الشرقية وأمريكا اللاتينية. وعلى المستوى العربي، تمكنت دولا مثل مصر- وتونس والمغرب من قطع أشواط كبيرة في توطين هذا النوع من التمويل، والذي واجه عدة صعوبات في المراحل الأولى لبروزه نتيجة ضعف أسواق الأسهم في هذه الدول وغياب الحوافز الضريبية Fiscal Incentives الذي شجع على انتشار التمويل عن طريق المديونية على حساب التمويل السهمي Equity Finance (.(Abdel Aal, 1999, p. 179).

5. بنوك الاستثمار Investment Banks

وهي مؤسسات مالية متخصصة في إصدار الأوراق المالية ولا تمارس النشاط المعهود عن البنوك التجارية كقبول الودائع ومنح الائتمان. ويتجلى دورها المهم في تقديمها للخدمات الاستثمارية لفائدة الوحدات الاقتصادية. وتأخذ هذه الخدمات عدة أشكال أهمها تقديم النصح للشركات بخصوص إصدار الأوراق المالية، وتنفيذ التعهد بتغطية عملية الإصدار وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، علاوة على تسويق الأوراق المالية المصدرة وما يتصل به كالقيام بالحملات الإشهارية والترويجية والاتصال بالمشترين المحتملين مثل البنوك، شركات التأمين والتقاعد والجمهور.

6. وسطاء البورصة (سماسرة وتجار الأدوات المالية):

يعد الوسطاء من أهم الفاعلين الأساسيين في البورصة لما لهم من دور شديد الأهمية في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة للمتعاملين، فهم صناع السوق Market Makers الرسميين. وتؤدي هذه الفئة دورا بارزا في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار وتغطية المخاطر، وتحفيز التعامل على الأوراق المالية المتداولة. والوسيط هو ممثل شركة

وساطة أو سمسرة يقوم بتنفيذ الأوامر الممررة من المستثمرين سواء بشراء أو بيع الأدوات المالية المتداولة في السوق مقابل عمولة محددة في جداول الرسوم والعمولات الموضوعة من قبل السلطات المشرفة على إدارة البورصة، أو بالمتاجرة لحسابه الخاص (نصر على وشحاتة، 2004، ص ص. 247 - 248).

ويعرف النوع الأول في البورصات الأمريكية والبريطانية بالسمسار Broker، في حين يدعي النوع الثاني بتاجر الأدوات المالية Dealer. أما في البورصات الفرنسية، فقد حصر التشريع التجاري وسطاء البورصة في شركات عرفت بشركات البورصة Société de Bourseبدلا من و ء الصرف Agents de Change الذين استبدلوا أو انضموا بعد 1988 إلى هذه الشركات التي احتفظت بمهمة احتكار تداول الأوراق المالية حتى عام 1992 حيث انضمت إليها مؤسسات أخرى (جبار، ج 3، 2002، ص. 5).

وتتخذ شركات الوساطة إما شكل شركات مساهمة أو شركات توصية Commanditaires. وهذه الشركات تتمتع باحتكار خدمات الوساطة بالبورصة باعتبارها العنصر الوحيد المخول له تنفيذ المعاملات بالقيم المنقولة المسجلة ببورصة القيم، ولا يمكنها الممارسة إلا بمقتضى ترخيص ممنوح من طرف الجهة المخولة (وزارة المالية أو التجارة) بعد إشعار من مجلس القيم المنقولة. وهي الحامل الوحيد لأسهم البورصة والتي تمتلك حصصا متساوية لمجموع رأسمالها.

تخضع شركات البورصة لمراقبة مجلس القيم المنقولة طيلة مدة وجودها. وتأتي هذه المراقبة على شكلين تكميليين: (i) المراقبة الميدانية من خلال عمليات التفتيش و(ii) المراقبة على الوثائق من خلال تقارير يحدد مجلس القيم المنقولة محتواها و دورياتها. ونظرا لحساسيته وأهمية نشاطه فإن قوانين البورصة عادة ما تشترط أن يكون الوسيط متمتعا بالأهلية القانونية والكفاءة والخبرة المهنية، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو تعرض لعقوبة أو ارتكب مخالفة مهنية، فضلا عن تمتعه بالملاءة المالية من خلال حيازته للرأسمال المحدد قانونا (نصر على وشحاتة، 2004، ص ص. 247 - 248).

وإلى جانب نشاطه الاعتيادي المتمثل في تنفيذ الأوامر، يمارس الوسيط نشاطات أخرى كإجراء البحوث والتحليلات وتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين بالإضافة إلى إدارة المحافظ المالية وحفظ الأوراق المالية وغالبا ما يكون لجوء المستثمرين إلى الوسطاء نابعا من عدة عوامل أهمها: انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة المراد شراء أوراقها المالية وتدني تكلفة إجراء الصفقات، إذ أن الوسطاء عادة ما يجمعون عددا معتبرا من الصفقات ويدفعون عنها مصاريف مشتركة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الصفقة الواحدة، بالإضافة إلى إتاحة الفرصة لجمهور المستثمرين الصغار للاستثمار في الأوراق المالية ذات الأسعار المرتفعة وغير القابلة للاشتقاق، وذلك بإصدار أوراق مالية تدعى الأوراق المالية "غير المباشرة" بقيمة منخفضة. (جبار، 2002، ج 3، ص ص. 7 - 10). وتأخذ فئة الوسطاء في بورصة نيويورك عدة أشكال وتصنيفات لكل منها أنشطة محددة كالآتي:

6. 1. السماسرة الو ء Commission Brokers:

يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضويةفي البورصة ويعملون كو ء لإحدى بيوت السمسرة Brokrage Houses، كما قد يعملون كتجار لحسابهم الخاص. ويطلق على السمسار الذي يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح المتعاملين ويحصل على عمولة دون القيام بتقديم الخدمات التي يقدمها مكتب السمسرة بسمسار الخصم (هندي، 2002، ص. 502).

6. 2. سماسرة الصالة Floor Brokers:

ويطلق عليهم أحيانا سماسرة السماسرة Broker's Brokers، ويقدمون الخدمة لأي متعامل وهم لا يعملون لحساب بيت السمسرة بعينه، ولذلك يقوم سمسار الصالة بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة. وقد تلجأ إليهم أحيانا بيوت

السمسرة لتأدية خدمة من الخدمات في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السمسرة الو ء على تغطيتها، إذ يؤدون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة. وبذلك، يكمن دور سماسرة الصالة في تنشيط السوق بما يضمن الحد من حدوث اختناقات في المعاملات حتى في حالة قلةالسماسرة الو ء (هندي، 2002، ص. 503).

6. 3. تجار الصالة Floor Traders:

وهم سماسرة يعملون لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين. وتتأتى أرباحهم من التسعير غير المناسب، أي من فروق Spreads أسعار البيع والشراء للأوراق المالية التي تحدث مؤقتا نتيجة عدم التوازن في المعاملات داخل السوق، ولذلك يطلق عليهم مسمى **المضاربون** Speculators (الحناوي وآخرون، 2004، ص. 34).

6. 4. المتخصصون Specialists:

يحتكر المتخصصون التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق بحيث لا يمكن أن يتعامل في الورقة (أو عدة أوراق) أكثر من متخصص واحد، فهو وحده الذي يطلع على دفتر الأوامر المحدد للأوراق التي يتعامل فيها. ويجمع المتخصص بين نشاط السمسار ونشاط الاتجار، إذ أنه ينفذ عمليات لصالح بيوت السمسرة نظير عمولة تقدر بقدر سيولة الورقة المالية، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص متحملا مخاطر تقلب أسعار ورقته المالية إيجابا أو سلبا (أبو العز، 2002، ص. 10.).

وللمتخصص دور مهم في تحقيق التوازن في السوق عند قيامه بدور التاجر، إذ يتدخل في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس تحقيقا للتوازن وذلك بالحفاظ على هامش ربح محدود، أو بشراء المعروض من الأوراق المالية وإضافتها إلى مخزونه من الأوراق المالية عندما يكون العرض أكبر من الطلب، أو باستخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد. وإجمالا يمكن القول أن صناعة الأسعار في السوق تتحدد على أيدي المتخصصين (Aggarwal, 1997, p. 6).

6. 5. تجار الطلبيات الصغيرة Odd - Lot Dealers:

ينحصر نشاط تجار الطلبيات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة ثم بيعها للراغبين في شرائها بكميات صغيرة، ويحقق هؤلاء التجار أرباحا ممثلة بقيمة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. وعادة ما تكون أرباحهم أكبر نسبيا مقارنة بالتجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة (هندي، 2002، ص. 504).

III. آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. ويمكن إبرار أنواع الأوامر وخصوصياتها فيما يلي:

1. الأوامر وخصوصياتها

يمثل الأمر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السمسار لشراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة في البورصة. ويتضمن التفويض عادة المعلومات النمطية الآتية (Susbielle, 2001, pp. 356 - 358):

- نوع العملية أو الصفقة؛ هل هي بيع أم شراء؛
- عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
- طبيعة الورقة المالية؛ هل هي سهم أم سند أو أي نوع آخر من المنتجات المالية؛
- نوع السوق؛ فورية أم آجلة؛

- مدة صلاحية الأمر؛ يوم، أسبوع، شهر أم مفتوح؛
- نوع الأمر؛ هل هو محدد السعر أم غير ذلك.

وتأخذ الأوامر إحدى صورتين؛ أوامر تامة وتدعى طلبية دائرية (Rond Lots) وهي أوامر تشتمل على 100 ورقة (سهم أو سند) أو مضاعفاتها مثل 200، 300، 400 ورقة، وأوامر كسرية (Odd Lots) ويقصد بها الأوامر التي تشتمل على أقل من 100 ورقة مالية، فمثلا لو احتوى الأمر على 135 سهما فعندئذ يعامل هذا الأمر كما لو كان يتكون من أمرين منفصلين؛ أمر تام يتضمن 100 سهما، وأمر كسري يتضمن 35 سهما. وعادة ما تكون تكلفة الأوامر الكسرية أعلى من مثيلتها التامة، وذلك نظرا لأن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيلة داخل الكمية غير الكسرية.

وعند تحرير الأمر من قبل المستثمر فإنه لابد من الأخذ بعين الاعتبار الحدود الزمنية للأمر. ففي حالة أوامر اليوم الواحد، يبذل السمسار قصارى جهده لتنفيذها خلال يوم تلقيها، وإذا لم يتم التنفيذ خلال ذلك اليوم فإن الأمر يعد لاغيا. أما إذا لم يضع المستثمر حدودا زمنية فسيعامل السمسار هذا الأمر كما لو أنه أمر ليوم واحد.

وقد تكون الأوامر مفتوحة (Open Ordres) أو سارية النفاذ حتى الإلغاء، بمعنى أنها أوامر تبقي سارية المفعول إلى أن يتم تنفيذها أو إلغاؤها بواسطة المستثمر صاحب الأمر (الحناوي، 1998، ص. 22). لذلك يطلب السمسار من متعامليه بصفة دورية تجديد الأوامر منعا لحدوث مشاكل سيما عند وصول المعلومات الجديدة إلى السوق. وإلى جانب ذلك، هناك أوامر أخرى تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات الأمر ويطلق عليها الأوامر الحرة. وقد تكون حرية السمسار هنا كاملة في وضع جميع المواصفات أو مقيدة بوضع سعر الأمر وتوقيته فقط (الداغر، 2005، ص. 249).

2. أنواع الأوامر

تختلف أوامر شراء وبيع الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ،تؤ ر آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية في تحديد نوع الأمر. لذلك يمكن تقسيم الأوامر إلى الأنواع الآتية:

2. 1. أوامر السوق Market Orders:

وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر. وهنا يكون السمسار ملزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع. وفي هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أن هناك مرونة في التنفيذ. وعادة ما تستعمل هذه الأوامر في حالة المنتجات المالية المسجلة بطريقة التسعير المستمر وليس بطريقة التسعير الثابت (Lehman, 1991, pp. 124 – 125).

من حيث المبدأ يتم إدخال الأوامر بسعر السوق في مرحلة التداول المستمر فقط. ولا توجد هناك أي حدود للسعر. ويمكن أن يتحول الأمر آليا إلى سعر محدد بواسطة نظام التسعير وذلك على أساس سعر الافتتاح بالنسبة للأوامر الواردة قبل افتتاح السوق أو على أساس أفضل الأسعار في حالة الأوامر الواردة خلال التداول الجاري. ويتم تنفيذ الأمر جزئيا أو كليا على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل لحظة إدخاله. وفي حالة التنفيذ الجزئي فإن الكمية المتبقية تظهر على لوحة الشركة بالسعر الذي تم التنفيذ عليه. ويرفض الأمر المرسل بسعر السوق في حالة عدم وجود أمر على الطرف المقابل.

ومن مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ. إلا أن نتائجها قد لاتتناسب ورغبات المستثمر، نظرا لأن المستثمر لا يمكنه أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إتمام الصفقة، كما أن عليه أن يقبل بالسعر السائد في السوق

لحظة تنفيذ الأمر أيا كان هذا السعر. غير أن التأثير السلبي لهذا النوع من الأوامر عادة ما يكون محدودا، حيث تساهم الكفاءة العالية للسوق كما هو الحال في بورصة نيويورك في جعل التقلبات السعرية من لحظة إلى أخرى محدودة وهامشية (هندي، 2002، ص. 522).

2. 2. الأوامر المحددة Limit Orders/ à cours limité:

على عكس أوامر السوق، يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتعيين سعر محدد يمثل سعر التنفيذ. فبالنسبة لأمر الشراء المحدد يستلزم من السمسار تنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد في الأمر أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالبيع فيتوجب منه تنفيذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه. وعلى عكس أوامر السوق، فإن المستثمر في هذا النوع من الأوامر يكون متأكدا مسبقا من الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان الأمر أمر شراء أو الحد الأدنى للمبلغ الذي سيجنيه إذا كان الأمر أمر بيع. غير أن ما يؤخذ على هذا النوع من الأوامر إمكانية عدم تنفيذه بسبب أنه قد لا يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو بسبب ورود الأمر في الترتيب الأخير في جدول الأوامر الكلية للسوق طبقا لقاعدة "الأمر الوارد أولا ينفذ أولا" (الحناوي، 1998، ص. 25 - 25).

عمليا، يتم تنفيذ الأوامر المدخلة بسعر محدد في جلسة التداول المستمر كليا أو جزئيا حسب وضع السوق. وفي حالة عدم التنفيذ يتم إظهار الأوامر على سجل أوامر الشركة حسب أولوية السعر بحيث يتم ترتيبها تنازليا في حالة الشراء وتصاعديا في حالة البيع وحسب أولوية الوقت عند تساوي السعر لأكثر من أمر.

2. 3. الأوامر الخاصة: تتضمن الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، وفيما يلي إيضاح لهذه الأوامر:

أ. أوامر الإيقاف Stop Orders:

وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه. ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها كما هو الحال في الأوامر المحدد، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف يختلف عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين. وتفيد هذا النوع من الأوامر المستثمر الذي لا يستطيع مراقبة السوق باستمرار، كونه من الأوامر الشرطية التي تحمي زبون السمسار من الخسائر الرأسمالية. وتنقسم أوامر الإيقاف إلى نوعين هما: أوامر إيقاف خاصة بالبيع وأخرى خاصة بالشراء (Susbielle, 2001, pp. 363 - 364).

ففي أوامر الإيقاف للبيع Stop- Sell Order يتوجب على السمسار تنفيذ الأمر إذا ما وصل السعر إلى المستوى المحدد في الأمر أو إذا انخفض عنه. وتصدر هذه الأوامر في حالة توقع الزبون انخفاض السعر بأقل من سعر السوق الحالي ويرغب في تقليل الخسائر الرأسمالية فيصدر أمر الايقاف بالبيع بسعر أدنى من سعر السوق الحالي. فلو أن لدى المستثمر أسهما سبق أن اشتراها بسعر 500$ للسهم الواحد، وكان السعر السائد في السوق في حدود 550$ للسهم الواحد، فإذا كان هذا المستثمر يتوقع هبوط الأسعار فعندئذ قد يصدر أمرا للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى حدود 520$. وفي حالة عدم التمكن من إتمام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض فسيظل السمسار ملزما بالتنفيذ عند أي سعر يمكن الوصول إليه ولو كان أدنى من 520$، وبذلك يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق واجب التنفيذ حسب السعر السائد.

أما أمر الإيقاف للشراء Stop-buy order فيقتضي من السمسار ضرورة التنفيذ عند وصول السعر الحالي إلى ما هو محدد في الأمر أو زاد عنه. وتصدر هذه الأوامر في حالة توقع الزبون ارتفاع سعر الورقة المالية بأعلى من السعر الحالي ويرغب في تقليل الخسائر الرأسمالية. فلو أن مستثمرا ما يريد شراء أسهم شركة ما بناء على توقعاته المتفائلة بمستقبل هذه الشركة، وبناء على ذلك يتوقع ارتفاع أسعار أسهما، فعندئذ يمكن لهذا المستثمر أن يصدر أمر إيقاف بالشراء. فبافتراض أن

السعر الذي يباع به السهم في السوق كان في حدود 700$ فسيصدر المستثمر أمرا للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم 730$ أو زاد عنه، وبذلك يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق (الداغر، 2005، ص. 251).

ومن مزايا أوامر الإيقاف إمكانية استعمالها كأداة للتغطية ضد المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة تقلب الأسعار، كما أنها تعفي المستثمر من متابعة حركة السوق خلال جلسات التداول بغرض حماية نفسه من تذبذب الأسعار. غير أن ما يعاب عليها هو إمكانية عدم تنفيذها إذا كان السعر المحدد بعيدا عن سعر السوق.

وتتداخل أوامر الإيقاف والأوامر المحددة، ويشترك تنفيذها وفق ظروف السوق كما هو مبين في الجدول أدناه. ففي حالة أمر الإيقاف للبيع يكون السعر المحدد اقل من سعر السوق الحالي للورقة المالية بينما في الأمر المحدد للبيع يتحدد السعر بأعلى من سعر السوق الحالي، في حين أن أمر الإيقاف للشراء فيكون السعر المحدد بأعلى من سعر السوق الحالي، بينما في الأمر المحدد للشراء يتحدد السعر بأقل من سعر السوق الحالي.

الجدول رقم 1: مصفوفة الأوامر المحددة وأوامر الإيقاف

Stop order	Limit order	Higher Price
السعر المحدد بالنسبة لأمر الإيقاف للشراء	السعر المحدد بالنسبة للأمر المحدد للبيع	
السعر المحدد بالنسبة لأمر الإيقاف للبيع	السعر المحدد بالنسبة للأمر المحدد للشراء	Lower Price

ب. أوامر الإيقاف المحددة:

تعتبر هذه الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف، إذ أنها تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد فيما يتعلق بسعر التنفيذ عند استخدام أوامر الإيقاف. ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر الآمر حدا أدنى لسعر بيع الأصول المالية على أن يقوم السمسار بتنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، أو أن يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لسعر الشراء على أن ينفذ السمسار الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه. ومن عيوب هذا النوع من الأوامر إمكانية عدم القدرة على تنفيذه خاصة مع تغير الأسعار بسرعة (Susbielle, 2001, pp. 363 - 364).

فإذا كان لدى المستثمر 100 سهم سبق أن اشتراها بسعر 500$ للسهم الواحد، وكان هذا المستثمر يتوقع هبوط السعر فعندئذ سيصدر أمر إيقاف محدد بسعر مثلا 480$. ويمكن صياغة هذا الأمر في حالة البيع على النحو التالي: "بع 100 سهم عند سعر 490$ إيقاف، وبسعر 480$ تحديدا". وعمليا يبدأ السمسار في تنفيذ إجراءات البيع عندما ينخفض السعر إلى حدود 490$، على أن يواصل عملية البيع إذا انخفض السعر إلى أقل من ذلك، على أن يتوقف عن إجراءات البيع إذا انخفض السعر عن 480$. أما في حالة أمر الإيقاف المحدد الخاص بعملية الشراء، فيمكن صياغة الأمر على النحو الآتي: "اشتر 100 سهم عند سعر 480$ إيقاف، وبسعر 490$ تحديدا". وفي هذه الحالة، سيبدأ السمسار بتنفيذ إجراءات الصفقة بمجرد وصول سعر السهم إلى حدود 480$ ومواصلة عملية الشراء إذا ارتفع السعر إلى حدود 490$، على أن يتوقف عن تنفيذ الإجراءات إذا ارتفع السعر عن هذا المستوى.

2. 4. الأمر المحدد بزمن Time – Specific Order:

يصدر الأمر المحدد بزمن في حالة البيع أو الشراء وسواء عند افتتاح السوق أو إغلاقه. فقد يكون الأمر بسعر الافتتاح أو يكون بسعر الإغلاق. عندها تنفذ الصفقة بيعا أو شراء فقط عند افتتاح السوق فقط أو عند إغلاقه.

2. 5. أوامر الجملة Block Orders:

وتصدر هذه الأوامر لمبيعات الجملة وبحدود 10 آلاف سهم فأكثر أو إجمالي القيمة السوقية 200 ألف دولار فأكثر. وتشاع هذه الأوامر بكثرة في سوق نيويورك NYSE.

2. 6. أمر الكل أو لا شيء All or None:

ويتعلق بتنفيذ كامل حجم الصفقة من الأوراق المالية، ويمكن أن يكون ساري المفعول لفترة زمنية قد تكون يوما أو أسبوعا أو شهرا حتى يتوفر الطلب على كامل الصفقة.

2. 7. أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الآمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال Discretionary Orders يعطي للسمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته. وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة في وضع مواصفات الأمر كوقت التنفيذ والسعر والكمية، أو مقيدة بإحدى المواصفات. ويوفر هذا النوع من الأوامر قدرا كبيرا من المرونة للسمسار وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه - أي السمسار- عناء استشارة زبائنه (الداغر، 2005، ص. 245).

3. تنفيذ الأوامر وتسوية الصفقات:

لتوضيح كيفية تنفيذ الصفقات في بورصة الأوراق المالية من الناحية الإجرائية سيتم الاعتماد في هذا الصدد على مثال افتراضي عن كيفية تنفيذ أمر شراء في بورصة نيويورك. فإذا قرر أحد المستثمرين مثلا شراء كمية تامة (غير كسرية) من أسهم شركة جنرال موتورز في بورصة وول ستريت ، فكخطوة أولى يتوجب على هذا المستثمر الاتصال بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة للاستقصاء عن أسعار تلك الأسهم، وعندها يقوم المدير التنفيذي بتحصيل المعلومات المطلوبة عن تلك الأسهم من خلال الاتصال بصالة التعامل في البورصة ثم تبليغها للمستثمر ليقرر على أساسها اتخاذ القرار من عدمه. وتتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، أعلى وأدنى سعر خلال يوم التداول وسعر آخر صفقة أجريت، بالإضافة إلى أقصى سعر يمكن للمتخصص أن يشتري به، وأدنى سعر يمكن أن يبيع به الورقة المعنية (هندي، 2002، ص ص.537 - 538).

وفي حال موافقة المستثمر على المعلومات السابقة يقوم بإصدار أمر للسمسار أو للمدير التنفيذي الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر وتبليغها للإدارة التجارية لبيت السمسرة لتتأكد مما إذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات أم لا، فإذا كان الأمر كذلك تقوم إدارة بيت السمسرة بالاتصال بمقر البورصة وإبلاغها بالأمر من خلال النظام الإلكتروني كما هو سائد في بورصة نيويورك؛ وهو نظام يسمح لبيوت السمسرة المشتركة فيه بتمرير الأوامر إلى مقصورة التعامل. وبمجرد وصول الأمر إلى مقر التعامل يقوم الكاتب المختص بإبلاغه للسمسار الوكيل Commission Broker الذي يتولى تنفيذ الأمر بالتفاوض مع المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

ويمكن تنفيذ الصفقة السابقة على نحو آخر دون اشتراط المرور على المتخصص، إذ ربما يجد السمسار الوكيل الحامل لأمر الشراء سمسارا وكيلا آخرا يحمل أمر بيع للأسهم المطلوبة من قبل المستثمر. وإذا تم ذلك، تنفذ الصفقة على أساس سعر اتفاقي يحدد عن طريق التفاوض. وبمجرد تنفيذ الأمر المذكور ترسل الإدارة التجارية خطابا إلى المستثمر لإعلامه بتنفيذ الأمر بالطريقة نفسها التي وصل بها إلى البورصة.

أما إذا كانت الأسهم محل الأمر مسجلة في الأسواق غير المنظمة، فعندئذ يمكن تنفيذ الصفقة من خلال اتصال الإدارة التجارية مباشرة ببيوت السمسرة التي تتعامل في أسهم شركة جنرال موتورز، أو من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام الإلكتروني المتعلق بتلك الأسواق والمعروف باسم الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية NASDAQ، ليتم بعد ذلك إبرام الصفقة عند أحسن الأسعار وإبلاغ المستثمر صاحب الأمر بالخطوات ذاتها التي وصل بها الأمر إلى الإدارة التجارية وعلى نحو متسلسل؛ أي السمسار الوكيل ثم الإدارة التجارية إلى المدير التنفيذي فالمستثمر. ويلخص الشكل 2 خطوات تنفيذ الأمر السابق.

ويتقيد في تنفيذ الأمر بأولويتين هما:

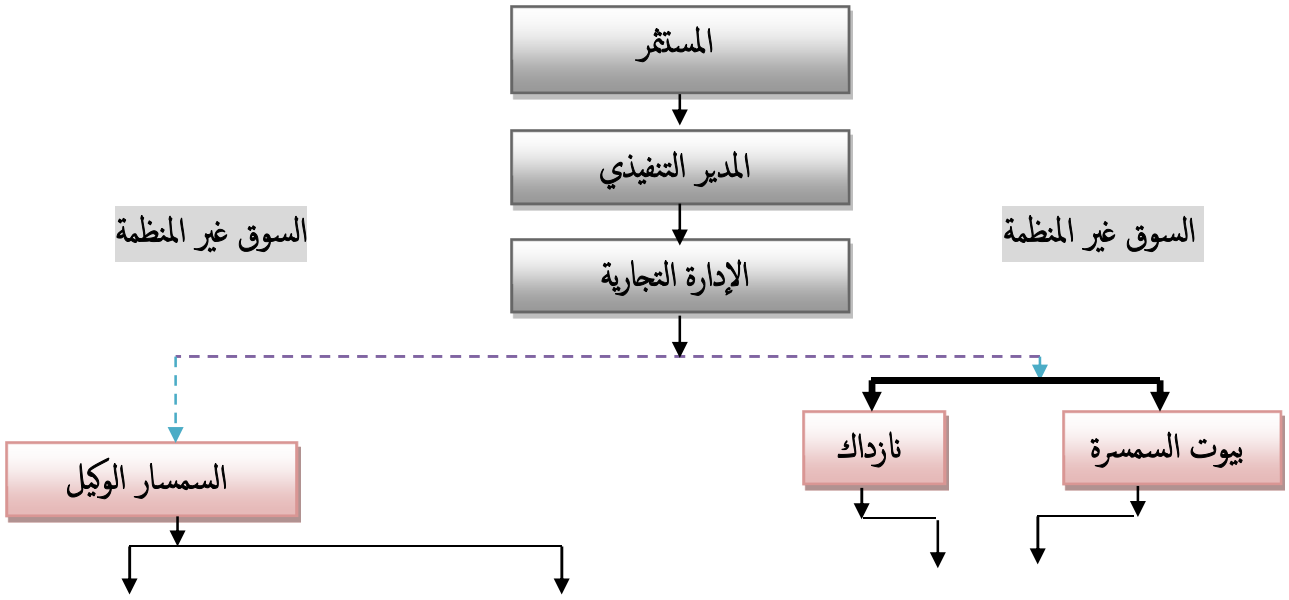
- **الأولوية المرتكزة على السعر:**
  - **عند الشراء:** الأولوية للسعر الأكثر ارتفاعا، حيث ترتب أوامر الشراء حسب السعر بشكل تنازلي؛
  - **عند البيع:** الأولوية للسعر الأقل ارتفاعا، حيث ترتب أوامر البيع حسب السعر بشكل تصاعدي.
- **الأولوية المرتكزة على الزمن:**

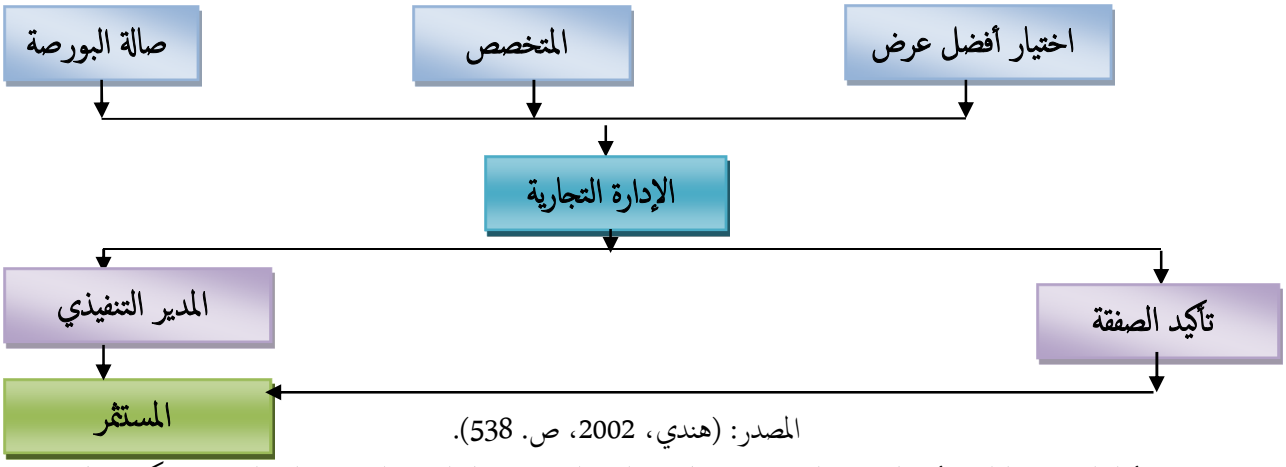
في هذه الحالة ترتب الأوامر لنفس المضمون ونفس السعر المحدد تبعا لزمن وصولها بشكل متوالي من الأول إلى الموالي... وهكذا.

وبعد تلقي الأوامر تأتي مرحلة التسعير التي تتم بواسطة نظام آلي مثل نظام super CAC المعتمد في بورصة باريس. فبالنسبة للتداولات المستمرة التي تخص المؤسسات الكبرى فإن مراحل التسعير تكون كالآتي:

- **من الساعة 45 h 7 إلى 00 h 9:** في البداية تتم العمليات التالية:
  - تخصص للأوامر التي أدخلت في نهاية التعاملات السابقة، حيث تدخل بياناتها إلى الحاسوب؛
  - عند التاسعة يحدد الحاسوب المركزي سعر الافتتاح تبعا للأوامر بسعر محدد؛
  - بالنسبة للأوامر بسعر السوق تسوى تبعا للسعر المحدد بسعر الافتتاح؛
  - ترتب أوامر الشراء حسب السعر الأعلى وتنفذ بشكل كلي؛
  - ترتب أوامر البيع حسب السعر الأدنى وتنفذ كليا.
- **من الساعة 00 h 9 إلى 30 h 17:** وهي مرحلة التداول اليومي، حيث تستقبل الأوامر الجديدة وتعالج آنيا وآليا بواسطة أنظمة التسعير، حيث يقوم الحاسوب بالبحث عن العروض المتقابلة مع هذه الأوامر وتوفيرها بشكل آني، أما الأوامر المخزنة إلى حين إتمام الصفقة فيمكن إتمامها في حالة توافق أسعار الطلب والعرض؛
- **من الساعة 30 h 17 إلى 35 h 17:** تتراكم الأوامر دون معالجتها أو إتمام أي صفقة، وفي تمام الساعة 17 h35 يحدد الحاسوب المركزي سعر الإغلاق.

شكل نموذج رقم 2: إجراءات تنفيذ الأمر في البورصة





المصدر: (هندي، 2002، ص. 538).

أما التسعير الثابت أو المثبت والذي يخص المؤسسات الصغيرة والمتناهية الصغر فإن العملية ترتكز على نفس مبدأ عملية التسعير المستمر، إلا أن عملية المطابقة بين أوامر البيع وأوامر الشراء تتم مرة أو مرتين في اليوم، وذلك على النحو التالي:

- **على الساعة 15 h 00:** إذا تمت عملية تثبيت السعر مرة واحدة في اليوم؛
- **على الساعة 11h30 إلى 15 h 00:** إذا تمت عملية تثبيت السعر مرتين في اليوم؛

4. تكاليف تنفيذ الأوامر

تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف؛ تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة.

4. 1. التكاليف المباشرة:

تمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات وتشتمل على عدة عناصر أهمها عمولة السمسرة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار، والربح الذي يحققه المتخصص أو التاجر، ويتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة وسعر البيع. ويطلق عليه الهامش أو المدى. كما تتضمن تكلفة المعاملات الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع وتتوقف قيمته على المستثمر وظروف السوق، وأيضا الرسوم المستحقة لإدارة البورصة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل، بالإضافة إلى الضريبة على هامش الفرق بين سعر الشراء والبيع وتدعى بضرائب صناع السوق. أما التكاليف المباشرة الأخرى، فتشمل بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ الأوامر الكسرية، بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر (هندي، 2002، ص. 535).

4. 2. التكاليف غير المباشرة:

وتتمثل في عائد الفرصة البديلة الذي كان من الممكن تحقيقه لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمارية أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية محل الاستثمار. وقد يكون حساب هذا النوع من التكاليف صعبا نسبيا إلا أن تقديره يعد ممكنا ولابد أن يؤخذ بعين الاعتبار للوصول إلى التكلفة الحقيقية لاتخاذ قرار الاستثمار المناسب (الداغر، 2005، ص. 265).

IV. عمليات التسعير في بورصة الأوراق المالية

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية. وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل.

1. طرق التسعير في بورصة الأوراق المالية

يمثل السعر القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى جلسات التداول في البورصة، والذي يسجل في ختامها في لوح التسعيرة. وهناك العديد من تقنيات التسعير التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة. وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا. ومن بين تلك التقنيات ما يلي (بوراس، 2003، ص ص. 117 - 119):

3. 1. طريقة التثبيت Fixing:

يعتمد تحديد سعر الورقة المالية في البورصة على تفاعل قوى العرض والطلب. وتبعا لذلك تنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بناء على هذا السعر الذي يمثل السعر التوازني. وتسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing، والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر. ويمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب.

3. 2. طريقة المناداة:

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض. فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها. بنفس الطريقة ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعدادهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية مستعينين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا. وبذلك ينشأ هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به. وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى. فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر" المسعر" Coteur إلى الورقة الثانية وهكذا إلى أن يتم تسعير آخر ورقة متداولة بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فإن المعاملات أصبحت تتم بينالو ء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، أي هل هي عملية بيع أو شراء، وعدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات. وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولا في البورصة. ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

3. 3. طريقة التعامل بالدرج:

يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية وليست شفوية، كما هو الحال في الطريقة السابقة. حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج، وتسجل كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة المالية على بطاقة يتم وضعها في ذلك الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة. ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. أما من ناحية كيفية إجراء العملية، فتتم عن طريق قيام الموظف التابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة، والتي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3. 4. طريقة التعامل بالصندوق:

تمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن. ويلجأ إليها في الحالاتالاست نائية فقط

كالعروض العامة للشراء، والبيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، والتي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطاتالبورصة شركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد في بورصة باريس.

3. 5. طريقة التعامل بالمقابلة:

يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات . وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن . كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجحة أو الموازنة . ومن هنا ، يمكن القول أن هذه الطريقة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية) المتمثلة في التعامل بالمناداة (والطريقتين الكتابيتين السالف ذكرهما).

وفي الوقت الحاضر، حدث تطور كبير في طرق التعامل والتسعير، وذلك بفضل التقدم والتطورالتكنولو ، حيث جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بأنظمة وأجهزة التداول الالكتروني، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب أو عن طريق الإنترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق يتم إلكترونيا وبطريقة آلية وفورية، مما وفر نوعا من الكفاءة في التسعير والاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى مقصورة التعامل في البورصة.

2. تحديد الأسعار في بورصة الأوراق المالية

تتفق كل طرق تحديد الأسعار في بورصة الأوراق المالية على المبدأ الأساسي في التعامل في البورصة وهو قانون العرض والطلب، مثله في ذلك مثل سوق السلع. إذ كلما ارتفع عدد أوامر الشراء (قوى الطلب) الخاص بورقة مالية معينة - مع بقاء مستوى العرض كما هو – ارتفع سعرها. وبالعكس إذا انخفض ذلك العدد فإن السعر ينخفض آليا. المنطق ذاته ينطبق على عدد أوامر البيع (قوى العرض). إذ كلما ارتفع هذا العدد – مع بقاء مستوى الطلب على ما هو عليه – فإن سعر الورقة ينخفض، بينما إذا انخفض ذلك العدد مقارنة بالطلب فإن السعر يرتفع. وعليه فإن البورصة هي مكان لمقابلة تلك الأوامر (أوامر الشراء وأوامر البيع)، أي لمقابلة قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية المختلفة بهدف تبادل أكبر عدد ممكن منها (جبار، 2002، ج 3، ص ص. 118 - 119).

وباستحضار أنواع الأوامر المشار إليها سابقا يمكن عرض الملاحظات التالية المفيدة في عملية التسعير (جبار، 2002، ج 3، ص ص. 118 - 123):

1. أن المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة بالسعر الأفضل هو في الحقيقة مستعد لشرائها بالسعر المرتفع؛
2. وأن الذي يرغب في شراء نفس الورقة بسعر محدد وليكن X، هو مستعد لشرائها بسعر أقل من ذلك؛
3. وأن المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة السابقة بسعر محدد وليكن Y، هو مستثمر مستعد لبيعها بأكثر من ذلك؛
4. وأن المستثمر الذي يرغب في بيع نفس الورقة بالسعر الأفضل هو مستعد لبيعها بسعر ولو كان منخفضا.

انطلاقا من هذه الملاحظات، تجمع أوامر البيع وأوامر الشراء الخاصة بكل أداة مالية كما يبدو من الجدول رقم 2، ثم يقابل العرض بالطلب على هذه الأداة ويحدد السعر التوازني الذي يتم بواسطته بيع وشراء الأدوات المالية الأولى (الأوراق المالية)، في انتظار تغير كميات العرض والطلب وتغير السعر طبقا لتلك المعطيات وهكذا دواليك. وتبعا لطريقة التسعير المستمر يتم تحديد أسعار المنتجات المالية المتداولة في البورصة باستمرار كلما وردت أوامر بيع وشراء خلال جلسات التداول.

من خلال الجدول 2 يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

5. ترتب أوامر الشراء المتمثلة في عدد الأوراق المطلوبة من المشترين حسب كل سعر محدد أو غير محدد (الطلب بالسعر الأفضل). مع إرفاق تلك الأوامر بالعدد المتراكم (المتجمع) المتمثل في الطلب الكلي على الورقة المعنية عند كل سعر. ويكون الترتيب من الأعلى باتجاه الأسفل، أما التراكم فيكون تصاعديا وفق طريقة المتجمع الصاعد.
6. بنفس الطريقة ترتب أوامر البيع المتمثلة في عدد الأوراق المعروضة من طرف الباعة وذلك حسب كل سعر محدد وغير محدد (العرض بالسعر الأفضل). مع إرفاقها بالعدد المتراكم للأوراق المعروضة عند كل سعر. ويكون الترتيب من الأسفل باتجاه الأعلى، أما التراكم فيكون تصاعديا هو الآخر.
7. ترتب الأسعار في العمود الذي يتوسط الجدول تصاعديا من الأسفل باتجاه الأعلى، مع أخذ في الحسبان أن السعر الأقل هو السعر الأفضل بالنسبة للبيع، والذي يكون عنده البائع مستعد للبيع بالسعر الأدنى؛ وأن السعر الأعلى هو السعر الأفضل بالنسبة للشراء، والذي يكون عنده المشتري مستعدا للشراء بالسعر المرتفع. ويتوسط هذين السعرين المتطرفين الأسعار المحددة من قبل المشترين والبائعين للورقة المعنية بالتسعير. ومن بين تلك الأسعار يحدد سعر التوازن، الذي يكون عنده التبادل أعظميا، ولا يمكن رفضه من قبل أحد من المتعاملين.
8. يحدد السعر التوازني بمعرفة الطلب الفعال والعرض الفعال المتمثلين في العدد المتراكم لأوامر الشراء وأوامر البيع، وذلك عند سعر محدد. وعند تساوي الطلب الفعال والعرض الفعال يتحدد السعر التوازني. أما في حالة تقاربهما وتعذر تساويهما فعندئذ يقال أن العرض والطلب قد اقتربا من السعر التوازني، وبذلك تنفذ الصفقة جزئيا، أما الفرق بين الكمية المتراكمة المعروضة ونظيرتها المطلوبة فلا تنفذ، بل تدرج في لوح التسعير الجديد إذا كانت صلاحية الأوامر المعنية تسمح بذلك.
9. يتم تنفيذ الأوامر المقدمة بالسعر الأفضل أولا، سواء أوامر البيع أو أوامر الشراء مع بداية التعامل، أي بمجرد تحديد أول سعر توازني للورقة في الحصة أو جلسة التداول. بعد ذلك تنفذ الأوامر المحددة السعر حسب نظام الأولوية؛ إذ تنفذ أوامر الشراء التي يرغب أصحابها في الشراء بسعر يفوق سعر التوازن قبل غيرها، ومن جهة أخرى تنفذ أوامر البيع التي يريد أصحابها البيع بأقل من السعر التوازني قبل غيرها ... وهكذا.

جدول رقم 5

جدول تحديد الأسعار في بورصة الأوراق المالية

الطلب		السعر	العرض	
عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المطلوبة		العدد المتراكم للأوراق المطلوبة	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر
		الطلب بالسعر		
×	×	الأفضل	-	-
×	××	×	×××××	×
×	×××	×	××××	×
×	××××	×	×××	×
×	×××××	×	××	×
-	-	العرض بالسعر الأفضل	×	×

المصدر: (جبار، 2002، ج 3، ص. 121)

إطار توضيحي رقم : مثال عن كيفية التسعير في بورصة الأوراق المالية

في إحدى جلسات التداول تم تجميع البيانات التالية الخاصة بأوامر الشراء والبيع لسهم شركة "**الأوراسي**"

أوامر الشراء (الطلب)				أوامر البيع (العرض)		
رقم الأمر	السعر بالدينار	الكمية		رقم الأمر	السعر بالدينار	الكمية
18	**106**	**700**		33	**102**	**700**
16	**108.5**	**400**		31	**99.5**	**450**
20	**102**	**1200**		**36**	**106.5**	**1400**
15	**بالسعر الأفضل**	**600**		32	**100**	**600**
21	**100**	**3200**		**35**	**106**	**1150**
17	**106.5**	**450**		30	**بالسعر الأفضل**	**600**
19	**104**	**1050**		**34**	**104**	**850**

المطلوب:

1. حدد السعر التوازني، مستنتجا الكميات المتراكمة المطلوبة والمعروضة الموافقة لذلك السعر.

2. حدد أوامر الشراء وأوامر البيع التي ستنفذ أول بأول.

حل التمرين

1. تحديد السعر التوازني:

- خطوة أولى، لابد من ترتيب الأوامر في جدول تحديد الأسعار، تنازليا بالنسبة لأوامر الشراء، وتصاعديا بالنسبة لأوامر البيع؛

- بعدها يحسب العدد المتراكم للأوراق المالية المطلوبة، وكذلك الحال بالنسبة للأوراق المعروضة؛

- تفرز المرحلة السابقة عن سعر يسمى السعر التوازني. وهو السعر الذي تتساوى (أو تقترب) عنده الكميات المتراكمة المطلوبة والكميات المعروضة. والمشار إليه في جدول تحديد الأسعار بـ السعر 104 دينار.

2. استنتاج الكميات المتراكمة المطلوبة والمعروضة:

- الكميات المتراكمة المطلوبة والمعروضة هي: 3200 ورقة مالية.

3. تحديد الأوامر المنفذة أول بأول:

– بالنسبة لأوامر الشراء، تنفذ الأوامر التالية على الترتيب: الأمر رقم 15، ثم 16 ، 17، 18، 19. بينما تلغى بقية الأوامر، أو تجدد.

- بالنسبة لأوامر البيع، تنفذ الأوامر التالية على الترتيب: الأمر رقم 30، ثم 31، 32، 33، 34، بينما تلغى بقية الأوامر، أو تجدد.

جدول تحديد الأسعار

الطلب (الشراء)			السعر	العرض (البيع)		
رقم الأمر	الأوراق المطلوبة لكل سعر	الكميات المتراكمة المطلوبة		الكميات المتراكمة المعروضة	الأوراق المعروضة لكل سعر	رقم الأمر
15	600	600	بالسعر الأفضل	–	–	–
16	400	1000	108.5	5750	00	–
17	450	1450	106.5	5750	1400	36
18	700	2150	106	4350	1150	35
19	1050	3200	104	3200	850	34
20	1200	4400	102	2350	700	33
21	3200	7600	100	1650	600	32
–	00	7600	99.5	1050	450	31
–	–	–	بالسعر الأفضل	600	600	30

قد لا يتساوى تماما الطلب والعرض الجزئيين وإنما يتقاربان عند سعر، فيقال أن الصفقة اقتربت من السعر التوازني Cours touché كما سبقت الإشارة إلى ذلك. ففي مثالنا هذا، قد يكون عدد الأوراق المطلوبة بسعر 104 دينار هو 3100 ورقة وعدد الأوراق المعروضة هو 3200 ورقة، وبالتالي سيتم تبادل 3100 ورقة فقط بالسعر المحدد 104 دينار، على أساس ان التداول قد تم على أكبر عدد ممكن من الأوراق. أما الكمية المعروضة المتبقية فتلغى أو تدرج في لوح التسعير للحظات القادمة إذا كانت أوامر أصحابها لا زالت صالحة، أو تجدد.

V. بورصة الجزائر:

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 ، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم (بوكساني، 2006، ص ص. 227 - 228):

1. المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر:

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية:

1. 1. المرحلة الأولى 1990- 1992:

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه S.V.M المنقولة الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة. وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

10. مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

11. مرسوم تنفيذي رقم 177 - 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

1. 2. المرحلة الثانية 1992- 1999:

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تؤديه، وفي فيفري 1992 ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة BVM.

بالرغم من كل ما سبق، إلا أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات. وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 – 08 المؤرخ في 25 /1993/4 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93 – 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93- 10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

2. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:

- **لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB**:

- **شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM**: وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة. ومن بين مهامها (شمعون، 1999، ص. 144):

الوظيفة القانونية: تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات فيما يتعلق بـ:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم المنقولة والتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- إدارة العروض العمومية للشراء القيم المنقولة.
- تنظيم عمليات المقاصة.

وظيفة المراقبة والرقابة: تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في السوق المالية تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات الإفصاح القانونية.

الوظيفة التأديبية والتحكيمية: ي المؤهلة لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة. وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3. شروط الإدراج في بورصة الجزائر: يمكن التمييز بين (بوكساني، 2006، ص. 229):

3. 1. شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:

- أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لابد من تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- الأسهم المعروضة على الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

3. 2. شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلام شركة تسيير بورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

VI. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

1. اشرح المصطلحات التالية:

12. أوامر الإيقاف.
13. بنوك الاستثمار.

2. أسئلة نظرية:

14. ما هي الدوافع الأساسية لتدخل الحكومات في بورصة الأوراق المالية؟
15. على ضوء ما درست، أعط نموذجا مختصرا لكيفية تحديد الأسعار في أسواق الأوراق المالية.
16. ما هو السمسار، وما هي وظائفه في سوق البورصة؟
17. ما هي مزايا وعيوب أوامر الإيقاف؟

18. اشرح نظامي التسعير المستمر والثابت.
19. يتم تنفيذ الأوامر في بورصة الأوراق المالية وفق أولويتين، ما هما (مع الشرح)؟
20. أذكر مع الشرح المختصر طرق تسعير الأوراق المالية.
21. ما هي نوعيات السماسرة المتدخلة في بورصات الأوراق المالية؟
22. حدد شروط اعتماد السماسرة أعضاء لدى بورصات الأوراق المالية.
23. ما هو الأمر، وأمر السوق والأمر المحدد.
24. عرف السمسار، وما هي وظائفه في البورصة.
25. فيما يتمثل مضمون طريقة التثبيت Fixing.
26. لخص خطوات تنفيذ أمر شراء ورقة مالية ما في بورصة نيويورك للأسهم مع تدعيم إجابتك بشكل بياني.

الفصل الرابع:

أساليب تحليل المعلومات في أسواق رأس المال

IV. أسلوب التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية الكلية والقطاعية.
V. أسلوب التحليل المالي لظروف الشركة.
VI. أسلوب التحليل الفني للأسعار.

الأهداف التعليمية:

- التعرف على أسلوبالتحليل الأساسي للظروف الكلية والقطاعية المؤ رة على الأوراق المالية للشركة.
- التعرف على أسلوب التحليل المالي ودوره في تقييم الأدوات المالية.
- التعرف على أسلوب التحليل الفني طريقة بديلة لفهم سلوك الأسعار في الأسواق المالية.

تمهيـد:

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة في سوق الأوراق المالية، وذلك لكونها السلعة الوحيدة التي يتم تداولها في تلك السوق. ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن التعامل في الأوراق المالية فإنه ينبغي أن تتوافر له المعلومات الكافية التي يحتمل أن تؤ ر على القيمة السوقية لهذه الأوراق. وتشكل المعلومات والبيانات التي تتاح لجمهور المستثمرين عن الأوراق المالية حجر الزاوية في اتخاذ قرارات الاستثمار. وللاستفادة من تلك البيانات والمعلومات يتطلب الأمر إجراء تحليل عميق ومستفيض لاستخلاص النتائج التي من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

وتشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود ثلاثة نماذج أساسية للتحليل في سوق الأوراق المالية هي التحليل الأساسي، التحليل المالي والتحليل الفني. ويعنى الأسلوب الأول بدارسة الظروف المحيطة بالشركة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، بينما يهتم التحليل المالي - الذي يعد أسلوبا مكملا للتحليل الأساسي - بدارسة ظروف الشركة ذاتها.[1] أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية، على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير يساعد على استخلاص نتائج مفيدة في التنبؤ بما سيكون عليه ذلك السعر في المستقبل.[2]

وفي هذا الصدد، سيتناول هذا الفصل في مبحثه الأول أساسيات التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية العامة والقطاعية (الجزئية). وقد خصص المبحث الثاني لعرض مبادئ التحليل المالي للأسهم والسندات المتمثلة في تحليل القوائم المالية باستخدام النسب والمؤشرات المالية، مع التركيز على نموذج التوزيعات المخصومة أو كما يعرف بنموذج القيمة الحالية لتقييم الأوراق المالية. في حين سيخصص المبحث الثالث لدراسة التحليل الفني، وذلك باستعراض فلسفتة وأدواته المنتهجة لتتبع وتحليل الحركات السعرية للسوق والأدوات المالية المتداولة فيه.

I. التحليل الأساسي؛ تحليل الظروف الاقتصادية والقطاعية

يعنى التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين Fundamentalists بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، بالإضافة إلى ظروف الشركة ذاتها مصدرة الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر المتسقة.[3] ويتعين شراء الأوراق المالية عندما تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية، إذ تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجبUnder Valued، والعكس صحيح عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، إذ ينبغي عندئذ التخلص منها ببيعها في السوق لتجنب تحقيق خسائر محتملة، سيما في ظل توقع انخفاض قيمتها السوقية في المستقبل.[4]

---

[1]. Achelis & Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Fundamental Analysis" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=52

[2]. خالد الزامل، "دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي "، ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول الـــــ ي نظـــــم تحـــــت إشـــــراف وزارة الصـــــناعة الـ ـــــورية، دمشـــــق (مـــــاي 2005). http://www.youropinion.gov.sy/m111.htm

[3]. المرجع نفـ ـه.

[4]. Wikipedia Encyclopedia, "Fundamental Analysis" (2005), Downloadable at:

ولإجراء التحليل الأساسي يعمد العديد من المحللين الأساسين إلى بدء التحليل من المستوى الكلى إلى المستوى الجزئي أو من الأعلى إلى الأسفل Top - Down or Macro - Micro Analysis. ويرتكز هذا النوع من التحليل على ثلاثة مداخل أساسية هي: مدخل التحليل الاقتصادي، ومدخل تحليل ظروف القطاع وأخيرا مدخل التحليل المالي للشركة.[1] وسيتم فيما يليتوضيح أسس من المدخلين الأول والثاني على التوالي.

1. تحليل الظروف الاقتصادية العامة

يعتبر التحليل الاقتصادي Economic Analysis الخطوة الأولى في منهج التحليل الأساسي. ويهدف هذا المدخل إلى تحليل الظروف الاقتصادية العامة ومتغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بالحالة الاقتصادية، والوقوف على درجة تأثير ذلك على الاستثمار في سوق الأوراق المالية،[2] وذلك من منطق أن تطورات الاقتصاد الوطني والعالمي لها تأثيرات إيجابية وسلبية على أداء الشركات.

ويقوم هذا النوع من التحليل على دراسة مؤشرات اقتصادية كثيرة يمكن أن تكون أساسا للتنبؤ بحركة الأسعار طالما يمكن اعتبار مؤشرات أسعار الأوراق المالية انعكاسا للظروف الاقتصادية المتوقع أن تسود في المستقبل. ومن أهم المؤشرات الممكن دراستها في هذا السياق ما يلي:

1. السياسة المالي ة

يقصد بالسياسة المالية Financial Policy وسائل تمويل الانفاق الحكومي.[3] وطالما أن الضرائب تعد من أهم بنود ومصادر الإيرادات في موازنات غالبية الدول، فإن للسياسة الجبائية تأثير هام على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، سواء على المستوى الوطني أو على المستوى الدولي. فإذا ما لجأت السلطات المالية إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات، فمن شأن هذا الاجراء أن يترك أ ر إيجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما سينجم عنه بالنتيجة ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات.[4] غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثار سلبية أيضا، أهمها تقلص موراد ميزانية الدولة. ويمكن أن يدفع هذا الأ ر السلطات المالية إلى تبني سياسة التمويل بالعجز، وهو ما قد ينجم عنه حدوث موجات تضخمية من شأنها أن تأتى على المزايا التي حققتها سياسة تخفيض معدلات الضريبة على الأرباح. لذلك، يتوقع أن يكون هناك اتجاها صعوديا في حركة أسعار الأسهم في حال ما إذا كان التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح الشركات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح الناجم عن التضخم.[5] ويتجلى هنا دور التحليل الأساسي في التنبؤ بالتأثير النهائي المتوقع لتخفيض أو رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات.

وإذا كانت للإيرادات ممثلة بإحدى أهم بنودها وهي الضرائب تأثير واضح على أوضاع السوق المالية، فإن للانفاق الحكومي كونه الجانب الآخر للسياسة المالية أ ر لا يقل أهمية عن التأثير الناتج عن تخفيض الضرائب. فإذا قررت السلطات المالية تخفيض الإنفاق على شركات البنية الأساسية، فإن هذا الاجراء قد يؤدي إلى تخفيض إيرادات وأرباح بعض القطاعات المدرجة في السوق. وطالما أن ربحية الشركة هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإنه

---

http:// /www.wikipedia.org/wiki/fundamental _analysis.

[1]. Ibid.

[2]. Ibid.

[3].لطفي، المرجع الـ ابق، ص. 109.

[4]. الزامل، " دور الأسواق المالية... "، المرجع الـ ابق.

[5]. هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق الماليةالإس ندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص. 162.

يتوقع أن تتجه القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة نحو الانخفاض بالتبعية.[1] لذلك، عادة ما يقوم المحلل بتحديد القطاعات التي تأ رت شركاتها بقرار تخفيض الإنفاق حتى تكون مجالا للتحليل والتقييم في مرحلة تحليل الظروف القطاعية.

1. السياسة النقدي ة

تهدف السياسة النقدية Monetary Policy إلى التحكم في كمية النقود في الاقتصاد، وهي تعبر عن مدى سيطرة السلطات النقدية ل ولة على المعروض النقدي الذي يتمثل في الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى السيولة النقدية المحتفظ بها لدى الأفراد.[2] ويؤكد الباحثون على وجود علاقة وثيقة بين السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية، ومن ثم مستوى النشاط الاقتصادي؛ فزيادة المعروض النقدي مع ثبات الكمية المطلوبة يمكن أن تؤدي إلى زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة[3] التي عادة ما تؤ ر سلبا على مستويات الطلب على المنتجات. ونظرا للتأثير الإيجابي لزيادة المعروض النقدي على أرباح الشركات، فإنه يمكن الادعاء – مع بقاء العوامل الأخرى على حالها - أن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية هو محصلة نهائية لزيادة المعروض النقدي.[4] طالما أن السياسة النقدية تؤ ر على مستويات الأسعار في السوق، فإنها تعد مؤشرا هاما يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ باتجاه تلك الأسعار.

1. 3. معدل التضخم

يمكن أن يكون لإحصائيات معدل التضخم التي تنشرها السلطات النقدية بصفة دورية أ ر بالغ على أسعار الأوراق المالية. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أ را سلبيا على أسعار الأسهم،[5] نظرا لأن الإعلان عن ارتفاع معدل التضخم يعني توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل من قبل المستثمرين المتحفضين إزاء المخاطر Risk Averse، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعا لذلك.

1. 4. حجم الناتج الوطني الخام

يمكن أن يكون للبيانات المالية حول حجم الناتج الوطني الخام تأثير إيجابي كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل الأساسي اهتمامه لمعرفة التأثير النهائي المحتمل لاتجاهات تغير هذا الناتج، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد الوطني، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتبعية إلى ارتفاع أسعارها.[6] وبشكل عام، يؤدي النمو الاقتصادي متمثلا في نمو الناتج الوطني الخام إلى زيادة مستوى الدخل الفردي، وهو الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات التي يتوقع أن يتجه نحو المزيد من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.[7]

---

[1] المرجع نف ه، ص. 164.

[2]. لطفي، المرجع ال ابق، ص. 108.

[3]. For more Informlation, See: Maged Shawky Sourial, "Monetary Policy and its Impact on The Stock Market: The Egeptian Case", Working Paper Published by Alxendaria & Cairo Stock Exchange, Egypt (2000), pp. 3 – 5.

[4]. Ibid., p. 5.

[5] هالة حلمي ال عيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية ال لية على أداء سوق الأوراق المالية"، سل لة رسائل نك ال ويت الصناعي، العدد 62 (ال ويت: نك ال ويت الصناعي (تم ر 2000)، ص.15.

[6]. الزامل، "دور الأسواق المالية..."، المرجع ال ابق.

[7]. ع د الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية" ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية وال لمع، بور صة أبو ظ ي، الإمارات العربية المتحدة (م ر 2005)، ص. 10.

1. 5. معدلات الفائدة

تعتبر معدلات الفائدة إحدى المتغيرات المحددة لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. ويدرك المحللون في السوق المالية العلاقة العكسية بين تحركات سعر الفائدة والقيم السوقية للأسهم، إذ يؤدي الارتفاع في معدلات الفائدة إلى انخفاض أسعار الأسهم العادية، لكن بدرجة أقل من التأثير على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات، ذلك أن اتجاه معدلات الفائدة نحو الارتفاع سيدفع الكثير من المستثمرين إلى بيع الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار في سوق السندات للاستفادة من مزايا معدلات الفائدة المرتفعة.[1] وإلى جانب هذا، يمكن أن يأخذ الأمر اتجاها عكسيا، إذ كلما اتجهت معدلات الفائدة نحو الانخفاض كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا للتحول من سوق السندات إلى سوق الأسهم نظرا لارتفاع عوائد الاستثمار في هذه الأخيرة.

وحيث أن المستثمر في الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات عادة ما يحصل على فائدة ثابتة، فإنه كلما ارتفع سعر الفائدة تكبد حملة السندات القائمة خسائر، بافتراض أن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أعلى من الفائدة التي كان يحصل عليها المستثمرون على السندات القديمة، الأمر الذي سيخفض من أسعار سنداتهم في البورصة.[2] والعكس صحيح، فكلما انخفض سعر الفائدة في السوق كلما ارتفعت فوائدهم مقارنة بفوائد السندات المصدرة حديثا، وبالتبعية ترتفع أسعار سنداتهم في البورصة.

1. 6. الرواج الاقتصادي والكساد

تمارس الظروف الاقتصادية تأثيرا متباينا على القيمة السوقية للأسهم، ففي فترات الرواج الاقتصادي ونتيجة لتزايد الأرباح يرتفع معدل العائد على الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية. أما في فترات الكساد فيحصل العكس، حيث أن انخفاض الأرباح - أو تلاشيها بالنسبة لبعض الشركات – يقود عادة إلى تخفيض القيمة السوقية للأسهم بشكل كبير.[3] أما بالنسبة للسندات، فيمكن أن ينظر إليها على أنها في وضع أفضل من الأسهم في مثل هذه الظروف، طالما أن إيراداتها مضمونة وثابتة.

1. 7. تطورات أسعار النفط

ويعتبر هذا العامل من أهم العوامل المؤ رة على أسعار الأوراق المالية، وبخاصة في الدول المنتجة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية إلى زيادة إيرادات الدولة، وهذا ما يؤدي إلى التوسع في سياسة الإنفاق الحكومي على مشاريع البنية التحتية والتحسن في مستوى الرواتب والأجور، مما يسهم في رفع مستوى النشاط الاقتصادي العام وتوفير السيولة التي يجد قسط وافر منها طريقه إلى أسواق الأوراق المالية.[4]

1. 8. أسعار الصرف

تؤ ر التقلبات في أسعار صرف العملات على القيم السوقية للأسهم والسندات الصادرة عن جهات كثيرة والمحررة بمختلف العملات، فقد يؤدي انخفاض قيمة الدولار الأمريكي وتوقع استمرار انخفاضه إلى قيام حاملي الأوراق المالية المحررة بالدولار بطرح أوراقهم للبيع بهدف تجنب ما قد يلحق بهم من خسائر نتيجة لانخفاض قيمة الدولار وهو ما يعرف بخسائر

---

[1]. Susbielle, Op. Cit., p. 271

[2] ج ، تنظيم وإدارة الـ ور صة، المرجع الـ ابق، ص. 125

[3] عطو ن، المرجع الـ ابق، ص ص. 424 – 425.

[4]. ربابعة وحطاب، المرجع الـ ابق، ص.11.

الصرف.[1] وينجم عن تهافت المستثمرين على طرح الأوراق المالية للبيع بكميات كبيرة انخفاضات متتالية في قيمها التداولية، كنتيجة لاختلال التوازن بين الكميات المعروضة والكميات المطلوبة.

1. 9. المتغيرات الدولية

يولي المحلل الأساسي و جزء من تحليله للظروف الاقتصادية اهتماما بالغا بالمعلومات المتاحة عن الأوضاع العالمية، فالتوترات المحتملة في بعض الدول، أو التغيرات السياسية والاجتماعية والاقتصادية في دولة ما عادة ما تترك آثارا جسيمة على اقتصاداتالدول الأخرى، وعلى حركة التعامل في أسواقها المالية. وتؤكد العديد من الشواهد على تأ ر أسواق الأوراق المالية في العديد من الدول الرأسمالية بأزمات أسواق المواد الطاقوية وأسواق رأس المال، على غرار الأزمة البترولية لعام 1973 والأزمة المالية الآسيوية لعام 1997و بالأحداث السياسية العالمية ُحداث 11 سبتمبر لعام 2001، وتداعيات الأزمة النووية الإيرانية بداية عام 2006.

وملخص ما سبق، تتعدد العوامل الاقتصادية المؤ رة على سوق الأوراق المالية، إلا أن العوامل المذكورة آنفا تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر على سوق الأوراق المالية. ويتوجب من المستثمر في هذا السياق بحث كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط سوق الأوراق المالية، وأهم من ذلك أن لا تكون هناك مبالغة في تحديد آثار هذه العوامل.

2. التحليل القطاعي (تحليل ظروف الصناعة)

تعد الخطوة الثانية في التحليل الأساسي تلك الخاصة بتحليل الظروف القطاعية كمدخل لتحليل وتقييم الأوضاع المالية للشركة. وكما تبين من التحليل الاقتصادي فإن للظروف الاقتصادية العامة تأثير واضح على أسعار الأسهم. وقد يشمل هذا التأثير كل القطاعات كما قد يمس قطاعا أو عدة قطاعات. ومهما يكن نطاق التأثير، فإن درجته تختلف من قطاع إلى آخر. لذلك، فقد وجب الأمر تحليل ظروف كل قطاع على حدة لمعرفة درجة تأ ره بالظروف الاقتصادية العامة والخاصة، ومعرفة ما إذا كان قطاعا واعدا من عدمه.

ويأخذ منهج التحليل الأساسي لظروف القطاع إطارا متكاملا يتضمن تحديد الأبعاد الأساسية للقطاع، إلى جانب تحليل ظروف القطاع اعتمادا على أدوات تشتمل على تحليل دورة حياة الصناعة، ودراسة الطلب على منتجات الصناعة. وسيتم فيما يلي توضيح هذه الأبعاد بالتفصيل.

2. 1. الأبعاد الأساسية في تحليل ظروف القطاع

يركز المحلل الأساسي في هذه المرحلة على تحديد السمات الرئيسية لكل صناعة. وتمر هذه الخطوة بالمراحل الآتية:

أ - تقدير حجم العرض والطلب على منتجات القطاع:

تمر دورة حياة الصناعة بفترات تتراوح بين الكساد والرواج، ومن شأن ذلك أن يؤ ر على الطلب على منتجات الصناعة. لذلك يعد من الضروري أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثبات، ومعرفة أيضا ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أية زيادة محتملة في الطلب أو تمويل التوسع.[2] ويفيد تقدير حجم الطلب على منتجات الصناعة في تحديد الفجوة التسويقية التي تعبر عن فرصة دخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين الشركات في الصناعة الواحدة مما قد يترك أ را سلبيا على ربحيتها وعلى أسعار أسهمها بالتبعية.

ب - تحليل الأداء التاريخي للصناعة:

---

[1]. لمزيد من المعلومات، أنظر:إل عيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية "،المرجع الـ ابق، ص ص. 16- 18.

[2]إلمرجع نف ه، ص ص. 111- 112.

يساعد تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح في التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، وتشخيص مدى قدرة استفادة الصناعة من فترات الرواج، أو قدرتها على مواجهة توابع فترات الكساد. ومع أن أداء الصناعة من حيث المبيعات والأرباح قد يتباين من فترة إلى أخرى،إلا أن سلسة الخسائر المتتالية قد تو بعدم قدرة الصناعة على الذهاب بعيدا. فضلا عن ذلك، فإن النمو السريع في المبيعات لا يعني بالضرورة تحقيق أرباح مرتفعة ما لم تتوافر رقابة صارمة على هيكل التكاليف.[1]

جـ - تحليل ظروف المنافسة:

قد يتعرض أداء الشركات في القطاع الواحد بين الفينة والأخرى لهزات عنيفة إلى الحد الذي قد لا تستطيع معه هذه الشركات مواصلة نشاطها. ويمكن أن يعزى ذلك إلى دخول منافسين جدد ذوي كفاءة وقدرة على انتزاع جزء من الحصص السوقية للشركات القائمة. ويتوقع أن تصطدم الشركات الراغبة في الدخول إلى قطاع ما أو صناعة معينة بعدة عوائق مثبطة في الغالب لروح المنافسة في السوق وهي: تمسك المستهلكين بتفضيلات وأذواق استهلاكية إزاء منتجات الشركات القائمة يصعب التنازل عنها، واتسام هذه الشركات بالمزايا المطلقة في التكاليف ومزايا الإنتاج الكبير.[2]

د - تحليل المنتوج والتكنولوجيا المستخدمة:

يسعى المحلل من وراء تحليل المنتوج إلى محاولة التعرف على ما إذا كان المنتوج قد بلغ مرحلة الإنتاج الموسع من عدمه، إذ في ظل غياب الأسواق الكبيرة لن تتمكن الصناعة من إنتاج سلع ذات مستوى عال من الكفاءة وبأسعار منافسة. ومن جانب آخر، تقتضي عملية تحليل طبيعة المنتوج من الناحية التكنولوجية تقدير نصيب عوامل الإنتاج ممثلة في رأس المال واليد العاملة من المنتوج.[3] ففي الصناعات التي تعتمد بكثافة على الآلات، يكون حجم مبيعاتها مرتفعا ما يجعل ل ورات التجارية تأثيرا أكبر على درجة تقلب عوائدها. أما في حالة الصناعات ذات الكثافة في العمل، فيتوقع أن تتذبذب ربحيتها نتيجة الاضطرابات العمالية، وضخامة نسبة قيمة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف.[4]

هـ - دراسة تأثير التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي:

يمكن أن ينجم عن السياسة الاقتصادية للحكومة تأثيرا بالغ الأهمية على أنشطة القطاعات في الاقتصاد الوطني. وإذا كان للتدخل الحكومي في شؤون الصناعة تأثير سلبي في بعض الأحيان كتحديد السقوف المعيارية لتقلب أسعار السلع والخدمات، فإن هناك تدخلا حكوميا له آثار إيجابية كمنح المساعدات المالية، أو تقديم الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، أو فرض رسوم جمركية لتوفير الحماية للصناعات الوطنية.[5]

ومن المحتمل أن تتفاوت القطاعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة في أنشطتها التشغيلية، وهو ما ينبغي أن يوليه المستثمر الاهتمامه عند اتخاذ قرار الاستثمار، حيث يتوقع أن تتأ ر القدرة الايرادية وربحية الشركات باختفاء الدعم أو المزايا التي تقدمها الحكومة، بمقتضى قوانين وتشريعات جديدة،[6] مما يؤدي إلى تذبذب قيم الأوراق المالية وجاذبيتها في البورصة تبعا لذلك.

---

[1]. هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع الـ ابق، ص. 170.

[2]. حـ ان خضر، " التحليل الأساسي"، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، الـ ويت: المعهد العربي للتخطيط(راير2003)، ص. 2. http://www.arab-api.org/c9_first.htm

[3]. المرجع نف ه.

[4]. هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق اللية، المرجع الـ ابق، ص. 173 .

[5]. لطفي، المرجع الـ ابق، ص. 112.

[6]. مـ ن أحمد الخضيري، تتعلم الـ ور صة في 24 ساعة (القاهرة: إيتراك للنشر والتوزيع، 1999)، ص. 69.

وعلى الرغم من أهمية الاعتبارات الأساسية في حسم القرارات الاستثمارية، إلا أنها غير كافية إلى الحد الذي يستطيع معه المستثمر توجيه جزء من مخصصات محفظتة المالية للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين على حساب قطاع آخر، إذ يتطلب الأمر معرفة مدى تناسب القيمة السوقية للسهم مع معدل ربحيته المتوقعة؛ فمثلا، لو كانت القيمة السوقية لسهم ما قد بلغت مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للشركة، فإن قرار الاستثمار عندئذ في هذا السهم سيكون قرارا غير صائب.

2. 2. أدوات التحليل القطاعي

من أكثر أدوات تحليل ظروف القطاع شيوعا تلك التي تهتم بالتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة وتحليل دورة حياتها أو نشاطها.

أ - التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يعتمد التنبؤ بالمبيعات على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، كل ذلك بهدف الوقوف على العوامل المؤ رة على ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) التي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع). وتعتمد عملية التنبؤ بالطلب الفعلي على العديد من الأساليب أهمها أسلوب تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis، الذي يتضمن إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤ رة عليه (المتغيرات المستقلة). ويقتضي ذلك توافر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات لسلسلة زمنية متتالية. وتأخذ العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة صورة معادلة خط الانحدار تعطى بالصيغة الآتية:[1]

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 Y + b_3 P_z$$

حيث تمثل D_x الكمية المطلوبة من السلعة x، و a قيمة ثابتة، و P_x سعر الوحدة الواحدة من السلعة x، في حين تمثل Y دخل المستهلك، أما P_z فتمثل أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة. وتشير b_1. b_2. b_3 إلى معاملات النموذج أو معاملات خط الانحدار للمتغيرات المستقلة.

ب - دراسة دورة حياة الصناعة:

يقصد بدورة حياة الصناعة Industry – Life Cycle أو دورة حياة المنتوج تلك المراحل الزمنية التي يمر بها المنتوج أو الصناعة في السوق. وتعد هذه الدورة واحدة من الأساليب المستعملة في تحليل الماضي والتنبؤ بمستقبل الصناعة. وتتفق الأدبيات الاقتصادية على أن المنتوج أو الصناعة تمر على الأقل بأربع مراحل مماثلة لتلك التي تمر بها دورة حياة الفرد وهي على التوالي مرحلة الظهور، ثم مرحلة النمو السريع، ثم مرحلة النضوج وأخيرا مرحلة الاستقرار أو الأفول.[2]

ويبدو مما سبق، أن تحليل دورة حياة الصناعة أو المنتوج من شأنه أن يوفر مسحا شاملا تتضح من خلاله الصناعات القوية والصناعات الهشة، ومن شأنه أيضا أن يمكن المحلل والمستثمر على حد سواء من تصنيف الصناعات الوطنية وفقا للمرحلة التي تمر بها، مما يسمح بإعداد استراتيجية استثمارية تأخذ بعين الاعتبار معياري العائد والمخاطرة ونوع الصناعة التي ينبغي أن تتضمنها المحفظة الاستثمارية، فمثلا ينبغي على المستثمر التأكد عند اتخاذ قرار الاستثمار بشأن صناعة مازالت في مرحلة الظهور، نظرا للمخاطر التي يمكن أن ينطوي عليه هذا الاستثمار. وإذا كان المستثمر متحمسا لتلك الصناعة الجديدة

---

[1] خضر، "التحليل الأساسي"، المرجع السابق، ص. 5.

[2] زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية (بيروت: مطابع الأمل، بدون سنة النشر)، ص. 57. ولمزيد من المعلومات حول مراحل دورة حياة المنتوج، أنظر:

Stanley J. Paliwoda, International Marketing, Second Edition (Oxford: Butter Worth - Heinemann, Ltd., 1995), pp. 39 - 41.

فينبغي منه - على الأقل- توزيع استثماراته على أكبر عدد ممكن من الشركات المكونة لتلك الصناعة دون التركيز على شركة واحدة.[1]

أما قرار الاس تمار في الصناعة التي لا تزال في مرحلة النمو، فقد يعد قرارا صائبا، إلا أنه ينبغي من المستثمر الحذر والتريث، وذلك لأن بعض الشركات قد لا تتمكن من اجتياز هذه المرحلة، أو لأن أسعار أسهما قد يكون مبالغ فيها على نحو يمكن أن يلحق بالمستثمر الذي اشتراها خسائر ضخمة.[2] وقد يكون من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يوزع استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضوج أو الاستقرار بالرغم من تواضع عائداتها.[3]

و خلاصة لهذا المبحث، ينصرف التحليل الأساسي وفقا لمدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل إلى تحليل الظروف الاقتصادية الكلية والقطاعية كمدخل لاتخاذ القرارت الاستثمارية. ولاشك أن المتغيرات الاقتصادية الكلية آنفة الذكر، والتي من بينها السياسيات المالية والنقدية، الناتج الوطني الخام ومعدل التضخم هي معطيات تؤ ر على التدفقات النقدية للأوراق المالية، ومن ثم على قيمة الأوراق المالية كمحصلة نهائية. وبالتالي، فدراسة هذه المتغيرات من شأنها أن تساعد المحلل على التنبؤ بما ستكون عليه الظروف الاقتصادية من رواج أو كساد، كما يمكن أن تساعده على وضع توزيعات احتمالية للعائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

ولكي يتسم تحليل ظروف الصناعة بالدقة، فينبغي أن يبدأ المحلل الأساسي بدراسة الأبعاد الأساسية في تحليل الصناعة، ثم الانتقال إلى تحليل دورة حياة المنتوج والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة. والهدف من وراء ذلك تمهيد السبيل لانتقاء الصناعات والشركات الواعدة لتكون مجالا للبحث عند تحليل ظروف الشركة، والتي تعتبر المرحلة التالية في نموذج التحليل الأساسي. وهذا ما سيتم التطرق له في المبحث التالي.

II. التحليل المالي لظروف الشركة

يبدأ التحليل الأساسي في ظل مدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل بتناول الظروف الاقتصادية الكلية المحيطة بالمشاريع، ثم الانتقال بعد ذلك إلى مرحلة تحليل ظروف الصناعة. وفي المرحلة الأخيرة للمدخل المشار إليه، سيتم التطرق للتحليل على مستوى الشركة ذاتها. ويتضمن هذا المدخل تحليل الوضع المالي للشركة ومقارنته بأوضاع باقي شركات القطاع، وذلك من خلال تحليل القوائم المالية باستخدام النسب والمؤشرات المالية، والنماذج الأساسية في تقييم الأوراق المالية. ويمثل الهدف الأساسي للتحليل المالي لظروف الشركة في تحديد القيمة الحقيقة للأوراق المالية كمدخل أساسي لاتخاذ قرار الاستثمار في تلك الأوراق.

1. تحليل المركز المالي للشركة

ترتبط الأوراق المالية - سيما الأسهم - بالشركة المصدرة لها بعلاقة وطيدة ذات دلالة اقتصادية، إذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة في الشركة المصدرة لها، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بآدائها التاريخي أو بربحيتها وتوازن مركزها المالي. ويعد تحليل القوائم المالية المقارنة والنسب والمؤشرات المالية من أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة.

1. 1. تحليل القوائم المالية المقارنة

يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم، خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون دورية أو فصلية. وتوجد في هذا الصدد، ثلاثة أنواع من القوائم المالية المقارنة وهي الميزانية

---

[1]. حنفي، الاستثمار في بور صة الأوراق الماليةالإس ندرية: الدار الجامعية، 2004)، ص ص. 244 - 245.

[2]. خضر، "التحليل الأساسي"، المرجع الـ ابق، ص. 4.

[3]. الزامل، " دور الأسواق المالية..."، المرجع الـ ابق.

العمومية المقارنة، قائمة الدخل وقائمة الموارد والاستخدامات. ويقصد بالميزانية العمومية أو قائمة المركز المالي القائمة التاريخية التي تبين خصوم وأصول الشركة في لحظة معينة. وتظهر الميزانية حجم الاستثمارات وهيكل التمويل في الشركة.[1] أما الميزانية العمومية المقارنة، فيقصد بها تلك القائمة التي تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين في سنتين ماليتين متتاليتين لنفس الشركة، أو مقارنة بنود ميزانية شركة ما مع شركة أخرى، أو مع متوسط القطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المدروسة.[2]

وينبغي من المحلل أو المستثمر تحليل وتتبع التغيرات الجوهرية التي طرأت على بنود القوائم المالية خلال عدد من السنوات، لمعرفة ما إذا كانت تلك التغيرات تمثل اتجاها أم أنها تغيرات طارئة.[3] ويمكن للمستثمر إجراء المقارنة بين نتائج القوائم المالية لشركة ما مع نتائج القوائم المماثلة التي تفصح عنها الشركات المنافسة، أو تلك التي يتم إعدادها عن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة بهدف الاستفادة من نتائجها في الحكم على مدى سلامة المركز المالي للشركة التي يرغب المستثمر شراء أسهمها.

1. 2. تحليل النسب المالية

تعتبر النسب والمؤشرات المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية. ويتضمن تحليل النسب المالية قياس ومقارنة النسب التي يتم اشتقاقها من المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات لتحديد العلاقة بين بندين من البنود المكونة لهذه القوائم في لحظة زمنية معينة.[4]

وتفيد النسب المالية في استنباط الحقائق والمؤشرات عن الوضع المالي للشركة ودرجة جاذبيتها الاستثمارية. ويمكن أن تستخدم النسب أيضا على المستوى القطاعي لمقارنة أوضاع الشركات التي تعمل في نفس القطاع، وبالتالي الحكم على وضع الشركات الجيدة وتلك المتعثرة. ولا تكمن أهمية دراسة النسب في حد ذاتها إلا بقدر ما تكمن في دراسة وتحليل أسباب وسلوك التغير الذي يحصل في مستوياتها عبر الزمن.[5]

ويفضل عادة عند تحليل الوضع المالي للشركة الاعتماد على عدة نسب لتكوين صورة واضحة عن مدى سلامة الوضع المالي. وفي هذا الصدد، هناك عدة نسب يمكن استخدامها لدارسة الوضع المالي للشركة وهي: نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الهيكل المالي والتغطية ونسب الربحية. ونظرا لأهمية نسب الربحية في تكوين واتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية فسيتم التركيز عليها فيما يلي.

- نسب الربحية:

تعد نسب الربحية Profitability Ratios من المؤشرات المؤثرة على قرار الاستثمار في الأوراق المالية للشركة المصدرة، إذ تؤثر الربحية بشكل مباشر على كل من جاذبية الورقة المالية ومدى إكتسابها للعوائد الرأسمالية. وتقيس مؤشرات الربحية قدرة الشركة على توليد الأرباح من المبيعات والأموال المستثمرة، سواء الأموال التي قدمها الملاك أو تلك التي دفعها المقرضون.[6]

وتشتمل نسب الربحية بصفة أساسية على معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية. ويشير معدل العائد على الاستثمار إلى مدى قدرة الشركة على تحقيق عائد على جميع مصادر رؤوس الأموال المستثمرة، سواء كان

---

[1]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 40.
[2]. Hubert De La Bruslerie, Analyse Financière et Risque de Crédit (Paris: Dunod, 1999), p. 14.
[3]. Ibid.
[4]. الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص ص. 180 – 109.
[5]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 50.
[6]. لطفي، المرجع السابق، ص. 109.

مصدرها حقوق المساهمين أو المقرضين. ولذلك، فهو يعتبر مقياسا لمدى نجاح إدارة الشركة في استخدام الأموال المتاحة بغض النظر عن مصدرها.[1] ويحسب هذا المعدل بالصيغة الآتية:

معدل العائد على الاستثمار = (صافي الربح بعد الفوائد والضرائب ÷ إجمالي الخصوم) 100.

في حين يوضح معدل العائد على حقوق الملكية العلاقة القائمة بين العائد المحقق وحقوق المساهمين. ويعد هذا المعدل من أهم المؤشرات المساهمة في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم، إذ تدل القيمة العالية لهذا المؤشر على كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملكية وقدرتها الكبيرة على توليد الأرباح من تلك الأموال. ويقاس هذا المعدل بقسمة صافي الربح (بعد خصم الضرائب) على العائد حقوق الملكية.[2] وذلك على النحو الآتي:

معدل العائد على حقوق الملكية = (صافي الربح ÷ حقوق الملكية) 100.

2. 3. تحليل المؤشرات المالية

تكمن الأهمية النسبية لتحليل النسب المستخرجة من القوائم المالية في أن إدراك العلاقات المتداخلة بين هذه النسب ومدلوليتها المحاسبية يساعد على تقييم المركز المالي للشركة واتجاهاتها المستقبلية ما يسمح بالتقدير الضمني لأسعار أسهما. غير أن نقطة الضعف في هذا المدخل تكمن في صعوبة التنبؤ الدقيق بقيم هذه النسب لأغراض التحليل الاستراتيجي. وحتى وإن تم هذا التنبؤ، فقد يؤدي إلى استخلاص تقديرات مضللة مما يمكن أن يؤ ر على الصورة الحقيقية للقوائم المالية.

لأجل ذلك، وحتى يكون لتحليل القوائم المالية قيمة ومغزى، غالبا ما يلجأ المحللون إلى حساب مؤشرات أخرى ذات ارتباط وثيق بالمركز المالي للشركة وباتجاهات الاستثمار في أوراقها المالية. ومن أهم هذه المؤشرات مايلي:

أ - ربحية السهم Earnings Per Share: يقيس هذا المؤشر حصة أو نصيب السهم من الإيراد القابل للتوزيع، أو صافي الربح بعد الضريبة. ويمكن حسابه بقسمة صافي الربح السنوي بعد خصم الضريبة على عدد الأسهم المصدرة في لحظة زمنية محددة[3] ويتعين في هذا الصدد، استبعاد الحصص التي لا تخص المساهمين من صافي الربح، حصة العمال ومكافآت مجلس الإدارة أو أية حصص أخرى، بحيث يقتصر الحساب على الربح المحتجز والربح السنوي القابل للتوزيع.

فلو أن شركة ما حققت ربحا صافيا قدره 10 ملايين دولار وكان عدد أسهما المصدرة 5 ملايين سهم، فهذا يعني أن ربحية أو عائد السهم لهذه الشركة هو دولارين. ويولي المستثمرون أهمية كبيرة لهذا المؤشر؛ فبمعرفة اتجاهه العام، أي التنبؤ بقيمته المستقبلية يستطيع المستثمر تقييم أسهم محفظته الماليةظرا لأن سعر السهم في السوق في المحصلة النهائية يتأ ر بنمو أو تناقص ربحية السهم ذاته.[4]

وتكمن صعوبة حساب هذا المؤشر في كيفية التعامل مع الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم كالسندات، بسبب صعوبة تحديد عدد الأسهم التي على أساسها تحسب ربحية السهم، حيث أن الأرباح يعلن عنها في نهاية كل سنة أما عدد الأسهم فيتحدد في كل لحظة.[5] ومهما يكن الأمر، فإن ما يعاب على هذا المؤشر هو استحالة الاعتماد عليه في إجراء المقارنات بين الشركات المختلفة، نظرا لأن عدد الأسهم التي يحسب على أساسها هذا المؤشر قد تختلف من شركة إلى أخرى، وبالتالي تصبح المقارنة عندئذ غير مجدية.

---

[1]. الراسنة، المرجع السابق، ص. 20.

[2]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 53.

[3]. Didier Vitrac, Tout Savoir sur la Bourse (Paris: Gualino Editeur, 2001), p. 181.

[4]. محمود صالح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، ط3 (الجزائر: الشركة الجزائرية للطباعة والنشر، 2000)، ص. 152.

[5]. حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص. 259.

ويمكن القول محاسبيا أن عائد أو ربحية السهم الواحد EPS هي عبارة عن محصلة تفاعل بين عاملين هما: معدل العائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE) والقيمة الدفترية للسهم. ويمكن استخلاص العلاقة بين ربحية السهم ومعدل العائد على حقوق الملكية على النحو الآتي:[1]

ربحية السهم = العائد على حقوق الملكية × القيمة الدفترية للسهم

أي: EPS = ROE × Book Value Per Share

ب - مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية:

ويعتبر من أهم المؤشرات المتعلقة بقرار الاستثمار في الأسهم . ويوضح هذا المؤشر العلاقة بين سعر السهم في السوق ونصيبه من حقوق الملكية، فإذا كان سهم شركة ما يباع في السوق بـ نحو 100$، وكانت قيمته الدفترية في نهاية السنة قد بلغت 50 $، فيعني هذا أن نسبة السعر إلى قيمته الدفترية هي بنحو مرتين. وتشير هذه القيمة إلى أنه كلما زادت النسبة عن الواحد الصحيح كلما دفعت السوق للسهم علاوة أكبر مما يبررها نصيبه من حقوق الملكية، وهو بذلك يعتبر مؤشر على مدى قدرة الشركة على توليد قيمة إضافية للسهم ممثلة في عدد المرات التي يزيد بها السعر السوقي للسهم عن قيمته الدفترية.

جـ - نسبة التوزيعات Dividend Payout Ratio: تحسب هذه النسبة بقسمة إجمالي التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم العادية على صافي الربح المتاح، أي صافي الربح بعد الضريبة مطروحا منه التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم الممتازة ونصيب الإدارة والعاملين من الأرباح المتولدة كما تظهره الصيغة التالية:[2]

نسبة التوزيعات = (إجمالي التوزيعات ÷ الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم العادية) 100.

∴ نسبة التوزيعات = (حصة السهم من التوزيعات ÷ الربح المتاح للسهم العادي) 100.

وتساعد هذه النسبة على معرفة اتجاهات الشركة المستقبلية؛ أهي متجهة نحو التوسع وتقوية مركزها المالي عن طريق زيادة الأرباح المحتجزة، أم أنها متجهة نحو دعم جاذبيتها السوقية من خلال زيادة نسبة التوزيعات.[3]

د - مؤشر معدل الربحية أو الخسارة الرأسمالية للسهم:

وهو مؤشر شديد الأهمية لكل من المضاربين والمستثمرين، وإن كانت أهميته أكبر بالنسبة للمضاربين. ويمكن أن تطرأ على قيمة السهم في السوق تغيرات وفقا لمستجدات ومتغيرات التعامل في السوق، فهو إما أن يحقق من هذه التغيرات زيادة في قيمته ويطلق عليها ربحا رأسماليا Capital Gain، أو انخفاضا في قيمته ويطلق عليها خسارة رأسمالية Capital Loss. ويحسب هذا المؤشر على النحو التالي:[4]

مؤشر معدل الربحية أو الخسارة = (سعر الإقفال ÷ سعر الإفتتاح) 100.

هـ - مؤشر نسبة العائد إلى التوزيعات (الريع) Dividend Yield:

تقيس هذه النسبة العائد الذي تدفعه الشركة للمساهمين على شكل توزيعات للأرباح. وتحسب بقسمة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة على سعره السوقي.[5] فمثلا، إذا كان نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة دولارين

---

[1] المرجع نفسه. ص. 259.

[2] الدراسنة، المرجع السابق، ص. 23.

[3] لطفي، المرجع السابق، ص. 123.

[4] الخضيري، المرجع السابق، ص. 118.

[5] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية العدد الثاني والأربعون، أبو ظبي (الربع الثاني 2005)، ص. 3.

وكان سعره السوقي 40$، فيعني هذا أن العائد على التوزيعات للسهم الواحد هو 5%. وعادة ما تكون هذه النسبة مرتفعة في الشركات الكبيرة التي توزع الأرباح بصفة دورية وتقل في الشركات الناشئة.[1]

3. تقييم الأوراق المالية

تمثل النماذج المستعملة في تقييم الأوراق المالية منهجا لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية أو القيمة المحورية. وطالما أن قرار الاستثمار يتخذ حاضرا، فإن القيمة الحالية تعتبر الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية. وتنطلق نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقة لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية Present Value لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حيازة هذا الأصل.[2]

ويتضمن اتخاذ قرار الاستثمار مقارنة القيمة الحقيقية أو القيمة الحالية للأصل المالي بقيمته السوقية للتأكد مما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أم لا. فإذا كانت القيمة الحقيقية للأصل المالي أقل من قيمته السوقية، فعندها يمكن الاستنتاج أن هذا الأصل مقيم بأكثر مما يجب أن يكون عليه Over Valued، وبالتالي عد أصلا لا يصلح للاستثمار المجزي، بل على العكس من ذلك، يجب التخلص منه إذا كان للمستثمر مركز فيه. أما إذا كانت القيمة الحقيقية لهذا الأصل أكبر من قيمته السوقية، فإن ذلك يعني أن هذا الأصل مقيم بأقل مما يجب أن يكون عليه في السوق، ومن ثم كان أصلا مناسبا للاستثمار،[3] لأن سعر السوق سيرتفع مع مرور الوقت ليصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يمكن أن يتيح للمستثمر فرصة لتحقيق ربح رأسمالي نتيجة لذلك.

ومما سبق، يعد الانحراف القائم بين القيمة الحالية والقيمة السوقية المعلومة الرئيسية التي يتوقف عليها اتخاذ قرار الاستثمار في السهم من عدمه. ومن المبادىء الرئيسية التي يعتمد عليها المحلل المالي في تحديد القيمة الحالية للورقة المالية مبدأ القيمة الزمنية للنقود، بمعنى توقيت التدفقات النقدية التي تحدد جدوى المشروع الاستثماري. ويقضي المنطق الاقتصادي بأن 100$ الحالية أفضل وأفيد للمستثمر من 100$ يتوقع الحصول عليها مستقبلا، وذلك لعدة أسباب أهمها: تدهور القوة الشرائية للنقود بفعل التضخم، وتفضيل المستهلكين للاستهلاك الحالي على حساب الاستهلاك المستقبلي، علاوة على أن 100$ الحالية من المؤكد الحصول عليها في حين أن 100$ المستقبلية يعتريها نوع من عدم اليقين بشأن الحصول عليها.[4]

ويمكن تحديد القيمة الحالية بقسمة التدفقات النقدية على قيمة المقام (1 + سعر الخصم).[5] فمثلا، يمكن أن تبلغ القيمة الحالية لنحو 133 دولارا بعد مضي ثلاث سنوات مخصومة بسعر 10% نحو 100$. وقد تم حساب هذه القيمة على النحو الآتي:

$$\text{القيمة الحالية} = (133 \div (1+1.1))^3 = (133 \div 1.33) = \$100$$

يتضح مما سبق، أنه من الأهمية بمكان أن يتم أخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية للتدفقات النقدية عند حساب قيمتها الحقيقية الزمنية، وهذا ما سيتم التطرق له فيما يلي.

تقييم السندات

---

[1]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 23.

[2]. Joanna Place, "Basic Bond Analysis", Handbooks in Central Banking, N° 20, London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies (December 2000), p. 5.

[3]. Wikipedia Encyclopedia, "Fundamental Analysis", Op. Cit.

[4] محمود عمر باعتيديالتمثيلة المثلى للدائل الاستثمارية باستخدام نماذج الرمجة الرياضية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 4 (1991)، ص.187.

[5] Lionel Filipi, Réniganin, Information de L'entreprise (Paris: Presse Universitaires de Grenoble, 2003), p. 248.

على الرغم من أن السندات تعتبر أداة مهمة لتمويل شركات الأعمال، إلا أن التعامل بها غالبا ما يشهد انفصالا بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط أو أداء الشركة المصدرة لها على عكس الأسهم. وقبل تناول مدخل تقييم السندات لابد من توضيح بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بتقييم الأوراق المالية.

- القيمة الاسمية، وتعبر عن القيمة الأصلية للسند، أي القيمة التي يتم إصدار السند بها، وعادة ما تحدد بنحو 100 وحدة نقدية ومضاعفاتها. وتمثل القيمة الإسمية كمية النقود التي اقترضتها الشركة والتزمت بسدادها في تاريخ لاحق. ومن الناحية العملية، قد تباع السندات بعلاوة على قيمتها الإسمية أو بخصم، اعتمادا على وضع أسعار الفائدة السائدة في السوق.[1]

- معدل الفائدة، تلتزم الشركة المصدرة للسندات سنويا أو كل ستة أشهر بدفع فوائد دورية تتحدد على أساس معدل الكوبون المدون على السند، وهو نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند.[2] وعادة ما يحدد معدل الكوبون للسند بالاعتماد على سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر. فإذا كان معدل الكوبون للسند عند الإصدار يقل عن مثيله لسندات أخرى تنطوي على نفس القدر من المخاطر، فإنه لا يتوقع أن يباع هذا السند بقيمته الإسمية؛ بل يتوقع أن يباع بأقل من هذه القيمة أي بخصم على قيمته الإسمية at Discount . أما إذا كان معدل الكوبون للسند عند الإصدار يفوق مثيله لسندات تنطوي على نفس القدر من المخاطر، فإنه يتوقع أن يباع هذا السند بسعر أعلى من قيمته الإسمية، أي يباع بعلاوة at Premium. وهذا أمر منطقي، حيث يسعى المستثمرون دوما نحو التوظيف في السندات الأكثر مردودية.[3]

وبالتالي، ليس هناك ما يضمن بيع السند بقيمته الإسمية عند إصداره إلا أن يكون معدل الكوبون مماثلا لمعدل الفائدة السائد في السوق على السندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر.

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار، ويعبر عن معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية لتحديد قيمتها الحالية أو القيمة العادلة للسند. ويتحدد هذا المعدل على ضوء المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السند، وكلما ارتفعت درجة المخاطر ارتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار.[4] ويحسب معدل العائد المطلوب بالمعادلة التالية:[5]

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معدل العائد المكافأ للمخاطرة.

ويمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة الفرصة البديلة للمستثمر الخالية من مخاطر الاستثمار. فمثلا، يعد العائد على أذونات الخزينة (Treasury Bills) أنموذجا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة. أما معدل العائد المكافأ للمخاطرة أو كما يسمي معامل المخاطرة فهو مقياس إحصائي لمدى تقلبية فلورقة المالية محل الاستثمار المتأ ر بعوامل السوق. ويعد معامل بيتا المقياس الإحصائي لهذه المخاطر.[6]

- **تاريخ الاستحقاق:** يحدد تاريخ الإستحقاق الفترة اللازمة لاسترداد قيمة السند، كما يحدد أيضا التأثير الذي يحدثه الزمن على قيمة التدفقات النقدية أو ما يسمي بالقيمة الزمنية للنقود Time Value of Money. حيث أنه كلما طال تاريخ استحقاق التدفقات النقدية كلما انخفضت قيمتها الحالية.[7] ويمكن التمييز في هذا السياق بين تاريخ الاستحقاق الأصلي وتاريخ الاستحقاق الفعلي. ويقصد بالأول الفترة الزمنية الفاصلة بين إصدار السند وتاريخ استحقاقه. أما تاريخ الاستحقاق

---

1. جار، الأوراق المالية...، المرجع السابق، ص ص. 74- 75 .
2. Pierre Vernimmen, Finance d' Entreprise, 4e Edition (Paris: Dalloz, 2000), p. 456.
3. جار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات...، المرجع السابق، ص. 75.
4. الداغر، المرجع السابق، ص. 160.
5. Barreau & Delahaye, Op. Cit., p. 344.
6. سيتم التطرق لهذا المعامل بشيء من التفصيل في جزء لاحق عند تحليل محددات الاستثمار في البورصة.
7. الراسنة، المرجع السابق، ص. 53.

الفعلي فيقصد به الفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.[1] ورغم أهمية تاريخ الاستحقاق في تقييم السندات إلا أنه قد يفقد قيمته إذا ما تضمنت نشرة الاكتتاب في السندات شرط استدعائها من قبل الهيئة التي أصدرتها.

وتتوقف القيمة الحقيقية للأصول المالية على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة أن يدرها الأصل في المستقبل. وتشتمل التدفقات النقدية في حالة السندات على مدفوعات الفائدة خلال فترة استحقاق السند، بالإضافة إلى القيمة الأصلية للسند (القيمة الاسمية) التي التزمت الشركة بسدادها لحامل السند عند تاريخ الاستحقاق،[2] وبالتالي، فإن عملية تقييم السندات تقوم أساسا على تقييم هذين المصدرين من التدفقات النقدية. وسيتم فيما يلي عرض كيفية تقييم أنواع السندات التالية: السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد، السندات القابلة للاستدعاء وأخيرا السندات الدائمة.

أ - **السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد:**

تمثل القيمة الحقيقية أو العادلة لهذا النوع من السندات في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة معبرا عنها بالفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند التي يتم استردادها عند نهاية تاريخ الاستحقاق. وتوضح الصيغة التالية معادلة حساب القيمة الحقيقية لهذا النوع من السندات:[3]

$$PV= \sum_{t=1}^{n} I \left(\frac{1}{1+Kd}\right)^{t} + M\left(\frac{1}{1+Kd}\right)^{n} \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

$$PV = I(PVIFA_{Kd}, n) + M\,(PVIF_{Kd}, n) \ldots\ldots\ldots(2)$$

حيث يمثل المقدار PV القيمة الحالية أو القيمة الحقيقية للسند، ويعني المجموع $\sum_{t=1}^{n}$ حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية في السنة الأولى (t_1) ثم في السنة الثانية (t_2)...، وهكذا إلى غاية تاريخ الاستحقاق، أي السنة n. وبجمع هذه القيم يمكن الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتساوية. ويمثل المقدار I الفائدة الدورية التي يحصل عليها حامل السند دوريا. ويشير المعدل Kd إلى معدل الخصم، وهو ذاته معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند، وتمثل M القيمة الاسمية للسند، وN تاريخ الاستحقاق الأصلي للسند. ويمثل المقدار $PVIFA_{Kd}$ القيمة الحالية لدفعات نقدية متساوية قدرها وحدة نقدية واحدة لفترة n وبمعدل خصم Kd، في حين يمثل المقدار $PVIF_{Kd}$ القيمة الحالية لدفعة قدرها وحدة نقدية واحدة تستحقق في نهاية فترة الاستحقاق n وبمعدل خصم Kd .

وانطلاقا من المعادلة الأولى، يمكن ملاحظة أن قيمة السند تتكون من القيمة الحالية للفوائد الدورية ممثلة بالحد الأول مضافا إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية المعبر عنها بالحد الثاني. ولتوضيح كيفية تطبيق المعادلة السابقة بافتراض أن مستثمرا ما لديه فرصة لشراء سند قيمته الاسمية 100$ يستحق بعد 5 سنوات يحصل خلالها على كوبون يبلغ معدله السنوي 10%، وبمعدل عائد مقبول قدره 12%. فإذا ما قام المستثمر بشراء هذا السند فسوف يحصل في نهاية فترة الاستحقاق على مبلغ قدره 150$. ويمثل هذا المبلغ القيمة الاسمية للسند (100$) مضافا إليها مجموع الفوائد الدورية بمعدل 10%. ويمكن حساب هذا المبلغ على النحو الآتي:[4]

مقدار الفائدة السنوية (I) = 100 $ × 10 % = 10$ ؛ أي:

$$PV= \sum_{t=1}^{5} 10 \left(\frac{1}{1+0{,}12}\right)^{5} + 100 \left(\frac{1}{1+0{,}12}\right)^{5}$$

$$=\$10\,(PVIFA_{0{,}12,\,5}) + \$100\,(PVIF_{0{,}12,\,5})$$

---

[1] الجناوي، تحليل وتقييم الأسهم والـ ندات، المرجع الـ ابق، ص. 227.

[2] حنفي، الاستثمار في بور صة الأوراق المالية، المرجع الـ ابق، ص. 430.

[3] جـ ار، الأوراق المالية المتداولة في الـ ور صات .، المرجع الـ ابق، ص. 72- 73 .

[4] . هندي أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع الـ ابق، ص. 505.

$$= \$10\ (3{,}605) + \$100\ (0{,}567)$$

$$= \$36{,}05 + \$56{,}7 = \$92{,}75$$

ويمثل المقدار 92.75$ القيمة القصوى التي ينبغي أن يدفعها المستثمر لشراء هذا السند، على أن القرار النهائي بشأن الشراء من عدمه يتحدد بمقارنة هذه القيمة مع القيمة السوقية للسند. لذلك يتوقع شراء المستثمر لهذا السند إذا كانت قيمته السوقية تعادل أو تقل عن القيمة العادلة المحسوبة بهذه المعادلة.

وبناء على المثال السابق، يمثل الفرق بين قيمة التدفقات النقدية (150$) والقيمة الحالية للسند (92.75$) غلة السند Bond Yeild. وتبلغ في هذا المثال 57.25$. وتتكون غلة السند من فوائد دورية قدرها 50$ وأرباح رأسمالية تتمثل في الفرق بين القيمة التي ستدفع لشراء السند (92.75 $) والقيمة التي سيحصل عليها حامله في تاريخ الاستحقاق (100$) وهو ما يعادل نحو 7.25$.

ويلاحظ مما سبق، أن هذا السند يباع بخصم على قيمته الاسمية، نظرا لأن قيمته الحقيقية أقل من قيمته الاسمية (100$)، وذلك لتحفيز المستثمر على شراء هذا السند وتعويضه عن العائد الذي يمكن أن يحققه لو اتجه نحو الاستثمار في بدائل أخرى. ويرجع سبب بيع هذا السند بخصم على قيمته الاسمية إلى أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار (أي معدل الفائدة السائد في السوق) الذي يفوق معدل الفائدة على السندات في هذا المثال قد أدى إلى الحد من إقبال المستثمرين على هذه السندات، بسبب انخفاض عوائدها وتحول طلبهم نحو البدائل الاستثمارية الأخرى ذات معدل العائد المرتفع. وفي الحالة العكسية، أي حينما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار أقل من معدل الفائدة على السندات المصدرة، يتوقع أن يباع السند بعلاوة على قيمته الاسمية. ويمكن إثبات صحة هذه الفكرة في ظل البيانات السابقة مع افتراض أن معدل الفائدة السائد في السوق عند إصدار السند كان في حدود 8% على النحو الآتي:

$$PV = \sum_{t=1}^{5} 10\left(\frac{1}{1+0{,}08}\right)^5 + 100\left(\frac{1}{1+0{,}08}\right)^5$$

$$= \$10\ \left(\ PVIFA_{0.08,5}\ \right) + \$\ 100\ (PVIF_{\ 0.08,5}\ )$$

$$= \$10(.3.99\ ) + (\ \$100\ )\ (\ 0.681\ ) = \$108.03$$

وتعني القيمة 108.03$ أنه في الحالة التي يكون فيها معدل الفائدة السائد في السوق أقل من معدل الفائدة على السند سيؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للسند. وتفسير ذلك أن المستثمر الذي سيقوم باستثمار مبلغ 100$ في بدائل أخرى لمدة خمس سنوات بدل الاستثمار في هذه السندات سيحصل في المقابل على فائدة قدرها 40$ بدلا من 50 $ كفائدة على الاستثمار في السندات، ويعد هذا قرارا غير صائب. وبالتالي، فإن هذه السندات ستبدوا أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يكونون على استعداد لشرائها بسعر أعلى من قيمتها الاسمية، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع سعرها ليعادل القيمة الحقيقية، أي نحو 108.03$ للسند الواحد كما في هذا المثال.

وفي حالة ما إذا كان معدل الفائدة على السندات يدفع كل سداسي، فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للسند على النحو التالي:[1]

$$PV = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+Kd/2)^t} + \frac{M}{(1+Kd/2)^{2n}} \quad \text{.....(3)}$$

$$= (I/2)\ (PVIFA_{Kd/2,\ 2n}) + M\ (PVIF_{Kd/2,\ 2n}).$$

[1] دهال، " الأدوات المالية"، سلـ ـة جـ ـر التنمية، العدد الخامس عشر الـ ـويت: المعهد العربي للتخطيط (2003)، ص. 5.

ويؤدي دفع الفوائد كل ستة أشهر إلى جعل عدد مرات حصول حملة السندات على الفوائد ضعف عدد السنوات التي تمثل عمر السند، وجعل أيضا مقدار الفائدة نصف المقدار السنوي للفائدة والمعدل المستعمل في الخصم نصف المعدل السائد في السوق. وباستخدام معطيات المثال السابق، يمكن حساب القيمة الحالية للسند إذا كانت فائدة السند تدفع كل سداسي على النحو الآتي:

$$PV = \sum_{t=1}^{2\times5} \frac{10/2}{(1+0{,}12/2)^{10}} + \frac{100}{(1+0{,}12/2)^{10}} = \$92.6.$$

ب - تقييم السندات القابلة للاستدعاء:

قد تنص نشرة الاكتتاب في السندات على حق الجهة المصدرة في استدعاء السند في أية لحظة بعد تاريخ معين من إصداره. ويمثل هذا الشرط ميزة للجهة المصدرة، إذ يمكنها عند انخفاض مستويات أسعار الفائدة السوقية مستقبلا أن تستدعي تلك السندات مقابل دفع قيمة محددة يطلق عليها سعر الاستدعاء Call Price (عادة ما يكون أعلى من قيمته الاسمية)، على أن تصدر سندات بديلة تحمل معدل فائدة أقل. وتعتبر الزيادة التي يحصل عليها المستثمر بمثابة تعويض جزئي له عن مخاطر الاستدعاء.[1]

فلو أن شركة ما أصدرت سندات تنطوي على شرط الاستدعاء وبقيمة اسمية قدرها 100$ لكل سند، ثم انخفضت معدلات الفائدة السائدة في السوق من نحو 15 % (معدل الكوبون) إلى حدود 10 %، فيمكن لهذه الشركة استدعاء السندات القديمة أو القائمة وإحلالها بسندات جديدة ذات معدل كوبون بنحو 10%. ويوفر هذا الاجراء لهذه الشركة نحو 5$ سنويا عن كل سند.[2]

وعند تقييم هذا النوع من السندات تكون العبرة بالتدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء وليس تاريخ الاستحقاق. وتوضح المعادلة التالية كيفية تقييم السندات المستدعاة.

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+Kd)^t} + \frac{CP}{(1+Kd)^n} \quad .....(4)$$

وتمثل n التاريخ الذي يمكن عنده للجهة المصدرة استدعاء السند، أما المقدار CP فيمثل سعر الاستدعاء.

فلو أن شركة ما أصدرت سندات بقيمة اسمية قدرها 1000$ بمعدل كوبون 12% وبمدة استحقاق عشر سنوات، مع صلاحية استدعائها بعد مرور أربع سنوات من تاريخ إصدارها بسعر 1100$ لكل سند. في ظل هذه المعطيات، ستبلغ القيمة الحقيقية التي يمكن أن يدفعها المستثمر لشراء هذا السند في ظل افتراض معدل عائد مطلوب قدره 100% نحو 113.7$ كما توضحه الصيغة التالية:

$$PV = \sum_{t=1}^{4} \frac{120}{(1+0.1)^4} + \frac{1100}{(1+0.1)^4}$$

$$= (\$120)(3.17) + (\$1100)(0.683) = \$1131.7$$

جـ - تقيم السندات الدائمة:

السند الدائم هو سند ليس له تاريخ استحقاق محدد يستطيع بمقتضاه حامله استرداد قيمته من الجهة المصدرة له، إلا ببيعه في البورصة.[3] ويمكن تقييم هذا النوع من السندات (أي تحديد القيمة التي ينبغي أن يشترى بها) وذلك إذا ما توفرت معلومتين أساسيتين هما: مقدار وتوقيت التدفقات النقدية معبرا عنها بالفوائد الدورية المدفوعة (وهي مستمرة إلى ما لانهاية

---

[1] ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 51.
[2] الجناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات...، المرجع السابق، ص ص. 238 - 239.
[3] هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع السابق، ص. 505.

n))→(∞، أما المعلومة الثانية وهي توفر معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار. وتوضح المعادلة التالية الصيغة العامة لتقييم هذا النوع من السندات:[1]

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+Kd)^t} = \frac{I}{Kd}$$

$$PV = \frac{I}{Kd} \text{.....(5)}$$

وتشير هذه الصيغة إلى أن الحد الثاني في النموذج والذي يمثل القيمة الحالية للقيمة الاسمية $\left(\frac{M}{(1+Kd)^n}\right)$ قد أصبح معدوما. كما أن الصيغة كلها أي إجمالي القيم الحالية قد أصبحت عبارة عن حاصل قسمة مقدار الفائدة السنوية على معدل الخصم السائد في السوق.[2]

ولتوضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات يمكن افتراض أن هناك سندات حكومية دائمة بقيمة اسمية قدرها 1000$ لكل سند وبمعدل فائدة قدرها 8%. فإذا كان المستثمر يعتقد أن معدل عائد قدره 12% يعد كافيا لتعويضه عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في تلك السندات، فلن يزيد عندئذ المبلغ الذي يبدي استعداده لدفعه عن نحو 667$ للسند الواحد، وذلك بتطبيق المعادلة السابقة.

$$PV = \frac{I}{Kd}; I = \$1000x\%8 = \$80$$

$$= \frac{80}{\%12} = \frac{80}{0.12} = \$667$$

فإذا كانت القيمة السوقية للسند أكبر من 667$، فيعني هذا أن قيمته مبالغ فيها Overvalued. ويكون قرار الاستثمار سليما بقيام المستثمر ببيعه إذا كان يملكه، أو التراجع عن شرائه إذا كان يفكر في إضافته إلى محفظة أوراقه المالية. والعكس صحيح لو كانت قيمة السند في السوق أقل من القيمة المحسوبة بالمعادلة السابقة.

تقييم الأسهم

ينصرف تقييم الأسهم بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة إلى إيجاد القيمة الحقيقية للسهم على ضوء المعطيات الموضوعية المتاحة عن الشركة. وغالبا ما يتحدد السعر الحقيقي للسهم في البورصة وفقا لتقديرات المتعاملين للنتائج المحققة و أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، وغيرها من العوامل التي يمكن الاعتماد عليها في عملية التقييم. وفي هذا الصدد، هناك عدة نماذج لتقيم الأسهم. وسيتم فيما يلي تسليط الضوء على أكثر النماذج شيوعا واستعمالا، والمتمثلة أساسا في نموذج التوزيعات المخصومة ونموذج مضاغف الربحية.

أولا. نموذج التوزيعات المخصومة:

يقوم نموذج التوزيعات المخصومة Dividend Valuation Model الذي وضع أساسه كل من مدجيلياني وميلر Modigliani & Miller في أوائل الستينيات على افتراض مفاده أن القيمة الحقيقة للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته

---

[1]. Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 214.

[2]. انظر، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، المرجع السابق، ص. 74.

النقدية المستقبلية التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته له، ممثلة في التوزيعات النقدية المتوقعة.[1] ويمكن التعبير عن هذه الفكرة بالمعادلة التالية:[2]

$$PV = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \ldots\ldots + \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

حيث تمثل PV قيمة السهم عند اللحظة t_0، وK معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر، ويكون دائما أكبر من الصفر. وتمثل D_t مقدار التوزيعات المتوقعة في اللحظة t.

لكن، طالما أن نشاط الشركة يتسم بالاستمرارية عبر الزمن وأن توزيعاتها هي أيضا سوف تستمر بالتبعية لفترة غير محدودة، فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح على النحو التالي:[3]

$$PV = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \ldots\ldots \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (7)$$

تشير المعادلة الأخيرة إلى الصيغة العامة لنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية، وهي صيغة تستند إلى افتراض أساسي مفاده أن المستثمر سوف يحتفظ بالسهم إلى الأبد، ومن ثم فإن قيمة السهم وفق هذا الافتراض سوف تتحدد بالتدفقات النقدية ممثلة في التوزيعات المتوقع الحصول عليها مستقبلا (D_t) مخصومة بمعدل خصم ملائم (K_d). لكن ماذا لو كان المستثمر يرغب في الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة ولتكن t ؟. في ظل هذا الافتراض يصبح السعر الحقيقي للسهم مساويا للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الدورية ممثلة في التوزيعات المستقبلية، مضافا إليها القيمة المتوقعة التي سيباع بها السهم عند اللحظة t، أي:[4]

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_t}{(1+K)^t} \ldots\ldots\ldots (8)$$

حيث تمثل P_t السعر السوقي للسهم عند نهاية الفترة t.

وانطلاقا من المعادلة رقم 7، يمكن اشتقاق ثلاثة نماذج أساسية لتقييم الأسهم، وهي نماذج تقوم على ثلاثة فروض أساسية بشأن نمط التوزيعات المستقبلية. فهناك نموذج يقوم على افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية أي عدم وجود نمو في التوزيعات، ونموذج يقوم على أساس نمو التوزيعات بمعدل ثابت، أما النموذج الثالث فيقوم على افتراض تغير نسبة نمو التوزيعات من فترة إلى أخرى. وفيما يلي سيتم توضيح هذه النماذج على حدة.

أ. نموذج النمو الصفري:

يشير نموذج النمو الصفري للتوزيعات Zero Growth Model إلى الحالة التي يحصل فيها حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات. ويعني هذا أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي الصفر، أي أن ما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات في العام الحالي (D_0) لابد وأن يتساوى مع التوزيعات الدورية التي سيحصل عليها في السنوات

---

[1]. Wikipedia Encyclopedia, "Fundamental Analysis", Op. Cit.
[2]. Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 154 – 155.
[3]. Francis, Op. Cit., p. 409.
[4]. حماد، إدارة المخاطر (الإسـ ندرية: الدار الجامعية للنشر، 2003)، ص. 404.

التالية، بمعنى أن القيم $D_1, D_2...D_\infty$ ستكون جميعها متساوية. وفي ظل هذه الفرضية، يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم 7 لتصبح على النحو التالي:[1]

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+K)^t} \quad \text{.....} \quad ...(9)$$

حيث؛ $D = D_0 = D_1 = D_2 = ... = D\infty$

ولما كانت المعادلة السابقة تمثل متتالية هندسية، فإنه يمكن إعادة صياغتها لتأخذ الشكل التالي:

$$PV = \frac{D}{K} \quad \text{.....} \quad ...(10)$$

فمثلا، إذا كان نصيب السهم العادي من التوزيعات في العام الحالي 6$ وكان معدل العائد المطلوب على الاستثمار محددا بنحو 12 ، فعندئذ تكون القيمة الحقيقية لهذا السهم والتي ينبغي أن يباع بها من وجهة نظر المستثمر 5$، أي:

$$PV = \frac{D}{K} = \frac{6}{0.12} = \$50$$

فإذا كان هذا السهم يباع في السوق بسعر أكبر من قيمته الحقيقية (50$) فهذا يعني أن قيمته السوقية مبالغ فيها Overvalued. وفي هذه الحالة، ينصح المستثمر بعدم شراء هذا السهم، بل ينصح ببيعه إذا كان يملكه. أما في الحالة العكسية، أي عندما تكون القيمة السوقية أقل من القيمة المحسوبة بالمعادلة رقم 10 يكون القرار الاستثماري مناسبا بعدم بيع السهم، بل ينصح المستثمر بشراء المزيد منه نظرا لأن السهم يباع بأقل مما ينبغي. بيد أن التسعير الخاطئ في قيم الأسهم ليست مسألة لا نهائية، إذ لا تلبث الأسعار أن تعود إلى قيمها الطبيعية، فإقدام المستثمرين على شراء الأسهم لأنها مقيمة بأقل من قيمها العادلة سيجعل جانب الطلب يفوق جانب العرض، وبالتالي ستستجيب السوق لقوى العرض والطلب الجديدة وترتفع بذلك أسعار الأسهم حتى تصل إلى قيمها العادلة.[2]

وإذا كان تقييم السهم في ظل المعادلة رقم 10 يقوم على أساس تقدير القيمة الحقيقية للسهم، فإن هناك مدخلا آخرا للتقييم يتمثل في تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار في السهم. وتحدد الصيغة العامة لهذا المدخل على النحو الآتي:[3]

$$\overline{K} = \frac{D}{PV}$$

حيث تمثل $\overline{K}$ معدل العائد المتوقع، وPV القيمة السوقية الحالية للسهم. فلو أن نصيب السهم من التوزيعات كان في حدود 6$ بقيمة سوقية قدرها 45$، فعندئذ يكون معدل العائد المتوقع أن يتولد من هذا السهم 13.33$، أي:

$$\overline{K} = \frac{6}{45} = 13.33\%$$

ولما كان معدل العائد المتوقع في هذا المثال المقدر بنحو 13.33 يزيد عن معدل العائد المطلوب (12%)، فإن القرار المناسب في هذه الحالة يتمثل في شراء هذا السهم، إذ أنه مؤشر على أن سعر السهم في السوق أقل مما ينبغي. أما في الحالة العكسية، أي حينما يكون معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب، فلا ينصح المستثمر بالشراء.

ويؤخذ على نموذج النمو الصفري عدم واقعية الفروض التي قام عليها، إذ قلما تظل قيمة التوزيعات للأسهم العادية ثابتة إلى ما لانهاية. ومع ذلك، يعتبر هذا النموذج الأسلوب الأنسب لتقييم الأسهم الممتازة، والتي عادة ما تكون توزيعاتها السنوية ثابتة على مدى نشاط الشركة.[1]

---

[1]. حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص. 304.

[2]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 66.

[3]. Société ABC Bourse, " Evaluer une Société". http:// www.abcbourse.com/Apprendre/ 12-leçon-af-12 html.

ب. نموذج النمو الثابت:

عادة ما يشار إلى نموذج النمو الثابت للتوزيعات Constant Growth Model على أنه نموذج "جوردن Gordon Model"، ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي مفاده أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت g غالبا ما يقترب من معدل نمو الاقتصاد الوطني، وأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم دائما يفوق معدل نمو التوزيعات (K>g)، وإلا فلن يكون لهذا النموذج أي معنى من الناحية الرياضية.[2]

وبناء على ما تقدم، إذا كان المقدار Do يمثل التوزيعات الأخيرة التي حصل عليها المستثمر (أي التوزيعات الفعلية للعام الحالي)، فإن التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة t يمكن حسابها بالصيغة التالية:

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

حيث تمثل D_t التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة t، وg المعدل السنوي لنمو التوزيعات. فلو أن شركة ما قامت بدفع توزيعات قدرها 1.17$، وكان المستثمرون يتوقعون أن تنمو توزيعات هذه الشركة للسنوات القادمة بمعدل ثابت قدره 8.1%، فستبلغ التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة الأولى نحو 1.265$؛ (1.17×1.081)، ونحو 1.367$ في نهاية السنة الثانية ($1.17(1.081)^2$). في حين ستبلغ التوزيعات المتوقعة بعد خمس سنوات نحو 1.727$، أي:

$$D_5 = D_o(1+g)^t = 1.17\ (1.081)^5 = \$1.727.$$

وباستخدام هذا النموذج في تقدير التوزيعات المتوقعة في المستقبل، يمكن التوصل إلى القيمة الحقيقية وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$PV = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_o(1+g)^2}{(1+k)} + \ldots\ldots\ldots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

ولما كان من افتراضات النموذج أن K>g وأن g ثابتة دوما، فيمكن تبسيط المعادلة السابقة لتصبح كما يلي:[3]

$$PV = \frac{D_t}{K-g} = \frac{Do(1+g)^t}{K-g} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(11)$$

أما في الحالة التي تكون فيها قيمة g سالبة، ستأخذ المعادلة السابقة الصورة التي عليها في المعادلة أدناه على نحو يعكس اتجاه القيمة الحقيقية للسهم نحو الانخفاض، وذلك طالما أن مقام المعادلة أصبح أكبر مقارنة بحالة معدل النمو الموجب.

$$PV = \frac{D_t}{K+g} \ldots\ldots\ldots(12)$$

ويوضح المثال التالي كيفية تطبيق المعادلة رقم 11. فبافتراض أن إحدى الشركات أجرت في العام الحالي توزيعات على حملة أسهمها العادية بمتوسط 6$ للسهم الواحد، فإذا كان يتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل ثابت قدره 8% سنويا، فيمكن تقدير القيمة العادلة للسهم في ظل عائد مطلوب على الاستثمار مقدرا بنحو 13% على النحو التالي:

$$D_1 = Do(1+g) = 6(1+0.08) = \$6.48$$

---

[1]. للتذكير، فإن تقييم الأسهم الممتازة لا يختلف بالمرة عن كيفية تقييم الأسهم العادية في ظل نموذج النمو الصفري للتوزيعات. مع ملاحظة أن معدل خصم التوزيعات k (أو معدل العائد المطلوب) في حالة الأسهم الممتازة عادة ما يقل عن مثيله في حالة الأسهم العادية، نظرا لتعرض حملة الأسهم العادية لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة.

[2]. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال (الجزائر: منشورات جامعة منتوري، 2003)، ص. 127.

[3]. Anne Vila Wetherilt, Olaf Weeken, "Equity Valuation Measures: What can they tell us?", Bank of England Quarterly Bulletin (Winter 2002), p. 392.

$$PV = \frac{D_1}{k-g} = \frac{6.48}{0{,}13-0{,}08} = \$129.6$$

فإذا كان هذا السهم يباع بأعلى من 129.6$، فيمكن القول أن قيمته السوقية مبالغ فيها، ومن صالح المستثمر أن يتخلص منه ببيعه إذا كان يملكه. أما إذا كان السهم يباع بسعر أقل من ذلك، فيمكن الاستنتاج بأن هذا السهم قد قيم بأقل مما ينبغي، ومن صالح المستثمر أن يضيفه إلى محفظته الاستثمارية. ويؤدي إقدام المستثمرين على بيع السهم لأنه قيم بأعلى من قيمته الحقيقية إلى تغليب قوى العرض على قوى الطلب، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض سعر السهم حتى يبلغ قيمته الحقيقية.[1]

ويمكن تقييم السهم العادي بطريقة غير مباشرة بتقدير قيمة معدل العائد المتوقع على النحو التالي:

$$\overline{K} = \frac{D_1}{P} + g$$

حيث يمثل المقدار $\overline{K}$ معدل العائد المتوقع على الاستثمار، وP القيمة السوقية للسهم.

فإذا كان السعر السوقي للسهم 150$، فإنه يمكن توظيف المعطيات الواردة في المثال السابق لحساب معدل العائد المتوقع على النحو التالي:

$$\overline{K} = \frac{6(1+0.08)}{150} + 0.08 = 12.32\%$$

فإذا اتضح أن معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب على الاستثمار (K) في هذا السهم، فيعني هذا أن سعر السهم مغالى فيه. والعكس صحيح لو أن معدل العائد المتوقع كان أكبر من معدل العائد المطلوب.

تتسم معادلة حساب القيمة الحقيقية للسهم في ظل نموذج النمو الثابت بقدر شديد من الحساسية للمتغيرات التي يتضمنها النموذج، أي معدل الخصم K ومعدل النمو g. فإذا كان معدل الخصم في المثال السابق 12% بدلا من 13% فإن القيمة الحقيقية للسهم يمكن أن تعطى بالصيغة التالية:

$$PV = \frac{6(1+00.8)}{0.12-0.08} = \$162$$

وتعني هذه النتيجة أن انخفاضًا نسبته 1% في معدل الخصم يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم بنسبة 25%؛ ($\frac{162-129.6}{129.6}$). في حين لو بقي معدل الخصم ثابتا، أي 13% وأصبح معدل النمو السنوي للتوزيعات بنحو 09% بدلا من 08% فإن:

$$PV = \frac{6(1+0.09)}{(0.13-0.09)} = \$163.5$$

ويبدو من هذه النتيجة أن زيادة في معدل النمو بنسبة 1% قد أدت إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم بنسبة 26.2%؛ ($\frac{163.5-129.6}{129.6}$). وتعني النتائج السابقة أنه حتى لو أن كافة المستثمرين في السوق يؤمنون بات معدل نمو التوزيعات، فإنهم سيختلفون اختلافًا كبيرًا حول القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في السوق كلما اختلفت وجهة نظرهم ولو كان اختلافا صغيرا بشأن معدل النمو ومعدل الخصم.

---

[1] .ربابعة وحطاب، المرجع الـ ابق، ص. 66.

وتجدر الاشارة إلى أن استخدام نموذج النمو الثابت يكون فعالا سيما في عملية تقييم أسهم الشركات الناضجة التي تتصف توزيعات أرباحها بالثبات، في حين أنه لا يصلح لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو.[1] لذلك، عادة ما يلجأ إلى استخدام نموذج آخر للتعامل مع هذه الحالة، وهو نموذج النمو المتغير.

جـ. نموذج النمو المتغير (نموذج النمو المتعدد):

إن ثبات معدل نمو التوزيعات خلال فترة نشاط الشركة المصدرة هو افتراض غير منطقي. وبالتالي، فإن افتراض تغير معدل نمو التوزيعات يعد الافتراض الأكثر واقعية، وذلك من منطلق أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا يستمر على وتيرة واحدة، إذ عادة ما تمر دورة حياة المشروعات بعدة مراحل. ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركة نحو إعادة استخدام الأرباح المحققة في توسعاتها الإنتاجية مما يقلل من توزيعاتها، وبقرب انتهاء هذه المرحلة تبدأ الشركة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند بداية مرحلة النضج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستويات مستقرة على المدى الطويل.[2]

وبناءً على هذا الوصف، فإن التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات تبدأ بنمو سريع لفترة زمنية ثم ينخفض معدل نموها ليأخذ وتيرة منتظمة (ثابتة) في مراحل متقدمة. وفي ظل هذا الافتراض تصبح الصيغة العامة الملائمة لحساب القيمة الحقيقية للسهم متكونة من حدين ومرحلتين هما: مرحلة النمو غير الثابت ومرحلة النمو المستقر للتوزيعات. ويمكن تمثيل ذلك رياضيًا بالصيغة التالية.[3]

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_O\ (1+g_S)^t}{(1+K)^t} + \left[\frac{D_{n+1}}{K-g_n}\right]\left[\frac{1}{(1+K)^n}\right] \quad \text{.....(13)}$$

حيث تمثل g_s معدل نمو التوزيعات غير العادي، وg_n معدل النمو العادي للتوزيعات، و n فترة النمو غير العادي (غير الثابت) للتوزيعات، في حين تمثل D_{n+1} توزيعات السهم العادي للفترة n+1.

وانطلاقا من المعادلة رقم 13، يمكن اشتقاق ثلاث خطوات إجرائية لتقدير القيمة الحقيقية للسهم وهي:[4]

- الخطوة الأولى، وتقتضي إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة الأولى، وهي فترة النمو المتموتنة ي هذه المرحلة عند اللحظة n، وهو ما يعني تطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

- الخطوة الثانية، وتقتضي إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة التي تمتد من الفترة n+1 إلى ما لانهاية ∞ ، بافتراض أن السهم ليس له تاريخ استحقاق محدد. وتنطوي هذه الخطوة على خطوتين فرعيتين هما:

1. إيجاد قيمة التوزيعات المنتظمة المستقبلية عند اللحظة لمبدو و أن المستثمر سوف يقدم على بيع السهم عند اللحظة n. ومن ثم، فإن القيمة الحالية لتلك التوزيعات عند اللحظة n ستساوي القيمة المتوقعة للسهم عند تلك اللحظة (P_n)، وهو ما يعني تطبيق نموذج النمو بمعدل منتظم.

2. وتتضمن الخطوة الفرعية الثانية إيجاد القيمة الحالية للقيمة السوقية للسهم عند اللحظة n، أي إيجاد القيمة الحالية للمقدار P_n بتطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية.

- وتتضمن الخطوة الثالثة إضافة ناتج الخطوة الأولى إلى الناتج النهائي للخطوة الثانية للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن السهم، وهي ذاتها القيمة التي ينبغي أن يباع بها السهم في البورصة.

---

[1] الـ راسنة، المرجع الـ ابق، ص. 30.
[2] إلداغر، المرجع الـ ابق، ص. 171.
[3] . دهال، "الأدوات المالية" المرجع الـ ابق، ص. 7.
[4] .حنفي، الاستثمار في بور صة الأوراق المالية، المرجع الـ ابق، ص ص. 309- 312.

ولتوضيح الفكرة أكثر، وبافتراض أن التوزيعات الحالية (D_0) لسهم إحدى الشركات مقدرة بنحو 2.5$، مع توقع المستثمرين أن تمر الشركة بفترة نمو غير عادية تستمر لمدة أربع سنوات يصل فيها معدل نمو التوزيعات إلى 10%، ثم تليها فترة نمو عادية بمعدل 5% تبدأ بعد أربع سنوات وتستمر على مدى السنوات اللاحقة، فإنه يمكن حساب القيمة الحقيقية لسهم هذه الشركة وذلك بتتبع الخطوات التي أشير إليها آنفًا على النحو الآتي.[1]

خطوة أولى، سيتم إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال فترة النمو غير العادية، وذلك بتطبيق الصيغة التالية.

$$PV(D_n) = \sum_{t=1}^{4} \frac{D_O(1+g_s)^t}{(1+K)^t} = \sum_{t=1}^{4} \frac{2.5(1+0.10)^t}{(1.14)^t}$$

ويلخص الجدول التالي نتائج تطبيق هذه المعادلة؛

الجدول رقم 3: القيمة الحالية للتوزيعات في فترة النمو غير العادي

السنة	التوزيعات السنوية $D_t = 2.5(1.10)^t$ (1)	معاملات القيمة الحالية لدولار واحد $PVIF_{0.14,t}$ (2)	القيمة الحالية للتوزيعات [(1) x (2)] (3)
1	$D_1 = \$2.5(1.10) = \$2.75$	0.877	\$2.41
2	$D_2 = \$2.5(1.10)^2 = \$3.02$	0.769	\$2.32
3	$D_3 = \$2.5(1.10)^3 = \$3.32$	0.675	\$2.24
4	$D_4 = \$2.5(1.10)^4 = \$3.66$	0.592	\$2.16
المجمـوع			\$9.13

وتمثل الخطوة الثانية فاصلا بين نهاية المرحلة الأولى (مرحلة النمو العادي) وبداية فترة النمو بمعدل عادي أو ثابت. لذلك يمكن الاعتماد على المعادلة الخاصة بهذا النمط لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم P_n عند اللحظة n (السنة الرابعة)، وهي نفسها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة بدءا من السنة الرابعة. وبالتالي فإن:

$$P_4 = \frac{D_{n+1}}{K_s - g_n} = \frac{D_4(1+g_n)}{0.14 - 0.05} = \frac{(3.66)(1.05)}{0.09} = \frac{3.843}{0.09} = \$42.7$$

القيمة الحالية لسعر السهم عند اللحظة n ؛

$$PV(P_4) = P_4\left[\frac{1}{(1+K)^n}\right] = 42.7\left[\frac{1}{(1.14)^4}\right] = 42.7(0.592) = \$25.27$$

و خطوة أخيرة في هذا النموذج، يمكن حساب ناتج الخطوة الثالثة والتي تمثل القيمة الحقيقية للسهم بجمع ناتج الخطوتين الأولى والثانية على النحو الآتي:

PV = \$9.13 + \$25.27 = \$34.4.

ثانيا. نموذج مضاعف الربحية Price / Earning Ratio:

إلى جانب نموذج خصم التوزيعات، يستخدم المحللون الأساسيون مدخلا آخر لتقدير القيمة الحقيقية للسهم وهو نموذج مضاعف الربحية Earning Multiplier، أو كما يسمى بالنموذج الواقعي أو التجريبي Pragmatic Model. وهو عبارة عن حاصل قسمة السعر السوقي للسهم (سعر الإقفال) على ربحية السهم. وتعطى صيغته على النحو الآتي:[2]

---

[1]. دهال، "الأدوات المالية" المرجع السابق، ص ص. 7 - 8.

[2]. Susbielle, Op. Cit., p. 256.

مضاعف الربحية (P/E) = السعر السوقي للسهم ÷ الربح الصافي للسهم.

ويشير هذا المؤشر إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع أن يحصل عليها حامله. ويوضح هذا المؤشر أيضا القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل كل وحدة نقدية من الأرباح المتولدة من الاستثمار في السهم. فلو أن سعر إقفال السهم في السوق لشركة ما بلغ 50$، وكانت ربحية السهم الواحد في حدود 5$، فإن قيمة مضاعف الربحية ستبلغ نحو 10×؛ أي (50 ÷ 5). وتعني هذه القيمة أنه لاسترداد القيمة السوقية للسهم يتوجب على المستثمر انتظار 10 سنوات، بافتراض ثبات الربح الصافي للسهم (5$).[1] بعبارة أخرى، يشير المعدل السابق إلى استعداد المستثمر لدفع 10$ مقابل كل وحدة نقدية من الربحية المتولدة عن هذا السهم.

ويواجه استخدام الربح الصافي للسهم عن فترة ماضية عند احتساب مضاعف الربحية بالاعتراض الشديد من قبل المحللين، ذلك أن المستثمرين غالبا ما يشترون السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس على أساس ربحيته الماضية. وإذا تمكن المحلل من تحديد القيمة الملائمة لمضاعف الربحية، من خلال التقدير الدقيق للربحية المستقبلية للسهم، يصبح من السهل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يتداول بها السهم في المستقبل، والمتمثلة في حاصل ضرب قيمة المضاعف في ربحية السهم التي أسفرت عنها عملية التنبؤ. وصيغة ذلك:[2]

القيمة الحقيقية للسهم = ربحية السهم المتوقعة × مضاعف الربحية (P/E).

فإذا كانت الربحية المتوقعة للسهم في العام القادم للشركة المشار إليها في المثال السابق 10$، فإن السعر السوقي للسهم سيكون في حدود 100$ كما تظهره الصيغة التالية:

القيمة الحقيقية = 10$ × 10 =100$

ومن ناتج المعادلة السابقة الخاصة بحساب القيمة الحقيقية للسهم، يتوقف اتخاذ قرار الاستثمار على وضعية القيمة السوقية للسهم في لحظة التقييم. فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية فيعني هذا أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية. وفي هذه الحالة، قد ينصح المحلل المستثمر بشراء هذا السهم. أما في الحالة التي تكون فيها القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية، فإن ذلك يشير إلى أن هناك مبالغة في تقييم السهم، وبالتالي قد ينصح المحلل المستثمر بضرورة بيع هذا السهم في أقرب الآجال.

ويستخلص من هذا المبحث أن التحليل المالي يتضمن تحليل المركز المالي التاريخي والحالي للشركة، من خلال دراسة وتقييم التقارير والقوائم المالية المنشورة، واستنتاج مجموعة النسب والمؤشرات، والعلاقات بين بنودها بهدف تحديد القيمة الحقيقية للشركة ولأوراقها المالية، والتي تعد المعلومة الأساسية التي على ضوئها يتخذ قرار الاستثمار من عدمه.

ولقد تبين مما سبق، أن هناك عدة نماذج لتقييم الأوراق المالية هي نموذج التوزيعات المخصومة الذي يركز على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة، ونموذج مضاعف الربحية الذي يعتبر أسلوبا مبسطا لنموذج التوزيعات المخصومة. ويسهم تقييم الأوراق المالية واكتشاف الخلل في تسعيرها ومن ثم القيام ببيعها أو شرائها حسب واقع الحال في تحسين وتقوية كفاءة السوق، وتصويب الخلل الموجود في تسعير الأوراق المالية.

ويشار في ختام هذا المبحث إلى أن التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية عادة ما يوفر فرصا لتحقيق الأرباح الرأسمالية على المدى القصير. وينجم التباين من أسباب أبرزها المضاربات وتلاعبات المضاربين بأسعار الأوراق المالية، وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، إلى جانب غياب الإفصاح التام عن المعلومات من قبل الشركة أو

---

[1]. راسنة، المرجع السابق، ص. 22.

[2]. De La Bruslerie, Op. Cit., 172.

تحليل المستثمرين للمعلومات بشكل خاطئ، بالإضافة إلى بطء رد فعل السوق من حيث تعديل سعر الورقة المالية وفقا للمعلومات الواردة.

III. التحليل الفني للأسعار

عندما تكون لدى المستثمر رغبة في شراء أو بيع ورقة مالية ما ولا تتوفر لديه المعلومات الكافية التي تمكنه من تحليل ظروف الشركة التي يريد الاستثمار في أسهمها، أو ربما توفرت له هذه المعلومات ولكن ليس لديه الوقت والإمكانات الكافية التي تجعله يستفيد من التحليل الأساسي لهذه البيانات، فإنه قد لا يكون أمام هذا المستثمر سبيل آخر يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب إلا باللجوء إلى نصيحة التحليل الفني.

وفي هذا الصدد، لا يركز التحليل الفني - على عكس التحليل الأساسي - على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار (أي حركة التداول) التاريخية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.[1] وتعد حركة الأسعار التاريخية وأحجام التداول، واتجاه مؤشرات السوق الفنية وغيرها من الحقائق مؤشرا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركة الأسعار على المدى القصير.[2] وبذلك، لا يعتبر هذا النوع من التحليل بديلا للتحليل الأساسي، بقدر ما يعتبر أسلوبا مكملا له وداعما لتنفيذ عمليات البيع والشراء في السوق.[3]

ويعتمد التحليل الفني Technical Analysis على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معينا من التغير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل.[4] وتأسيسا على فلسفته في تفسير حركة الأسعار، لا يعترف التحليل الفني بافتراضات نظرية كفاءة السوق المالية، ولا بمنطق الحركة العشوائية للأسعار التي تعد الركيزة الأساسية لفرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة،[5] إذ أن الأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها من خلال تطوير مجموعة من قواعد التداول أو المتاجرة المربحة Trading Rules بناء على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر. فالسوق الصعودي Bull Market عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات، بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط. وعند حدوث انخفاض كبير وملموس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع مرة أخرى.[6]

وقد لخص كل إدواردز Edwards وجون ما J.Magee فلسفة التحليل الفني للأسعار في النقاط التالية:[7]

---

[1]. خضر، "التحليل الفني للأسعار"، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية الكويت: المعهد العربي للتخطيط (2003)، ص.1. http://www.arab-api.org/c9_first.htm

[2] محمد سليمان، " التحليل الفني للأسهم بين الواقع واحتياجات المتداولين"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد 16، الربع الرابع (2006). ص. 42. http://www.tadawul.com.sa

[3] صمم التحليل الأساسي للإجابة على التساؤل الجوهري المتعلق بما إذا نشتري وما إذا نبيع؟، في حين صمم التحليل الفني على نحو يسمح بتحديد أوقات الدخول وأوقات الخروج من السوق (أوقات الشراء وأوقات البيع). أنظر المرجع نفسه. ص. 43.

[4]. Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 51.

[5]. Wikipedia Encyclopedia, "Technical Analysis" (2004), Downloadable at: http://en.wikipedia.org/wiki/Technical_analysis#inconsistencies_withe_other_market_hypotheses

[6]. Francis, Op. Cit., 503.

[7]. Ibid., p. 505.

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية -كما السلع والخدمات - بناء على تفاعل قوى العرض وقوى الطلب في السوق. وبالتالي، يؤدي التغير في العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية إلى تغير اتجاه الأسعار. ويمكن ملاحظة هذا التغير من خلال تتبع حركة السوق اليومية.

- تتحكم في قوى العرض وقوى الطلب عوامل عديدة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين في السوق. أما العوامل غير الرشيدة، فتتضمن الآراء والأمزجة وتخمينات المستثمرين. وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.[1]

- تميل أسعار الأوراق المالية للتحرك في اتجاه معين وعلى مدى فترة طويلة نسبيا، على الرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

وسيتم التركيز في هذا المبحث على عرض أدوات التحليل الفني للأسعار، وكيفية اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية باستخدام هذه الأدوات.

1. مؤشرات البورصة

تعد المؤشرات أداة إحصائية تقيس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة.[2] وتعتبر التغيرات الجوهرية في هذه المؤشرات مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين والمحللين على حد سواء. وتنقسم المؤشرات من حيث الهدف من تصميمها إلى مؤشرات عامة تقيس اتجاه السوق وأدائه ككل بمختلف قطاعاته الاقتصادية. ومن نماذجها:

- مؤشر داكس Dax، الذي يقيس أداء بورصة فرنكفورت.
- مؤشر نيكاي Nikkei، الذي يقيس أداء بورصة طوكيو.
- فوتسي FTSE100، الذي يقيس أداء بورصة لندن للأوراق المالية.
- مؤشر ستاندرد آند بور S&P500 (Standard & Poor 500 Index): الذي أسس عام 1926، لقياس أداء أسهم كبريات الشركات الأمريكية المدرجة في سوق الأسهم الأمريكية. ويعد من بين المؤشرات المرجحة التي تستخدم القيم السوقية للشركات أوزان في عملية حساب قيمة المؤشر.

- مؤشر Nasdaq المركب: والذي يقيس مؤشر Nasdaq المركب (Composite Nasdaq Index) أداء أسهم كافة الشركات المدرجة في سوق Nasdaq للأسهم. ويشتمل على أسهم أكثر من 5000 شركة، أغلبها تنتمي لقطاع التكنولوجيا المتقدمة في الولايات المتحدة. وهو من المؤشرات المرجحة كسابقه.

وإلى جانب المؤشرات العامة التي تقيس حالة السوق ككل، هناك مؤشرات قطاعية تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة، أو قطاع الخدمات. ومن أمثلتها: المؤشر الأمريكي الشهير: متوسط دواجونز الصناعي Dow Jones Industrial Average (DJIA)، الذي أسسه Charles H. Jones عام 1896، ويتابع حاليا أداء أسهم 30 شركة كبيرة. ورغم قلة عددها فإن أسهم هذه الشركات تمثل خمس القيمة السوقية لمجمل الأسهم في الولايات المتحدة. وجميعها من الشركات الرائدة في صناعاتها وتتوزع أسهمها على أعداد كبيرة من المستثمرين.[3]

تفيد مؤشرات الأسعار في إعطاء فكرة شاملة وآنية عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، كما تفيد أيضا في الحكم على أداء المسيرين القائمين على إدارة وتسيير المحافظ المالية في

---

[1]. Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 51.

[2]. بورا س، المرجع الـ ابق، ص.51.

[3] . Société ABC Bourse, "**Les Indices Boursiers".**
http://www.abcborse.com/Apprendre/1_les_indices_boursiers1.html.

مؤسسات الاستثمار. ويمكن تستخدم المؤشرات ٔساس لقياس المخاطر المنتظمة Systematic Risks لمحفظة والأاق المالية إلى جانب استخدامها ٔداة للتنبؤ بالحالة المستقبلية للسوق، ومن ثم التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد الوطني.[1]

يمكن الدخول إلى موقع Yahoo Finance أو Google Finance على الانترنت للحصول على بيانات وافية حول القيم التاريخية والحالية للمؤشرات المذكورة، وغيرها من مؤشرات الأسواق العالمية والوطنية.

1. 1. إعداد المؤشرات

على الرغم من تباين المؤشرات من حيث كيفية إعدادها، إلا أنها تعتمد في مجموعها على ثلاثة أسس هي: اختيار العينة الملائمة، وتحديد الأوزان لكل مفردة في العينة (الترجيح)، وحساب قيمة المؤشر كمرحلة أخيرة. ويقصد بالعينة الملائمة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر. وحتى يكون المؤشر ممثلا للسوق وعاكسا لتطورها بصدق، فإن ذلك يتطلب أن يكون حجم العينة مرتفعا نسبيا. إذ كلما زاد عدد الأوراق المالية الممثلة للقطاعات التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق. في حين يقصد بالأوزان القيمة النسبية لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر مقارنة بمجموع الوزن النسبي للسهم.[2] ومن أكثر المداخل شيوعا في تحديد الأوزان مدخل الوزن على أساس السعر ومدخل الوزن على أساس القيمة.[3]

فبالنسبة لمدخل الوزن على أساس السعر Price Weighted تتوقف القيمة النسبية لكل سهم داخل العينة على سعره، بمعنى نسبة سعره إلى مجموع أسعار الأسهم المكونة للمؤشر. ويعرف ذلك المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر. ويحسب متوسط العائد على المؤشر وفق هذا المدخل بإيجاد نسبة تغير هذه القيمة. ويمكن أن يؤدي استخدام هذا المدخل إلى إحداث خلل في المؤشر وخاصة في الحالات التي تقوم فيها بعض الشركات داخل العينة بتجزئة أسهمها.

أما بالنسبة لمدخل الوزن على أساس القيمة Value Weighted، فيركز على إعطاء وزنً نسبي لكل سهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة مدرجة في المؤشر. وكلما كانت القيمة السوقية للشركة أكبر كلما أعطيت لها أهمية أكبر في المؤشر. وتحسب القيمة المطلقة للمؤشر وفقا لهذا المدخل بجمع القيمة السوقية لإجمالي الأوراق المكونة للعينة. ويعتبر هذا المدخل من طرق الترجيح الأقل عيوبا والأحسن في تحقيق الأغراض المختلفة للمؤشرات.[4]

1. 2. حساب المؤشرات

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، إذ هناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر أو على أساس مدخل الوزن على أساس السعر، ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية.

أولا. حساب المؤشر على أساس المتوسط: يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي وفقا لمدخل الوزن على أساس السعر. وعمليا، يتم قسمة مجموع أسعار الإقفال للأسهم المكونة للمؤشر على رقم يسمى المقسوم عليه Divisor. ويمكن التعبير عن ذلك بالصيغة التالية:[5]

---

[1]. خضر، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط (2003). http://www.arab-api.org/c9_first.htm

[2]. Aqil Mohamed, Hadi Hacen, "Construction of Stock Indices for the Newly Formed UAE Stock Market", Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, N° 107, p. 42.

[3]. For more Informations, See: Ibid., p. 43 - 48.

[4]. جبار، "مؤشرات البورصة؛ كيفية بنائها وتسييرها"، ورقة بحث منشورة، مجلة سوق المال، العدد 10، الكويت: البنك الصناعي الكويتي (يوليو 1999)، ص. 48.

[5]. خضر، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، المرجع السابق، ص. 4.

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{it}}{D}$$

حيث يمثل الرمز I_t قيمة المؤشر عند اللحظة t، وn عدد الأسهم المكونة للعينة. ويشير المقدار P_{it} إلى سعر إقفال السهم I عند اللحظة t، وD المقسوم عليه، ولا يعبر بالضرورة على عدد الأسهم المكونة للمؤشر.

مثال:

يوضح الجدول التالي أسعار الإغلاق اليومية الخاصة بثلاث أصول مالية متداولة في بورصة ما.

الأصل المالي	سعر الإغلاق في اليوم t_0 ($)	سعر الإغلاق في اليوم t_1 ($)	سعر الإغلاق في اليوم t_3 ($)
A	15	20	25
B	16	18	20
C	14	17	19

المطلوب:

1. احسب مؤشر السعر لهذه البورصة في يوم الأساس t_0، وفي اليومين التاليين t_1 وt_2، على افتراض أن عينة المؤشر مكونة من هذه الأصول الثلاثة.
2. احسب العائد على مؤشر السعر لهذه البورصة لليومين t_1 وt_2.

الحل:

1. 1. قيمة المؤشر في يوم الأساس t_0:

$$I \quad \frac{14 \quad 16 \quad 15}{3} \quad 15 \quad oints$$

بافتراض أن: 1$ = 1 pt

1. 2. قيمة المؤشر في اليوم t_1:

$$I_1 \quad \frac{17 \quad 18 \quad 20}{3} \quad 18.33 \quad oints$$

1. 3. قيمة المؤشر في اليوم t_2:

$$I \quad \frac{19 \quad 20 \quad 25}{3} \quad 21.33 \quad oints$$

ملاحظة: يمكن حساب المؤشر باستخدام فكرة الأرقام القياسية، فإذا كان الرقم القياسي للمؤشر في يوم الأساس هو 100 نقطة فإن:

- الرقم القياسي للمؤشر في اليوم t_1:

$$\frac{18.33}{15} \quad 100 \quad 122.2pts$$

- الرقم القياسي للمؤشر في اليوم t_2:

$$\frac{21.33}{15} \quad 100 \quad 142.2pts$$

2. حساب العائد على المؤشر:

معدل العائد على المؤشر يساوي نسبة التغير في قيمة المؤشر في فترة معينة. ويحب بالصيغة التالية:

$$eturnon\ In \quad ex\!I \quad \frac{I \ - I_0}{I_0} \quad 100$$

ومن المثال السابق:

2. 1. معدل العائد على المؤشر لليوم t_1:

$$eturnon\ In \quad ex\!I \quad \frac{18.33 - \ 15}{15} \quad 100 \quad 22.2\%$$

2. 2. معدل العائد على المؤشر لليوم t_2:

$$eturnon\ In \quad ex\!I \quad \frac{21.33 - \ 15}{15} \quad 100 \quad 42.2\%$$

إطار توضيحي رقم (4): استيعاب مشكلة الاشتقاق في مؤشرات السعر القائمة على مدخل الوزن على أساس السعر

يمكن أن تؤدي سياسة الاشتقاق Split إلى تخفيض القيمة الاسمية للمؤشر دون أن يترافق ذلك بالضرورة مع ارتفاع في أسعار الإغلاق للقيم التي تكون عينة المؤشر. ولتوضيح مدلول ذلك نفترض أن عينة مؤشر ما تتكون من ثلاث أسهم لثلاث شركات A، B وC، أسعار إغلاقها في اللحظة t_1 هي على التوالي: 10 $، 20 $، 30 $. في ظل هذه المعطيات ستبلغ قيمة المؤشر 20 نقطة. أي:

القيمة الكلية لأسعار الإغلاق للمؤشر القاسم (عدد الأسهم المكونة للعينة) = 60/ 30 = 20 نقطة

إذا قامت الشركة C باشتقاق (تجزئة القيمة الاسمية) أسهمها الذي يباع في السوق بـ 30 $ بمعدل ½، فإن سعر سهمها بعد الاشتقاق 15 دولار. وبذلك سينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر لتنخفض معه القيمة الكلية لأسعار الأسهم الثلاثة لتصبح 45 دولار (أي: 10 + 20 + 15) مما يجعل قيمة المؤشر تنخفض إلى 15 نقطة بدلا من 20.

من الواضح أن قيمة المؤشر قد انخفضت بـ 5 نقط بفعل إقدام الشركة C باشتقاق أسهمها وليس بفعل ورود معلومات غير سارة إلى السوق حول هذه الشركة. ولمعالجة الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل العينة بسبب الاشتقاق، ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأصول المالية المكونة لعينة المؤشر على قاسم Divisor معين بحيث يكون الحاصل مساو تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق وهو ما يعكس بقاء حالة السوق على ما كانت عليه. وتتحدد قيمة هذا القاسم بالمعادلة التالية:

$$\frac{VBs \quad VAs}{DBs \quad DAs}$$

حيث تمثل VB وVA القيمة الكلية لأسعار الإغلاق للأسهم المكونة لعينة المؤشر قبل وبعد الاشتقاق وDB وDA تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق مع العلم أن قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق غير معلومة. وإذا ما وظفت المعطيات السابقة في المعادلة الأخيرة ستبلغ قيمة المقسوم عليه 2.25. وفي ضوئه تصبح قيمة المؤشر 20 نقطة (أي: 45 / 2.25) وهي ذاتها قيمة المؤشر التي كان عليها قبل قرار الشركة C تجزئة أسهمها:

$$\frac{45 \quad 60}{DA \quad 3}$$

$$\Rightarrow DA \quad \frac{45 \quad 3}{60} \quad 2.25$$

أو:

$$\frac{45}{D} \quad 20$$

D = 2.25

ثانيا. حساب المؤشر وفقا لمدخل الوزن على أساس القيمة:

بالنسبة للمؤشرات التي تحسب على أساس الأرقام القياسية للأسعار (أي وفقا لمدخل الوزن على أساس القيمة)، فتعطى صيغتها بالمعادلة التالية:[1]

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_{it} Q_{it}}{\sum_{i=1}^{n} P_{ib} Q_{ib}} \times S$$

حيث يمثل الرمز Q_{it} عدد أسهم الشركة i عند اللحظة t، ويمثل الرمز P_{it} سعر إقفال السهم i عند اللحظة t، في حين يمثل المقدار $\sum P_{ib}Q_{ib}$ إلى مجموع القيمة السوقية في لحظة الأساس المعدلة عند اللحظة t، وتمثل s قيمة جزافية، وتعبر عن قيمة المؤشر في لحظة الأساس.

مثال:

يوضح الجدول التالي أسعار الإغلاق اليومية وعدد الأسهم وقيمتها السوقية في اللحظتين t_0 وt_1 الخاصة بثلاث شركات المدرجة في إحدى البورصات.

	اللحظة t_0			اللحظة t_1		
السهم	سعر الإغلاق ($)	عدد الأسهم المصدرة	القيمة الكلية للأسهم	سعر الإغلاق	عدد الأسهم المصدرة	القيمة الكلية للأسهم
A	50	1000	50000	55	1500	82500
B	25	3000	75000	20	3000	60000
C	30	6000	180000	37	6100	225700
المجموع			305000			368200

المطلوب:

1. احسب قيمة مؤشر السعر لهذه البورصة في اللحظة t_1 وفقا لمدخل الوزن على أساس القيمة بافتراض أن: I_0 10.
2. احسب العائد على المؤشر.

الحل:

1. حساب قيمة المؤشر في اللحظة t_1:

[1]. Mohamed & Hacen, Op. Cit., p. 44.

$$I_t \quad \frac{368200}{305000} \quad 10 \quad 12.07$$

2. حساب العائد على المؤشر في اللحظة t_1:

$$_1 \quad \frac{12.07 - 10}{10} \quad 100 \quad 20.7\%$$

2. أدوات التحليل الفني

يؤكد المحللون الفنيون Technicians على أن دراسة الأنماط الماضية للأسعار وأحجام التعامل يمكن أن تسمح للمستثمر بالتنبؤ بالتحركات السعرية المستقبلية، ومن ثم تحديد التوقيت المناسب لعمليات البيع والشراء للأوراق المالية. وحتى يتمكن المستثمر أو المحلل الفني من تحديد التوقيت الملائم للبيع والشراء في سوق الأوراق المالية، فإن العملية تقتضي عادة البدء بتحليل نمط التغير في أسعار الأوراق المالية برمتها، ثم تحليل نمط التغير في سعر الورقة لمالية محل الاستثمار، وذلك باستخدام الأدوات المخصصة لعرض وتحليل بيانات الأسعار.[1]

وسيتم فيما يلي عرض بعض أدوات التحليل الفني بما يسمح بإعطاء صورة أولية عن هذا النوع من التحليل.[2]

2. 1. مؤشر القوة النسبية

يهتم مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index بمقارنة سعر الورقة المالية في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا. ويحسب هذا المؤشر بالصيغة الآتية:

$$RSI = 100 - \left[100/(SI + 1)\right]$$

حيث تمثل SI نسبة متوسط الأسعار المرتفعة خلال 14 يوما إلى متوسط الأسعار المنخفضة خلال الفترة ذاتها. وتتراوح قيمة مؤشر القوة النسبية بين صفر و100%. وكلما ارتفعت قيمة مؤشر القوة النسبية كان ذلك دليلا على ارتفاع سعر الورقة المالية، وبالتالي تحقيقها للعوائد الرأسمالية خلال الفترة المدروسة.[3] وللإشارة، فإن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار.[4]

2. 2. المتوسطات المتحركة

---

[1]. Wayne D. Pucell, "Technical Analysis: Alternatives to Charts Analysis", Virginia (USA): Texas Agriculture Extension, The Texas A.& M. University System, Working Paper N° 5317 (1999), p. 1.

[2]. سيقتصر العرض الحالي على عرض بعض الأدوات الأساسية لاتخا القرار دوالتطرق إلى كل هـ ه الأدوات. وللراغ ين في الإطلاع أكثر حول هـ ه الأدواتيم نهم تفحص المواقع التالية:

http://www.marketscreen.com/help/atoz;

http:// www.chartpatterns.com;

http://www.abcbourse.com.

[3]Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Relative Strength Index" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93.

[4].حنفي، الاستثمار في بور صة الأوراق الماليةالمرجع الـ ابق، ص. 295.

تعد المتوسطات المتحركة Moving Averages من أكثر أدوات التحليل الفني انتشارا واستخداما. ويعتبر تتبع حركة الأسعار الغرض الأساسي من حساب هذه المتوسطات. ويعرف المتوسط المتحرك بأنه متوسط سعر الورقة المالية في فترة زمنية محددة. وتعطى الصيغة العامة لحسابه على النحو الآتي:[1]

$$MA_t = \frac{\sum_{i=t-n+1}^{t} P_i}{n}$$

حيث تمثل n عدد الأيام أو الأسابيع، و t المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك (n = t). وتشير P_i إلى سعر الإقفال أو قيمة المؤشر في اليوم i (أو الأسبوع).

فعلى سبيل المثال، لحساب المتوسط المتحرك لسعر ورقة مالية ما لفترة 10 أسابيع، فإنه ينبغي حساب متوسط سعر الورقة المالية عن آخر 10 أسابيع (بأخذ أسعار الإقفال في نهاية كل أسبوع)، وذلك من خلال نسبة مجموع أسعار الإقفال إلى المدى الزمني للمتوسط المتحرك (10 أسابيع)، وفي نهاية الأسبوع الثاني يضاف سعر الإغلاق ويحذف سعر أول أسبوع في السلسلة الزمنية، ثم يحسب المتوسط بنفس الطريقة السابقة، وهكذا دواليك.

وتعتبر أكثر الفترات الزمنية استخداما في حساب المتوسطات المتحركة فترة 20، 30، 50، 100 و200 يوما. ويرجع قرار اختيار الفترة الزمنية للمحلل الفني. وكلما كانت الفترة قصيرة (كالمتوسط المتحرك عن عشرة أيام) كلما تضمن الخط المعبر عن اتجاه الأسعار درجة أكبر من التذبذب. وإذا تم استخدام متوسط متحرك عن فترة زمنية أطول (مثل متوسط متحرك عن أربعين يوما)، فإن الفاصل الزمني بين الانتقال من اتجاه صعودي إلى اتجاه هبوطي سيتباطأ كثيرا بعد حدوث التغير الفعلي للسعر.

ويمكن تمثيل المتوسطات المتحركة بيانيا باستخدام الأشكال المتعددة للرسوم البيانية. ويمثل الشكل 2 نموذجا عن المتوسطات المتحركة لفترة 50 و200 يوما، بالإضافة إلى أسعار الإقفال لأسهم إحدى الشركات.

وتستخدم المتوسطات المتحركة لتحديد الاتجاه العام للأسعار، وذلك بمقارنة متجه المتوسط المتحرك مع المتجه السعري للأسهم أو للسوق ككل. ويشير انخفاض السعر عن متجه المتوسط المتحرك إلى أن اتجاه السوق نزولي والعكس صحيح. ويقدر المحلل الفني أن سهم الشركة يكون مناسبا للشراء إذا تمكن متجه السعر من اختراق متجه المتوسط المتحرك من الأسفل، بحيث يكون سعر الإقفال فوق متجه المتوسط المتحرك (كما تظهره النقاط A, B, C, D, E في الشكل 2). في حين تكون الورقة المالية مناسبة للبيع إذا اخترق متجه السعر متجه المتوسط المتحرك من أعلى، وكان سعر الإقفال حينئذ دون هذا المتوسط (كما تظهره النقاط F, G, H من الشكل ذاته)[2]

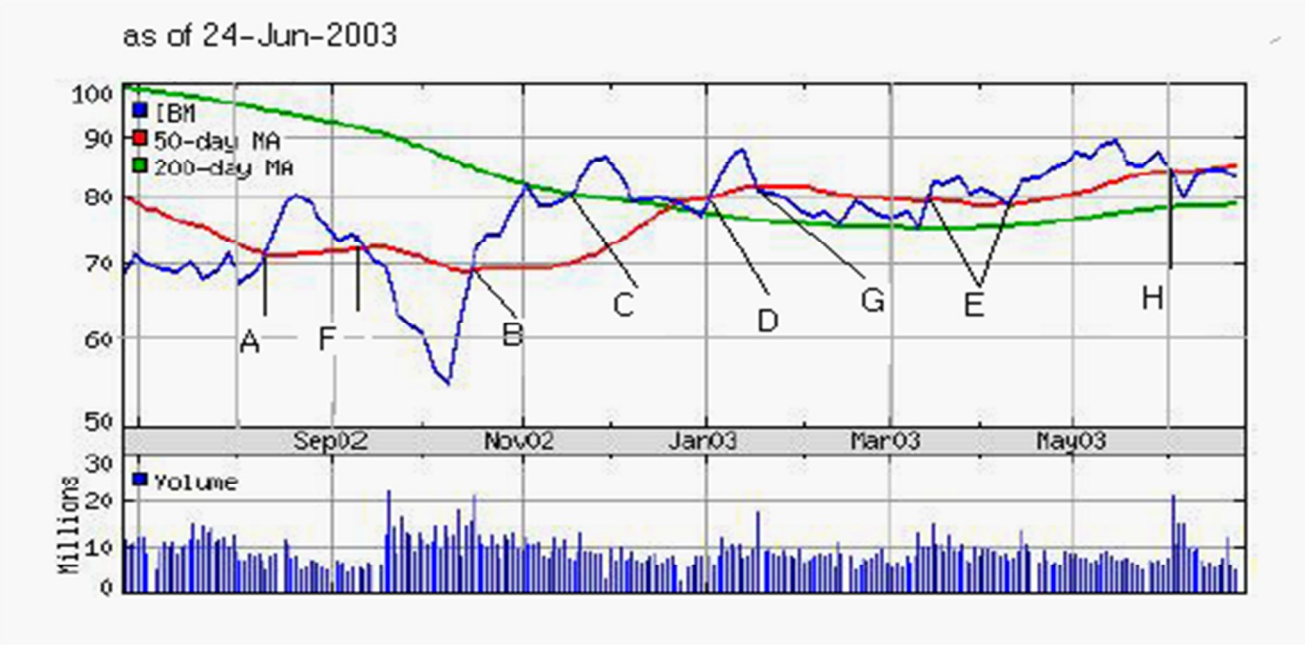
الشكل رقم 2

خريطة المتوسط المتحرك وسعر الإقفال لأسهم إحدى الشركات

---

[1]. Société ABC Bourse,"**Les Moyennes Mobiles",** http://www.abcbourse.com/Apprendre/i/calcul2.zip

[2]. Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Moving Averages" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=67

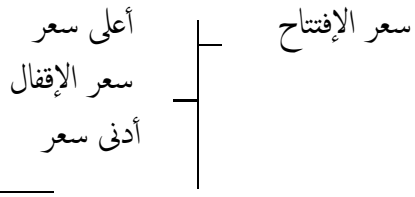


المصدر: ربابعة وحطاب،التحليل المالي وتقييم الأسهم... ، بورصة أبو ظبي (ديسمبر 2005)، ص. 27.

ويمكن للمحلل الفني أن يستخدم متوسطين متحركين معا أو أكثر، أحدهما لفترة قصيرة والآخر لفترة طويلة. ويكون الوقت مناسبا لشراء الورقة المالية إذا تمكن المتوسط المتحرك ذو الفترة القصيرة من اختراق المتوسط المتحرك ذي الفترة الطويلة من الأسفل وانتهى التداول على هذا الحال (كما تظهره النقطة D في الشكل أعلاه)، في حين يكون الوقت مناسبا للبيع إذا حدث العكس.[1]

2. 3. خرائط الأعمدة البيانية

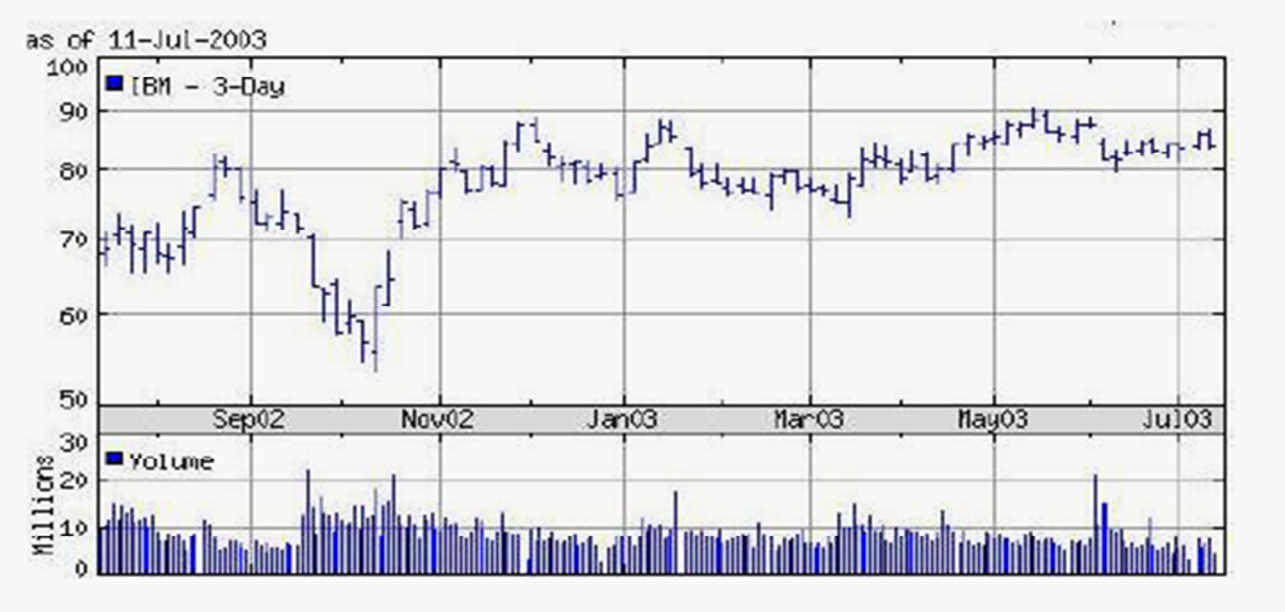
تعتبر خرائط الأعمدة البيانية من الأدوات الأكثر استعمالا في عرض بيانات الأسعار. وهي شكل بياني محوره الرأسي يمثل سعر الورقة المالية أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر. ويتكون هذا الشكل من مجموعة متتابعة من الأعمدة الرأسية، مع وجود خط أفقي قصير يقطع كل عمود. وتمثل قمة العمود أعلى سعر بيعت به الورقة المالية خلال الإطار الزمني المحدد، بينما يمثل القاع أقل سعر بيعت به الورقة المالية. أما بالنسبة للخط الأفقي القصير، فيمثل سعر الإقفال الذي تم البيع به. ويمكن إضافة سعر الإفتتاح الذي بيعت به الورقة المالية إلى الشكل البياني في حال توافر البيانات الخاصة به. ويمكن تمثيله بخط أفقي قصير يمتد على يسار العمود، أما سعر الإقفال فيمثل في هذه الحالة بخط أفقي قصير يمتد على يمين الخط العمودي،[2] كما يظهره الشكل التوضيحي التالي:



[1]. Ibid.
[2]. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction: charts", http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=8

ويمكن أن يرفق المحلل الفني خريطة الأعمدة بحجم الصفقات (أو التداول) الذي تم في التاريخ المبين بالمحور الأفقي والسعر الذي يشير إليه المحور الرأسي، وذلك للتعرف على مدى الدعم الذي يقدمه حجم الصفقات للتحركات السعرية للسهم خلال المدى الزمني المحدد.[1] ويبين الشكل التالي نموذجا لهذا النوع من الأشكال.

الشكل رقم 3: خريطة الأعمدة البيانية لأسعار أسهم إحدى الشركات



Source: Stockcharts.com.

وتعتبر خريطة الشموع اليابانية وخريطة المستويات المساعدة والمقاومة، وخريطة الرأس والأكتاف من أهم نماذج خرائط الأعمدة البيانية. وسيتم فيما يلي إبراز مفهوم وأساس كل من هذه النماذج.

أ - الشموع اليابانية (الشمعدان) Candlesticks:

يعتبر اليابانيون أول من استخدم هذا النوع من الأشكال البيانية.[2] ويتطلب رسم هذا الشكل (أنظر الشكل أدناه) توافر بيانات عن سعري الإفتتاح والإقفال وأعلى وأدنى سعر سجل على الورقة المالية. ويتكون هذا الشكل من مجموعة من المستطيلات أو الشموع المصمتة (أي تلك الملونة عادة باللون الأسود) أو المفرغة الممثلة لمجموعة متتالية من الأسعار خلال فترة زمنية محددة. وتتكون المستطيلات أو الشموع Candles المفرغة (أي الشموع غير الملونة) عندما يكون سعر الإقفال أعلى من سعر الإفتتاح، بينما تتشكل الشموع المصمتة عندما يكون سعر الإقفال أقل من سعر الإفتتاح. مع ملاحظة أنه في حالة تساوي سعر الإفتتاح مع سعر الإغلاق يتم استبدال الشمعة أو المستطيل بخط أفقي. أما بالنسبة للخطوط التي

---

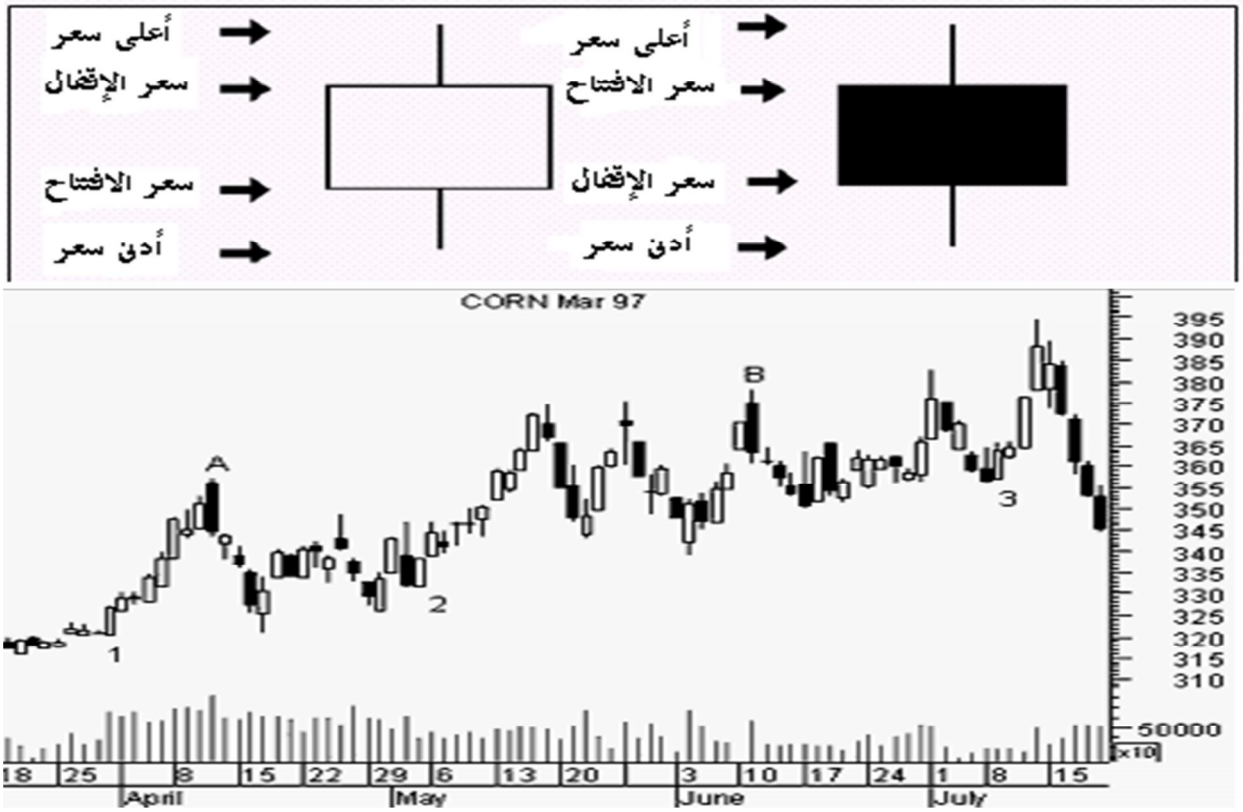
[1] لطفي، المرجع السابق، ص. 76.

[2] يجدر التجاراليابانيون أول من استعمل هذا النوع من الأشكال لدراسة وتحليل أسعار الأرز في العقود الآجلة. وكان ذلك خلال القرن السابع عشر. وقد قام بتطويره للحقا الاقتصادي ستيفن نيسون Steven Nison وقد يعتبر هذا من أهم الأدوات المستعملة في تحليل وتمثيل بيانات الأسعار في سوق الأوراق المالية. لمزيد من المعلومات، أنظر:
Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Candlesticks", Downloadable at:
http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=32

تكون أعلى وأدنى الشموع فتسمى بالظلال Shadows، وتعكس السعر الأعلى والسعر الأدنى الذين بلغهما سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول.[1]

وتشير الشمعة الطويلة البيضاء في الشكل 4 إلى أن هناك ضغطا قويا من جانب المشترين (جانب الطلب) على إحدى الأوراق المالية، طالما أن الجسم الطويل للشمعة البيضاء أي المفرغة يعني أن الأسعار قد أقفلت على ارتفاع كبير قياسا بأسعار الافتتاح. وقد يكون هذا مؤشرا على ارتفاع الأسعار في المرحلة المقبلة. وإذا تشكل هذا الوضع بعد متجه سعري نزولي طويل فإن ذلك قد يكون مؤشرا على نقطة معاكسة للاتجاه أو نقطة دعم بالنسبة للأسعار، وخاصة إذا استمر الطلب بالقوة ذاتها على الورقة المالية. ويمكن تصور الأوضاع بطريقة معاكسة في حال ما إذا كان جسم الشمعة الطويلة أسود اللون (الشمعة المصمتة).[2]

الشكل رقم 4: نموذج عن خريطة الشموع اليابانية



Source: Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Candlesticks", Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=32.

ويستطيع المحلل من خلال نموذج الشموع للوهلة الأولى تحديد فيما إذا كان اتجاه السعر خلال فترة التداول صعوديا أم نزوليا، كما يمكنه تحديد سعري الإفتتاح والإقفال وأعلى وأدنى سعر للورقة المالية خلال الفترة ذاتها. ومن الواضح مدى التشابه بين رسوم الأعمدة ورسوم الشموع، غير أنه بالمقارنة بين هذين النوعين تتبين مدى سهولة استعمال نموذج الشموع، حيث تميل الأعمدة للتكدس والانتشار في رسوم الأعمدة على نحو يصعب قراءتها بسرعة.

ب - خريطة مستويات الدعم والمقاومة:

[1]. Ibid.
[2]. Ibid.

تعكس حواجز أو مستويات الدعم والمقاومة Support and Resistance Levels سلوك المستثمر الذي يعكس بدوره الحالة النفسية لهذا الأخير[1]. وتتيح هذه المستويات الضوء الأخضر للمستثمرين لاتخاذ قرارت البيع أو الشراء.[2] ويتكون حاجز الدعم عندما ينخفض سعر الورقة المالية إلى مستوى سعري معين ثم يرتفع بعد وصوله إلى هذا السعر ثم يعاود الانخفاض إلى نفس المستوى السابق ويعاود الارتفاع مرة أخرى من المستوى نفسه، أي أن تكوين حاجز الدعم يتطلب أن ينخفض مستوى الأسعار إلى نقطة معينة مرتين على الأقل وأن ترتفع الأسعار من النقطة ذاتها في الحالتين، فإذا تكررت هذه الحالة أكثر من مرتين، فإن ذلك يمكن أن يعتبر عاملا مساندا لنقطة الدعم. وكلما زاد عدد مرات التكرار زاد مستوى الثقة بهذه النقطة. وينطبق الوصف السابق على حاجز أو مستوى المقاومة، إذ تصل الأسعار إلى نفس المستوى مرتين على الأقل وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها إليه في كل مرة.[3]

وتمثل نقاط الدعم مستوى الأسعار الذي يكون الطلب عنده كبيرا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه من الهبوط إلى الصعود. ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمرين عند مستوى معين من الأسعار يعتقدون أن هذه الأسعار قد أصبحت رخيصة بما فيه الكفاية، بحيث يكون ذلك دافعا لإقبال عدد كبير منهم على تنفيذ عمليات الشراء مما يدفع قوى العرض نحو الأمام، وبالتالي البدء بصعود مستوى الأسعار.[4] ويمكن تصور الأوضاع المعاكسة بنفس الكيفية في حالة نقاط المقاومة.

ومع وصول سعر السهم إلى مستوى المقاومة يتوقع أن يأخذ هذا السعر في التراجع، نتيجة تزايد قوى جانب العرض في السوق. وعلى العكس من ذلك، عندما يبلغ سعر السهم مستوى الدعم فإنه يتوقع أن يأخذ في الارتفاع تحت تأثير التعامل النشط الناجم عن زيادة قوى جانب الطلب على هذا السهم.[5] وبالتالي، يتوقف تحقيق المستثمرين للأرباح الرأسمالية على ناتج الفرق بين مجال أو منطقة نقاط انقلاب السعر التي تمثل مؤشرات لاتخاذ قراري الشراء والبيع، أي تلك الواقعة بين مستويي الدعم والمقاومة، على أن تلك النقاط أو المستويات لا تمثل إلا حواجزا نفسية ولا تعبر بالضرورة عن حقائق مطلقة أو قيم مثالية لما يجب أن تكون عليه الأسعار،[6] إذ يمكن تصور حدوث انقلاب في متجه السعر حتى قبل وصول ذلك المتجه إلى نقاط الدعم والمقاومة التاريخية، نتيجة لتنفيذ المستثمرين لعمليات بيع وشراء مكثفة، وعلى نحو استباقي لجني الفرص الاستثمارية المتاحة. وبالتالي يمكن لنقاط الدعم والمقاومة أن تتغير مواقعها عبر الزمن؛ فنقاط الدعم قد تتحول إلى نقاط مقاومة وهذه الأخيرة قد تتحول إلى نقاط دعم في لحظة معينة.

ويصور الشكل رقم 5 نموذجا عن خريطة المستويات المساعدة والمقاومة التي تصور سلوك المستثمرين إزاء أسهم إحدى الشركات. ويبدو من الشكل أن المستوى المساعد (أو مستوى الدعم) هو مستوى سعري متدني ولا يتوقع كثيرا نزوله الى مستوى أقل من ذلك، إلا إذا وردت المعلومات الجديدة. ويتم رسم هذا المستوى على نحو يكون ملامسا لثلاث نقاط على الأقل تمثل أدنى مستويات بلغها سعر السهم. أما مستوى المقاومة، فهو مستوى مرتفع للسعر، واحتمال ارتفاعه إلى أعلى من ذلك يبقى ضعيفا، إلا إذا وردت معلومات جديدة من شأنها تغيير التوقعات. ويمكن رسم هذا

---

[1]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 18.

[2]. See: Mohab Nabil, "Projected Fibonacci Target", Technical Analysis of Stock & Commodities Magazine, Vol. 20, California (May 2002), pp. 46 - 50: http://store.traders.com/v2054projfi.html.

[3]. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance", Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9

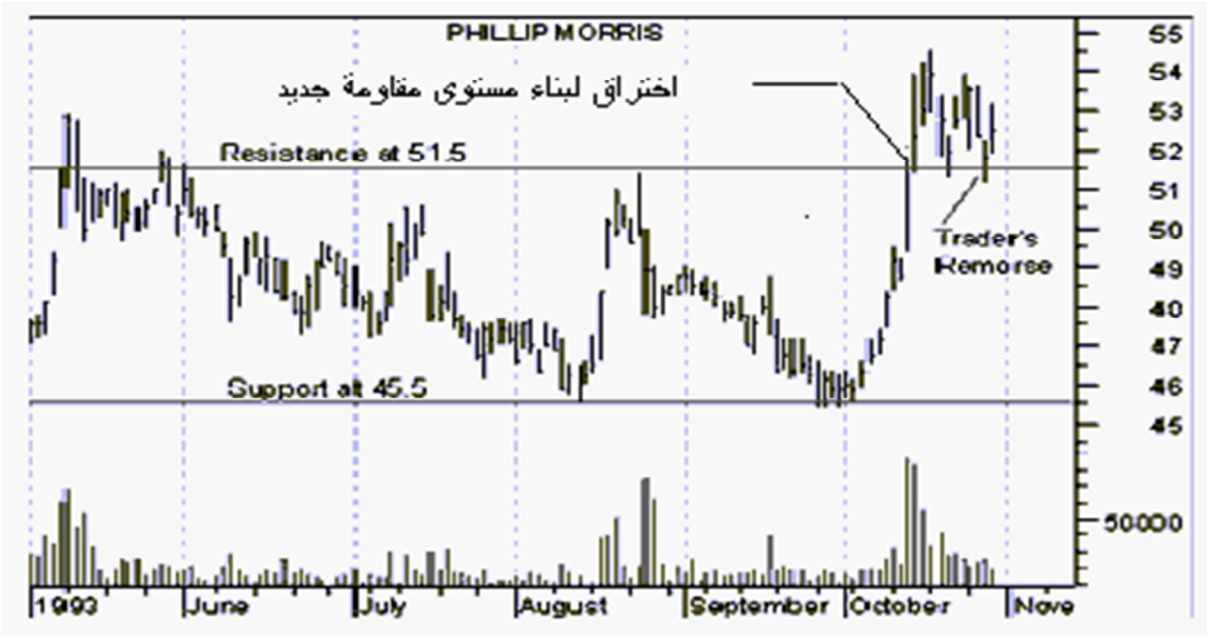
[4]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 20.

[5]. حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص. 281.

[6]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 18.

المستوى (وهو خط وهمي) بحيث يكون ملامسا لثلاث نقاط على الأقل تمثل أعلى مستويات بلغها سعر السهم.[1] وتتأكد درجة الثقة بنقاط الدعم والمقاومة كلما زاد عدد المرات التي حاول السعر فيها اختراق مستوى معين ولكنه لم يتمكن من ذلك.[2]

الشكل رقم 5: خريطة المستويات المساعدة والمقاومة لأسهم إحدى الشركات



Source: Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance", Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9

وبالرجوع إلى الشكل أعلاه، يمكن ملاحظة أن قرارت البيع تكون مناسبة عندما يبلغ سعر السهم إلى مستوى المقاومة (وربما قبل). في حين يكون توقيت قرار الشراء ملائما عندما يبلغ السعر مستوى الدعم. ويمكن الإشارة إلى أن الارتفاع المستمر في الأسعار عن مستوى المقاومة القائم، سيما في ظل ورود معلومات جوهرية يمكن أن يكون ملمحا لمستوى مقاومة جديد سيظهر في الأفق القريب، وأن مستوى المقاومة القائم سيتحول إلى مستوى داعم للأسعار،[3] كما يتضح جليا من الشكل أعلاه.

جـ - خريطة الرأس والكتفين:

يضطلع نموذج الرأس والكتفين Head and Shoulders Model بالدور الذي يحمله اسمه، حيث أن تحركات الأسعار عبر الزمن يمكن أن تشكل رسما يشبه هيئة الرأس والكتفين. ويتكون هذا الشكل عندما يرتفع السعر إلى أعلى قمة ثم ينحدر ثم يعاود الارتفاع مرة أخرى ليبلغ قمة أعلى من السابقة، ثم ينحدر مرة أخرى ثم يرتفع بعد ذلك ليبلغ مستوى يقل نسبيا عن مستوى القمة الأولى،[4] كما يظهر في الشكل رقم 6.

الشكل رقم 6: نموذج عن خريطة الرأس والكتفين

---

[1]. Susbielle, Op. Cit., p. 305.

[2]. ربابعة وحطاب، المرجع السابق، ص. 22.

[3]. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance", Op. Cit.

[4]. محمد علي إسماعيل، "دراسة طرق عرض وتحليل بيانات الأسعار"، ورقة بحث منشورة، مصر: مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، الإدارة العامة لجودة البيانات (مارس 2005)، ص. 36.

المصدر: ربابعة وحطاب"التحليل المالي وتقييم الأسهم... ، بورصة أبو ظبي (ديسمبر 2005)، ص. 29.

ويتكون هذا الشكل من ثلاث قمم متتالية، حيث تمثل القمة الوسطى القيمة الأعلى وتسمى بالرأس The Head، بينما تسمى القمة التي تقع على يسار الرأس بالكتف الأيسر Left Shoulder، والقمة التي تقع على يمين الرأس بالكتف الأيمن Right Shoulder. وعندما يتكون الرأس فإن ذلك يعتبر مؤشرا على أن السعر سينخفض إلى مستوى يدعى خط الرقبة Neekline (ويمثل خط التماس لأدنى مستوى سعري للرأس والكتفين)، ثم يرتفع مرة أخرى ليكون الكتف الأيمن، ثم ينحدر مرة أخرى للمستوى الذي بدأ من عنده الكتف الأيمن.[1] ويعتبر خط الرقبة الخط الواصل بين القيم الدنيا التي تربط الرأس بالكتفين. وقد يكون لخط الرقبة ميل باتجاه صعودي أو ميل باتجاه هبوطي حسب العلاقة بين القيم الدنيا، إذ يدل الميل المتصاعد لخط الرقبة على ارتفاع الأسعار بشكل أكبر من الميل النازل.[2] ويمكن أن يكون خط الرقبة بمثابة المستوى المساعد للسعر على غرار مستويات الدعم في خريطة الدعم والمقاومة.

وعلى صعيد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، تعتبر منطقة الكتف الأيسر بمثابة المنطقة المثلى لاتخاذ قرار الشراء، بينما تعتبر نقطة انقلاب الكتف الأيمن نحو الهبوط بمثابة مؤشر على التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع،[3] طالما أن التراجع في حجم التعامل على السهم وتوقع المستثمرين انخفاض سعر السهم بالتبعية يمثل علامة تشاؤمية موجبة للبيع. وعندما تتشكل خريطة الرأس والكتفين بالمقلوب فإن ذلك يعد مؤشرا على إمكانية انخفاض السعر. وفي هذه الحالة، يمكن أن يشير الكتف الأيمن إلى أن سعر السهم سيرتفع مما يعتبر علامة تفاؤلية تدعو إلى الشراء بدلا من التخلص من السهم ببيعه.[4]

د - خريطة النقطة والشكل Point and Figure Chart :

---

[1]. Société ABC Bourse," **La figure en Epaule - Tête - Epaule",** Downloadable at: http://www.abcbourse. com/Apprendre/11_lecon14_1.html.

[2] إسماعيل، المرجع الـ ابق، ص. 36.

[3]. خضر، "التحليل الفني"، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط (2003)، ص. 6.

[4]لطفي، المرجع الـ ابق، ص. 72.

تركز الطرق البيانية السابقة على تمثيل نقطة واحد مناظرة لكل فترة زمنية دون الاهتمام بتغير حركة الأسعار. في المقابل تركز خريطة النقطة والشكل على رصد التغيرات الجوهرية في حركة السعر فقط بغض النظر عن التغيرات الطفيفة وأحجام الصفقات والإطار الزمني لهذه التغيرات. ويمثل هدف هذه التقنية في تحليل العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية.[1]

ويمكن تشكيل هذه الخريطة برسم محور عمودي يمثل سعر الورقة المالية، أما المحور الأفقي فلا اعتبار له في التحليل. وعن طريق رصد حالات ارتفاع أو انخفاض الأسعار المتتالية يتم تمثيل الارتفاعات بعمود متزايد من الرمز X ليدل على أن كمية الطلب تزيد عن كمية العرض. بينما يتم تمثيل حالات الانخفاض المتتالية بعمود متناقص من الرمز O ليشير إلى أن كمية العرض تزيد عن كمية الطلب. وفي حالة حدوث تغير معاكس في السعر، فإنه يتم رسم عمود آخر على يمين العمود الأخير. ويلاحظ أن الرمزين X وO لا يظهران على نفس العمود، وذلك لأن كل عمود في الخريطة يمثل إما اتجاها صعوديا وإما اتجاها نزوليا، حيث لا يمكن تمثيل الاتجاهين معا في عمود واحد.[2]

وتعرف الكمية التي يتطلبها السعر لكي يتحرك في الاتجاه المعاكس - (أي أسفل في حالة عمود متزايد من الرمز X أو أعلى في حالة عمود متناقص من الرمز O) - بحد الانعكاس Niveau ou Le Seuil d'Inversion (مثلا 1$). وعادة ما يتم اختيار هذه القيمة بناء على القيم التي ر فعليا على تحركات الأسعار.[3] فإذا كان حجم العلبة Box (أي الحجم المطلوب لتمثيل التحركات السعرية من نفس النوع) محددا بثلاث نقاط، وكان مقدار الانعكاس Reversal Amount المطلوب لكي تتحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس (أي X أو O) محددا بعلبتين فإن حد الانعكاس حينئذ سيساوي 6 نقاط (3×2). ويمكن للمحلل الفني تمديد مدى أو حجم العلبة لتخفيض الجهد المطلوب لبناء الخريطة، وللحد من تأثير التقلبات الطفيفة في الأسعار اليومية.[4]

وغالبا ما يهتم المحلل الفني بعد تمثيل خريطة النقط والشكل بمعلومتين أساسيتين هما: المنطقة المكدسة أو المكتظة بالأسعار Congestion Area، والاتجاه الذي أخذته الأسعار عند خروجها Break out من تلك المنطقة؛ أهو اتجاه نزولي أم صعودي. فإذا كان خروج متجه الأسعار من المنطقة المكدسة نزوليا، فإن التوقيت يكون ملائما لاتخاذ قرار البيع، أما إذا كان خروج متجه الأسعار صعوديا فعندئذ يكون التوقيت مناسبا لاتخاذ قرار الشراء.[5] ويصور الشكل التالي نموذجا عن خريطة النقطة والشكل لسهم إحدى الشركات.

ويكشف تحليل هذه الخريطة عن استقرار في مستوى الأسعار في المنطقة المعروفة بالمنطقة المكدسة، إذ ظل سعر السهم يتأرجح ارتفاعاً وهبوطا بين حدي 84$ و104$. غير أنه وبعد فترة من التبادل بين اتجاهي الأسعار في المجال المحدد (84$ و104$) أخذ سعر السهم فجأة في الانخفاض بشكل مستمر إلى مستويات دنيا كما يوضحه العمود الأخير. ويلاحظ أيضا على الشكل 7 الخروج النزولي لمتجه الأسعار من المنطقة المكدسة، وهو ما يعتبر مؤشرا جيدا على حلول التوقيت الملائم لاتخاذ قرار بيع أسهم هذه الشركة، إذ من المتوقع أن يواصل السعر في الانخفاض خلال الفترة القادمة، طالما أن التبادل الهادئ السابق بين الأسعار قد هيأ الظروف لذلك. وينطوي الخروج النزولي المفاجئ والأساسي لمتجه السعر من

---

[1]. Société ABC Bourse, "**La Méthode des Points et Figures**", Downloadable at: http://www.abcbourse. com/Apprendre/11_lecon13_1.html

[2]. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis" (2004), Downloadable at:

http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=84

[3]. Société ABC Bourse, "**La Méthode des Points et Figures**", Op. Cit.

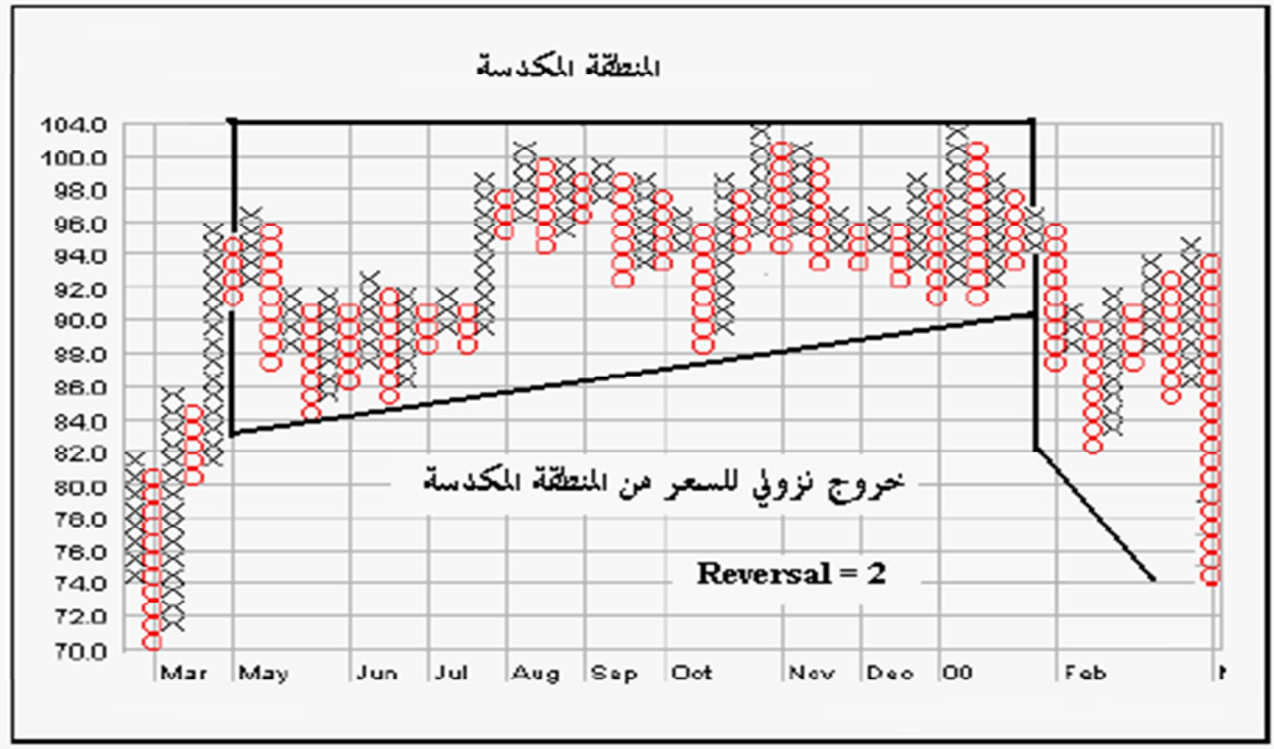
[4]. Ibid.

[5]. لمزيد من التفاصيل، أنظر: الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والـ ندات، المرجع الـ ابق، ص. 142 - 146.

المنطقة المكدسة على إشارة إلى ورود معلومات جديدة من شأنها تغيير التوقعات. وبالتالي، فإن قرار البيع في هذه الحالة يمكن أن يجنب المساهم تكبد المزيد من الخسائر الرأسمالية فيما لو ظل محتفظا بالسهم.

الشكل رقم 7

خريطة النقطة والشكل لأسعار أسهم إحدى الشركات



Source: Stockcharts.com.

وقد يكون من المفيد للمستثمر الذي يدرس إمكانية الاستثمار في أسهم هذه الشركة التريث لفترة قصيرة لمتابعة وترقب السلوك السعري لهذا السهم، حيث يمكن لهذا المستثمر شراء السهم بسعر أقل (أي بسعر 74$) من السعر الذي شهد عنده المتجه السعري خروجا نزوليا مفاجئا من المنطقة المكدسة بالأسعار والمحدد بنحو 84$ كما يبدو ذلك من الشكل أعلاه. ويمكن تصور الحالة العكسية عندما يكون خروج المتجه السعري من المنطقة المكدسة صعوديا.

وبالرجوع إلى الشكل 7، يتضح أن تحديد المنطقة المكدسة بالأسعار ليس الغرض منه فقط تحديد الخروج النزولي أو الصعودي لسعر السهم، بقدر ما يوفر تحليل هذه المنطقة رؤية أوسع لمتخذ قرار الاستثمار، إذ يمكن للمستثمر أن يتنبأ بالخروج النزولي أو الصعودي للأسعار من المنطقة المكدسة حتى قبل حدوثه بالفعل، وهذا ما يمكن أن يحسن من جودة قرار الاستثمار المتخذ في هذا الصدد.[1]

وخلاصة لما سبق، يهدف التحليل الفني إلى دراسة الحركات السعرية التاريخية لأغراض التنبؤ بالاتجاه العام للسوق على المدى القصير توطئة لتحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الاستثمار، باستخدام البيانات والمعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة، كالأسعار وأحجام الصفقات، وسلوك وأمزجة المستثمرين في السوق وغيرها من المتغيرات السوقية.

---

[1]. هندي، الأوراق المالية.، المرجع السابق، ص. 456.

وعادة ما يتم التحليل الفني للأسعار على مستويين، ينصرف المستوى الأول إلى محاولة التنبؤ Forcasting باتجاه الأسعار في السوق بشكل عام، في حين يعنى المستوى الثاني بمحاولة التنبؤ باتجاه سعر الورقة المالية الواحدة باستخدام الأدوات التحليلية الشائعة.

وإذا كان التحليل الفني يتميز بسهولة الاستعمال والسرعة في التنبؤ باتجاه الأسعار، فإنه لا يخلو من بعض النقائص المنهجية، والتي من أهمها أن نتائجه قد تكون مضللة في بعض الأحيان، فالتنبؤ باتجاه التغير في الأسعار من طرف المحلل الفني يمكن أن يحمل في طياته نوعا من التقييم الذاتي، إذ أن المحلل هو الذي يفترض التوقعات التي يعتقد في إمكانية حدو ا، وربما هيأ لها الظروف الملائمة لحدو ا. بالاضافة إلى ذلك، فإن المحلل الفني لا يمكنه التنبؤ بحركة الأسعار، ومن ثم اتخاذ قرار الاستثمار المناسب إلا بعد وقوع الأحداث.

الفصل الخامس:

إدارة الاستثمار والمحافظ المالية

VIII. محددات الاستثمار في الأصول المالية.
IX. تحليل المحفظة المالية.
X. نموذج ماركويتز في المحافظ الكفؤة.
XI. قياس أداء المحافظ.
XII. نماذج تسعير الأصول المالية.
XIII. التنويع الاستثماري: عناصر للنقاش.
XIV. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة.

الأهداف التعليمية:

- إدراك معنى الاستثمار والاستثمار المالي.
- التعرف على محددات الاستثمار (العائد والمخاطرة) في الأدوات المالية.
- التعرف على محفظة الاستثمار وأساسياتها.
- تكوين فكرة عن نموذج ماركويتز في المحافظ المالية.
- معرفة المؤشرات الخاصة بقياس أداء المحافظ والصناديق الاستثمارية.
- الإشارة إلى أشهر نماذج تسعير الأصول المالية.
- إبراز دور وأهمية التنويع الاستثماري في عملية الاستثمار.
- أسئلة وتمارين للتقويم الذاتي.

تمهيد:

مثلما تنوعت أسواق المال، وتعددت تقسيماتها وتسمياتها، فقد تشعبت أدوات الاستثمار المتداولة فيها، وتعددت مصادرها وخصائصها تبعا لتزايد الحاجة الاستثمارية للمتدخلين، وتماشيا مع التطورات الاقتصادية التي شهدتها الحياة المالية المعاصرة. وقد عرف الاستثمار في هذه الأدوات تحولات جوهرية في الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث انتقل تفكير المستثمرين من الاستثمار الفردي القائم على الاستثمار في أداة استثمارية واحدة إلى التفكير في الاستثمار المحفظي القائم على جمع الأدوات الاستثمارية المختلفة عائدا ومخاطرة مع بعضها، تعظيما لمنافع التنويع الاستثماري للمحافظ إن على الصعيد المحلي أو الدولي. وقد أصبح هذا الأخير مع مرور الزمن نواة نظرية التمويل الحديثة وركيزة الاستراتيجيات الاستثمارية لكثير من المؤسسات الاستثمارية العالمية.

وبفضل المزايا التي يتيحها التنوع في الأدوات الاستثمارية، يستطيع المستثمر تكوين محفظة استثمارية متوازنة العوائد والمخاطرة ومسايرة تفضيلاته. وفي هذا الإطار، لم يعد تنويع المحافظ مقتصرا على السوق المالية المحلية فقط؛ فقد مكن التكامل المؤسساتي للأسواق المالية من إزالة الحواجز على الاستثمار الدولي، الشيء الذي عمق فرص تعظيم مكاسب التنويع بتخفيض المخاطر الكلية للمحافظ دون التضحية بالعوائد.

ونظرا لأهمية الاستثمار المالي الفردي والمحفظي في نظرية التمويل الحديثة، سيكرس هذا الفصل لعرض الإطار النظري للاستثمار المالي بعرض محدداته، وأسس الاستثمار في المحفظة المالية، ومؤشرات قياس أدائها، وماهية ومزايا وأساليب التنويع والقضايا المتعلقة به.

I. محددات الاستثمار في الأصول المالية.

يعد الاستثمار أحد مكوني دالة الطلب الفعال في النظرية الاقتصادية إلى جانب متغير الاستهلاك. ويتسع مفهومه ليغطي مجالات واسعة من الأنشطة الاقتصادية. ويقصد بالاستثمار بشكل عام الإضافة الفعلية إلى الثروة المتراكمة عبر الزمن، الناتجة عن إرجاء أو تأجيل استهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك مستقبلي أكبر غير مؤكد.[1] بمعنى آخر، هو تضحية بمنفعة حالية مؤكدة في سبيل الحصول على منفعة أكبر تشوبها نوازع المخاطرة وعدم اليقين بشأن الحصول عليها.

ويمكن التمييز في هذا الشأن بين نوعين من الاستثمارات، وهما الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي. يتمثل الاستثمار الحقيقي Real Investment في عملية الإنفاق على شراء وتكوين الأصول المستخدمة في العمليات الإنتاجية، مثل بناء

[1]. سعيد توفيق، **الاستثمار في الأوراق المالية** (الإسكندرية: مكتبة عين شمس، 1998) . 23.

المصانع واقتناء المعدات والآلات وشراء العقارات، تحقيقا لأغراض الزيادة الايجابية في الثروة الشخصية أو الوطنية. أما الاستثمار المالي Financial Investment فيقصد به كل عملية يراد منها شراء الأصول المالية من أسهم وسندات، أو المتاجرة بالأدوات المالية المستحدثة.[1] وفي واقع الأمر، فإن النوعين يمثلان وجهان لعملة واحدة، ولا غنى لأحدهما عن الآخر.

ويرتبط الاستثمار المالي بنظرية تعظيم المنفعة والاختيارات ونظرية القرار بصلة وثيقة. وقد استحوذت هذه العلاقة على اهتمام الباحثين منذ Daniel Bernoulli، ومرورا بـ Von Neuman & Morgensterne، وليس انتهاء بـ Markowitz. وتشكل نظرية اتخاذ القرار في ظل حالات الطبيعة المتسمة بعدم التأكد أساس نظرية اختيار الاستثمار وإدارة المحافظ. ويعزى الفضل لهاري ماركويتز في تطوير هذا الحقل المعرفي، باقتراحه نموذجا عرف بمدخل المتوسط والتباين Mean - Variance، ممهدا بذلك السبيل لظهور النظرية الحديثة في إدارة المحفظة. وقد شكلت مردودية الاستثمار التي تعكس العائد المتوقع، والمخاطرة المحسوبة بالتباين جوهر الاختيار في نظريته. وتبرز هذه الأخيرة الشروط التي يتخذ المستثمرون في ظلها قرار الحصول على المردودية، بتدنية مستوى المخاطرة. وقد قاد ذلك فيما بعد للتأسيس لنظرية المحافظ المثلى، التي تقوم على تنويع المحفظة بين الأصول الخطرة والخالية من المخاطرة كمنهج لتخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة.

استكمل مشوار البحث الذي بدأه Markowitz سنوات الخمسينيات اقتصاديون آخرون أمثال Sharpe وLintner. وقد أكد هؤلاء الباحثون من منطلق تجريبي أفضال قانون التنويع في تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة، بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة. ففي حين تتجلى فعالية التنويع في تخفيض المخاطرة غير المنتظمة للأصول المرتبطة فيما بينها على نحو ضعيف أو بينها ارتباط سالب، فإن هناك حدا أدنى من مخاطرة المحفظة لا يمكن تخفيضها أو إزالتها بواسطة التنويع المحلي. ويمثل ذلك الحد مقدار المخاطرة المنتظمة. ومن هنا، تتجلى فائدة التنويع الدولي كأحد أساليب تخفيض المخاطرة المنتظمة للمحفظة دون التأثير على مردوديتها المتوقعة، ويتحقق ذلك بادراج الأصول الدولية إلى المحفظة المحلية. وتتوقف نجاعة التنويع في هذه الحالة على تحقق شرط الاستقلالية المتجسد في الارتباط غير التام لتغيرات الأسعار في شتى الأسواق المالية المستهدفة من قبل المستثمر. غير أن خطر الصرف قد يبرز كقيد على التنويع الدولي، مرتبا تكاليف باهظة قد تطغى على مردودية التنويع ذاته. لذلك أحدثت مقاربة التفرقة بين تنويع وإدارة المحافظ الدولية عن نظيرهما للمحافظ المحلية قطيعة مع ما كان سائدا من أدبيات استثمارية، سيما في ظل الانفتاح الاقتصادي المتميز بتعاظم وتيرة التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية، واندماج الأسواق المالية.

يتوقف قرار الاستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بينها على علاقة المبادلة أو التعويضية Trade-off بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد. فكلما زادت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة المخاطر التي يتعرض لها. وطالما أن إمكانية تحقيق الأرباح تقابلها احتمال تحمل الخسائر في أي وقت، فإن القرارات الاستثمارية عادة ما تسبقها دراسات مكثفة بهدف التقليل من فرص التعرض للمخاطر المصاحبة للاستثمار.[2] وتنحصر دراسة العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطر في خطوتين أساسيتين هما: حساب العوائد وقياس المخاطر.

1 . العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

---

[1]. الدسوقي، مرجع سابق، ص ص. 65 – 69.

[2]. أحمد بوراس، "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة " **مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية** جامعة منتوري، قسنطينة الجزائر (1999) . 181.

من أجل تحفيز المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية لابد أن يتيح الاستثمار عائدا يكفي للتعويض عن المخاطر المرتبطة بتلك الأوراق. والمقصود بالعائد Return على الاستثمار قدرة الوحدة النقدية الواحدة على توليد الأرباح الصافية من الأصل المالي، والمتأتية من مصدرين هما:[1]

أ – **التوزيعات والفوائد:** وهي نصيب الورقة المالية من الأرباح التي تقرر إدارة الشركة المساهمة توزيعها على المساهمين، أو الفوائد المقرر تسديدها لحملة السندات.

ب - **الأرباح الرأسمالية:** وتمثل مقدار التغير في سعر الورقة المالية، أي قيمة الفرق بين سعر بيع الورقة (أو السعر السوقي للورقة لحظة ما إذا قرر حاملها الاحتفاظ بها) وسعر شرائها.

وعموما، يمكن التفرقة بين نوعين من العوائد، هما العائد الفعلي والعائد المتوقع. ويتمثل العائد الفعلي للورقة المالية في العائد المؤكد الذي حصل عليه المستثمر فعلا.[2] ويحسب بالنسبة للسند خلال فترة زمنية معينة بالمعادلة التالية:

$$R_{it} = (I_t + (P_{it} - P_{i,\,t-1})) / P_{i,\,t-1}$$

حيث يمثل المقدار It الفائدة المدفوعة خلال فترة الاحتفاظ بالسند، وPit القيمة السوقية للسند السائدة في السوق لحظة إجراء التقييم، في حين يشير المقدار Pi,t-1 إلى السعر الذي تم به شراء السند.

أما معدل العائد الفعلي للسهم العادي فيحسب في لحظة زمنية ما باستعمال المعادلة أدناه، حيث يمثل المقدار Dt التوزيعات المخصصة للسهم خلال فترة الاحتفاظ به.[3]

$$R_{it} = (\mathrm{D}_t + (P_{it} - P_{i,\,t-1})) / P_{i,\,t-1}$$

فإذا كانت القيمة السوقية P (سعر البيع) لأسهم إحدى الشركات المدرجة في البورصة عند اللحظة t تبلغ نحو 70$، فيمكن حساب معدل العائد الفعلي لهذا السهم إذا كان نصيبه من التوزيعات 16$ وكان سعر شرائه في اللحظة (t-1) 58$ على النحو الآتي:

$$TR = (16 + (70 - 58))/58 = 48\%$$

وتكتب الصيغة اللوغاريتمية لعائد السهم بالشكل الآتي:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{i,\,t-1}}\right)$$

ويشير العائد المتوقع من الاستثمار إلى المبلغ الذي يلخص الجدوى الاقتصادية من حيازة الورقة المالية لمن يفكر في شرائها أو بيعها بالنسبة لمن يملكها. ويعد قياس هذا النوع من العوائد بالنسبة لمختلف الأوراق المالية ضرورة لا بد منها، إذ تعد نتائج القياس بمثابة النقطة الحاسمة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري.[4] وفي ظل الواقع الاستثماري الذي يتسم بعدم التأكد، من الصعب على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه. غير أنه بإمكانه تحديد إطار للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد، والمتمثل في عدد الاحتمالات الممكنة ونسبة كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظل هذا الاحتمال. وبتقدير قيم هذه المتغيرات، يصبح من السهل تقدير العائد المتوقع من الاستثمار، الذي لا يغدو عن كونه المتوسط المرجح

---

[1]. مطر، مرجع سابق، ص. 22؛ و *Jacquillat, Solnik, Op. Cit., pp. 81 - 82.*

[2]. محمد جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية** ط.1 (بغداد: دار الرشيد للنشر 1982) .48.

[3]. *Barreau, Delahay, Op. Cit., p. 46.*

[4]. بوراس، "الاستثمار في الأسهم.... " مرجع سابق، ص. 185.

للعوائد المتوقعة في ظل كل احتمال.[1] وتوضح المعادلة التالية كيفية حساب العائد المتوقع $E(R)$ من الاستثمار في الورقة المالية باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي.[2]

$$E(R) = \sum_{i=1}^{n} Pi\,Ri$$

حيث n عدد العوائد المحتملة، وPi نسبة أو وزن الاحتمال i، و Ri العائد المحتمل في ظل الاحتمال i.

وبتطبيق هذه المعادلة على بيانات الجدول التالي، يتضح أن القيمة المتوقعة لعائد الاستثمار تساوي نحو 10%.

$$E(R) = 0.2 \times 0.3 + 0.6 \times 0.1 + 0.2\ (-0.1) = 10\%$$

الجدول رقم 4

التوزيع الاحتمالي لعائد الورقة المالية حسب الظروف المحتملة

الظروف الاقتصادية	احتمال التحقق Pi	العائد
رواج	0.20	% 30
ظروف عادية	0.60	% 10
كساد	0.20	%10 -

ويتمثل المغزى الأساسي من قيام المستثمرين بحساب العائد المتوقع في معرفة طبيعة التوزيع الاحتمالي لسلسلة العوائد المسجلة خلال فترة معينة. ففي حالة كان التوزيع يتبع توزيعا طبيعيا فإن ذلك سيسمح للمستثمر بتحديد مجال الثقة بالنسبة لتلك العوائد المتوقعة ومعرفة متوسط وتباين التوزيع بسهولة. ولتكوين التوزيع الاحتمالي لعوائد أصل مالي ما، يمكن إتباع الخطوات التالية (جبار، 2011، ص ص. 84 - 87):

- حساب العوائد على مراحل متساوية (يوم، أسبوع، شهر،...) وعلى مدى فترة معينة؛
- تبويب تلك العوائد تصاعديا؛
- تحديد عدد المجالات أو الفئات المكونة للقيم؛
- حساب عدد المشاهدات والتكرارات بالنسبة لكل فئة أو مجال.

مثال:

سجلت شركة مساهمة معدلات العائد (%) الآتية خلال 36 شهرا متتالية: 0، 2، 2، - 3، 3، - 2، 5، - 10، - 3، - 5، 0، 2، 3، 0، 0، 2، - 2، 0، - 2، 5، 0، 2، 0، 2، - 3، 10، 0، 3، - 2، - 3، 3، - 5، 5، 5، 3، 3.

وبترتيب هذه المعطيات في جدول تكراري نحصل على:

---

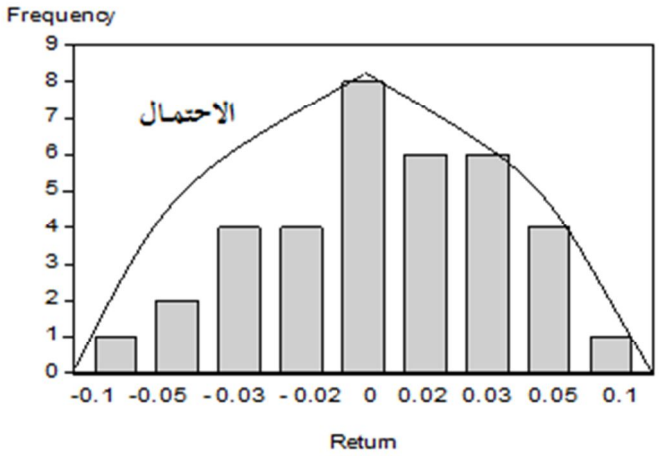
[1]. محمود صبح، **التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية** . 3 (بدون مكان النشر: البيان للطباعة والنشر 2000) ص. 83.

[2]. الداغر، مرجع سابق . 186.

مؤشرات إحصائية	الاحتمال (التكرار النسبي) p /	التكرار	العائد (%)
	0.027	1	10 -
Mean = 0.005556	0.055	2	5 -
Median = 0.00	0.111	4	3 -
Max = 0.1	0.111	4	2 -
Min = - 0.1	0.222	8	0
Std. Dev. = 0.0366	0.166	6	2
Prob. = 0.3998	0.166	6	3
f N	0.111	4	5
	0.027	1	10
	1	36	المجموع

يمكن تمثل هذه البيانات بيانيا على الشكل التالي:

التوزيع الاحتمالي لعائد أسهم الشركة



من النتائج السابقة يتضح أن العائد المتوسط (العائد المتوقع) للثلاث سنوات للشركة هو 0.55 % وبانحراف معياري قدره 3.66 %، كما يتضح أن العائد محصور بين قيمة عظمى Max = 10 % وقيمة دنيا Min = -10 %. وفي ضوء هذه المعطيات فغن توزيع العائد لهذه الشركة لا يتبع التوزيع الطبيعي المعياري، حيث يختلف متوسط العائد (u) عن 0 وانحرافه المعياري (δ) عن 1.

أما إذا كان عائد هذه الشركة موزعا توزيعا طبيعيا بانحراف معياري قدره 3 % وعائد متوسط للسنة الحالية قدره 10 %، عندئذ يمكن توقع عائد في السنة القادمة يتراوح بين:

الحالة الأولى: و **δ** باحتمال قدره 68 %، أي: (10 - 3) و(10 + 3)، ومنه فهو يتراوح بين 7% و13% باحتمال قدره 68%.

الحالة الثانية: و **δ** باحتمال قدره 95.5 %، أي: (10 - 2 3) و(10 + 2 3)، ومنه فهو يتراوح بين 4% و16% باحتمال قدره 95.5%.

الحالة الأولى: – و **δ** باحتمال قدره 99.7 %، أي: (10 - 3 × 3) و(10 + 3 × 3)، ومنه فهو يتراوح بين 1% و19% باحتمال قدره 99.7%.

وبهذه الكيفية يمكن معرفة المجال الذي ينتمي إليه العائد المتوقع من الاستثمار المقترح واحتمال تحقيقه. و حالة خاصة يتوقف العائد المتوقع على الوضعية الاقتصادية السائدة، التي قد تتراوح بين الرواج والكساد مرورا بالحالة العادية. والمثال الوارد في الجدول 4 يوضح ذلك.

3. مخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية

تعد المخاطرة أحد متغيرين رئيسين إلى جانب العائد في معادلة اتخاذ قرار الاستثمار. وتتأتى المخاطرة من حالة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة بسبب عدم ثباتها وتقلبها مع مرور الزمن، أو بسبب تعدد احتمالات تحققها ضمن إطار التوقع المرصود.[1] وإذا تمكن المستثمر أو المحلل من معرفة كيفية قياس المخاطر المالية بالشكل الدقيق فبإمكانه عندئذ تسعير الأصول الخطرة بكفاءة.

ولفظ المخاطرة مشتق من الخطر Risk الذي يعني حدوث أمر غير مرغوب فيه أو التعرض لمكروه ما. فهو احتمال تحقيق نتيجة غير مرغوب فيها أو سلبية. وذلك أن القرارات المتخذة تحت ظروف تمتاز بالشك وعدم اليقين قد تؤدي إلى حدوث نتائج لا تتماشى والأهداف المسطرة من طرف متخذ القرار سواء أكان مستثمرا فرديا Individual investor، أو مستثمرا مؤسساتيا Institutional investor.

ولا يختلف كثيرا مفهوم المخاطرة من الناحية الاقتصادية والاستثمارية عن مفهومه العام. إذ يمكن تعريفها بأنها احتمال حدوث تغيرات أو أحداث مستقبلية خلال حياة المشروع أو الاستثمار تؤ ر سلبا على التوقعات، كاحتمال تحقيق خسائر بعد توظيف مبلغ من المال، أو تحقيق عائد أقل من العائد المتوقع. وبذلك فالمشاريع والاستثمارات التي ترتبط بخسائر أعلى هي الأكثر مخاطرة Uncertainty (جبار، 2011، ص ص. 89 - 90).

كما يمكن تعريفها بأنها احتمال التعرض للخسارة، أو احتمال عدم تحقق مستوى الربحية المنشود، معبرا عنه باحتمال انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع للأصل المالي.[2] وينتج الانحراف في العادة عن حالة عدم اليقين التي تطبع الواقع الاقتصادي، بحيث تمارس قيدا على قدرة التقدم العلمي على تقدير العائد المتوقع بدقة كبيرة.

وكثيرا ما يتم الخلط بين المخاطرة وعدم التأكد، حيث يستعملان بنفس المعنى. غير أن المخاطرة تختلف عن حالة عدم التأكد لوجود فرق بينهما، وهو مدى معرفة متخذ القرارات الاستثمارية باحتمالات تحقق التدفق النقدي المتوقع. فالمخاطرة تصف موقفا أو حالة من حالات الطبيعة يتوفر فيها لمتخذ القرار معلومات إحصائية تاريخية أو خبرة سابقة تفيد في وضع التوزيع الاحتمالي Probability Distribution للتدفقات النقدية المستقبلية المحتملة، وحساب القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، التي تتغير عشوائيا (x) وفق توزيع احتمالي معروف. أما حالة عدم التأكد فتصف موقفا لا يتوفر فيه متخذ القرار على مثل تلك المعلومات التاريخية، غير أنه يمكنه وضع تصور لما سيكون عليه التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية (جبار، 2011، ص ص. 89 - 90). وقد يكون صاحب القرار عاجزا حتى عن وضع احتمالات، كما في حالة

---

[1]. أشرف شمس الدين، "أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية،" **ورقة عمل** مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة (ديسمبر 2005) . 20.

[2]. *Riad Dahel, "Project Financing and Risk Analysis," **Working Paper**, Arab Planning Institute (Dec.1997), p. 9.*

المستقبل المجهول. وهنا تتدخل درجة التفاؤل أو التشاؤم لدى متخذ القرار وغيرها من الاعتبارات الشخصية لتقدير التدفقات واتخاذ القرار.

ومهما يكن، فإن الاصطلاح الأكثر تداولا عند تقييم جدوى المشاريع الاستثمارية هو ظروف عدم التأكد التي تشتمل حالتي المخاطرة وعدم التأكد. ف هما يحمل عنصر الشك وعدم اليقين بشأن أحداث المستقبل بسبب تغير ظروف الطبيعة وعدم ثباتها على حال معين.

وترتبط ظروف عدم التأكد بكل من (رحيم، 2011، ص ص. 301 - 302):

- **التدفقات المتوقعة:** وتشتمل على التدفقات الداخلة والخارجة العوائد والنفقات. وتتأ ر قيمة هذه التدفقات بعدد من الظروف، كتوقيت حدوث التدفقات، تقلبات الأسعار (أسعار المواد الأولية، أسعار المنتجات أو المبيعات، أسعار الفائدة)، طبيعة المنتجات، ظروف السوق (المنافسة وأذواق المستهلكين)، ظروف المحيط غير الاقتصادية. ويعد التنبؤ بهذه التدفقات عملية صعبة وشديدة التعقيد لاقترانها بدرجة مرتفعة من عدم التأكد. وإذا كان تقدير تكاليف إنشاء المشروع أو الاستثمار وإطلاقه يرتبط بدرجة كبيرة من عدم التأكد فإن تقدير إيرادات المبيعات والتكاليف التشغيلية ونتائج الاستثمار يقترن بدرجة أكبر من عدم التأكد.
- **ربحية (مردودية) المشروع:** وتعتبر العنصر الحاسم في اختيار أو المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية. فإذا تدهور مستوى الربحية اختل المشروع الاستثماري وتعثر. وتتأ ر الربحية بظروف داخلية خاصة بالمشروع، وظروف السوق وظروف المحيط بشكل عام.
- **ظروف المحيط:** وهي الظروف الاقتصادية وغير الاقتصادية التي من شأنها التأثير سلبا على استمرارية المشروع وإنتاجيته ومن ثم ربحيته.

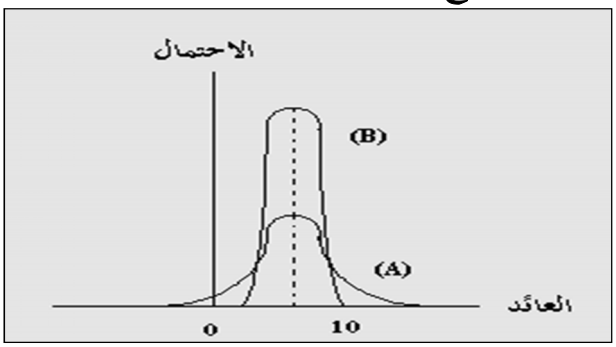
ويعتمد قرار الاستثمار في الأصول المالية على حساب عوائدها المتوقعة، واستبعاد الأصل في حالة وجود بديل استثماري أفضل منه على ضوء العلاقة بين العائدالمخاطرة، ن تستبعد أسهما تحقق عائدا أقل عند مستوى المخاطرة ذاته، أو تحقق العائد نفسه عند مستوى مخاطرة أكبر.[1]

ويعكس اتساع التوزيع الاحتمالي للعائد حجم المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية. فمثلا، يظهر التوزيع الاحتمالي *"A"* الموضح في الشكل 1 عائدا ينطوي على مخاطر كلية تفوق تلك التي ينطوي عليها العائد الذي يعكسه التوزيع الاحتمالي *"B"*. وتستند هذه الفكرة إلى حقيقة وهي تزايد المخاطر الكلية للمشروع الاستثماري مع زيادة احتمال تشتت العائد الفعلي عن قيمته المتوقعة.

[1]. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار** ط. 2 (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2004 . 45.

الشكل رقم 1

التوزيع الاحتمالي لعائد استثمارين مختلفين



المصدر: هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، ط. 2 (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2004)، ص. 45.

وتأتي في مقدمة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر مخاطر السوق ومخاطر سعر الفائدة، ومخاطر النشاط والدورات التجارية، ومخاطر التضخم والتوقف عن سداد الالتزامات، والمخاطر الإدارية. ويمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة. ويقصد بالمخاطر **ظالمة** أو المخاطر غير القابلة للتنويع تلك المخاطر الناجمة عن عوامل مؤ رة على عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الشركة المصدرة، أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. لذا، عادة ما يطلق عليها مخاطر السوق *Risk Market*.[1] وطالما أن لتلك المخاطر صفة الشمولية، لأن مصدرها عوامل أو ظروف عامة سياسية واجتماعية واقتصادية، كالتضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية، فإنه يصعب على المستثمر التخلص من تأثيرها، أو تخفيضها بتنويع مكونات محفظته المالية داخل حدود الدولة.[2]

وتعني المخاطر غير المنتظمة *Unsystematic Risk*، أو المخاطر القابلة للتنويع *Diversifiable Risk* تلك المخاطر الناجمة عن عوامل تتعلق بنشاط الشركة أو القطاع كل. ومن بين عناصرها على سبيل المثال المخاطر التشغيلية، على غرار المخاطر الإدارية الناجمة عن فشل مجلس الإدارة في تحقيق الأهداف، ومخاطر الرفع المالي، ومخاطر المنافسة وتغير أذواق المستهلكين.[3] ويستطيع المستثمر تجنبها أو تخفيض حدتها بتنويع مكونات محفظته المالية بأوراق مالية لشركات أخرى لم تتأ ر جميعها وفي وقت واحد بهذا النوع من المخاطر.[4] وتقاس المخاطرة عموما بأربعة نماذج إحصائية لكل منها استخدام خاص، وهي المدى، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا.

2. 1. المدى Range:

يمثل المدى حاصل الفرق بين أعلى وأدنى عائد. لذا إذا كان المستثمر يتوقع من الاستثمار في الأصل المالي A في أحسن الظروف عائدا قدره R1 وفي أسوأ الأحوال R2 فان المدى هو (جبار، 2011، ص. 105):

$$R = R1 - R2$$

---

[1]. عدنان عبد الفتاح صوفي، غازي عبيد مدني وياسين عبد الرحمان الجفري، "إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي،" **مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة**، المجلد الثاني (1989) . 113.

[2]. *UBS Financial Services Inc., "The Benefits of Diversification," **Fundamentals Series** (December 2004), p.2.*

[3]. صوفي وآخرون، مرجع سابق، ص. 114.

[4]. بوراس، "الاستثمار في الأسهم...،" مرجع سابق، ص. 187.

مثال: إذا كان أعظم عائد ممكن للورقة المالية والذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر هو 25 % وأقل عائد يمكن الحصول عليه هو (– 10 %) فان المدى، الذي يعبر عن مقدار الانحراف الكلي بين العائدين سيساوي 35 %.

وكلما كان المدى واسعا كان التذبذب في العوائد، أي المخاطرة، كبيرا. وتمثل سلبيات هذا الأسلوب في عدم أخذه بعين الاعتبار مشكلة العوائد المتطرفة وعدم إعطائه الوزن النسبي لأحد المخرجات المحتملة مقابل آخر (الراوي، 2009، ص. 186).

2. 2. الانحراف المعياري (المقياس المطلق للمخاطرة):

يعد الانحراف المعياري المقياس الأنسب لدرجة تقلب معدل العائد الفعلي للاستثمار حول قيمته المتوقعة. ووفقا لهذا المقياس، كلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع درجة تقلب عوائد الورقة حول متوسطها، وبالتالي أصبح الاستثمار في هذه الورقة محفوفا أكثر بالمخاطر. وفي المقابل، كلما كان الانحراف المعياري مساويا للصفر (انعدام التقلب) كلما كان ذلك مؤشرا على خلو الاستثمار من المخاطرة.[1] ويحسب الانحراف المعياري من واقع البيانات المتوقعة بالمعادلة التالية:[2]

$$\sigma_i = \sqrt{V_i} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} Pi\,(Ri - E(R))^2}$$

حيث تمثل σ_i الانحراف المعياري، ويساوي جذر التباين V_i، وn عدد العوائد المحتملة.

تستخدم المعادلة السابقة في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة غير معروفة بدقة، غير أن احتمالات حدو ا معلومة، أو يمكن تقديرها اعتمادا على البيانات الماضية للشركة والتغيرات التي يتوقع حدو ا. أما في حالة الاعتماد على البيانات التاريخية، فيمكن حساب الانحراف المعياري بالشكل التالي، حيث تمثل $\overline{R}$ المتوسط الحسابي لمجموع العوائد:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} \left(Ri - \overline{R}\right)^2}{n-1}}$$

يمكن توضيح أهمية الانحراف المعياري في المفاضلة بين المشاريع بأخذ المثال التالي. فبافتراض أن العائد المتوقع للسهمين x وy قد تم حسابها كما في الجدول رقم 5 وباستقراء بيانات هذا الجدول يتضح أن معدل العائد المتوقع لـ السهمين هو 18 . وطالما أن معدل العائد متساوي في الاستثمارين، فإن جوهر المفاضلة بين هذين السهمين يتمثل في حساب درجة مخاطرتها. ويمكن قياس هذه الأخيرة بحساب الانحراف المعياري لـ الاستثمارين كما يتضح مما يلي:

$$\sigma_X = \sqrt{(0.2)(0.1-0.18)^2 + (0.6)(0.18-0.18)^2 + (0.2)(0.26-0.18)^2} = 5.06\%$$

$$\sigma_Y = \sqrt{(0.2)(-0.04-0.18)^2 + (0.6)(0.18-0.18)^2 + (0.2)(0.4-0.18)^2} = 13.91\%$$

يتبين مما سبق، أن الانحراف المعياري للسهم y أكبر نسبيا من مثيله للسهم x. ويعني هذا بالتبعية أن السهم y أكبر مخاطرة من السهم x. وعند المفاضلة بين هذين السهمين فمن المنطقي قبول الاستثمار في السهم x لانطوائه على أقل المخاطر طالما أنه يتساوى مع السهم y من حيث العائد المتوقع تحقيقه.

---

[1]. *Jacquillat, Solnik, Op. Cit., p. 83.*

[2]. الكراسنة، مرجع سابق، ص. 43.

الجدول رقم 4: كيفية حساب العائد المتوقع للاستثمارين x وy

السهم x			السهم y		
العوائد المحتملة	الاحتمال	العائد المتوقع	العوائد المحتملة	الاحتمال	العائد المتوقع
%10	0.2	% 2.0	%4 -	0.2	% 0.80 -
%18	0.6	% 10.8	% 18	0.6	% 10.8
%26	0.2	% 5.2	% 40	0.2	% 8.0
معدل العائد المتوقع		% 18	معدل العائد المتوقع		% 18

ورغم القوة التفسيرية لنتائج الانحراف المعياري، إلا أنها تبقى غير حاسمة إلى الحد الذي يمكن الاعتماد عليها بمفردها في اتخاذ القرار الاستثماري، إذ لابد من أخذ نتائج بقية المقاييس والتي من بينها معامل الاختلاف.

2. 3. معامل الاختلاف (المقياس النسبي للمخاطرة):

إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولا لو كانت القيمة المتوقعة لعوائد الاستثمارات المعروضة متساوية. لكن إذا ما اختلفت تلك القيمة للمشاريع المراد المفاضلة بينها فيكون من الضروري الاعتماد على معامل الاختلاف *Coefficient of Variation* كمقياس نسبي للمخاطرة. ويفيد ذلك في التغلب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها. ويحسب هذا المعامل على النحو الآتي:[1]

$$CV_i = \frac{\sigma_i}{E_i(R)}$$

تشير هذه المعادلة إلى حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة واحدة من القيمة المتوقعة لعائد الاستثمار. وعمليا، يمكن تفضيل الورقة المالية ذات معامل الاختلاف الأقل، طالما أن ذلك يعني انخفاض درجة مخاطرتها الوحدوية.

فإذا كان معدل العائد المتوقع للاستثمارين x وy هو على التوالي 25 و10 ، بانحراف معياري 20 و18 على الترتيب، فإنه يمكن حساب معامل الاختلاف لكل من هذين الاستثمارين على النحو الآتي:

$CV_x = 20/25 = 0.8; (80\%).$

$CV_y = 18/10 = 1.8; (180\%).$

وطبقا لهذه النتائج، يتضح أن الاستثمار x أقل مخاطرة من الاستثمار y، ويترتب على هذا ضرورة تفضيل الاستثمار الأول x على حساب الاستثمار الثاني y.

2. 4. معامل بيتا (مقياس المخاطرة المنتظمة):

[1] الأدوات المالية،" مرجع سابق، ص. 18.". دهال،

سبقت الإشارة إلى أن المخاطرة الكلية تنقسم إلى مخاطرة منتظمة ومخاطرة غير منتظمة. وإذا تم قياس أحد النوعين فيمكن ببساطة تحديد حجم النوع الآخر من المخاطر. وفي هذا الصدد، يعد معامل بيتا *Beta Coefficient* المقياس الأنسب لدرجة المخاطرة المنتظمة المعبرة عن مدى حساسية سعر الأصل للتذبذب في مؤشر السوق، أي مقدار التغير الحاصل في سعر الورقة المالية محل الاستثمار نتيجة التغير في مؤشر أسعار السوق، والذي يمثل عائد محفظة السوق. ويقاس معامل بيتا ($\hat{\beta}_i$) للورقة المالية i بالصيغة التالية:[1]

$$\hat{\beta}_i = \frac{Cov(Ri, Rm)}{Var(Rm)} = \frac{\rho_{im}\sigma i \sigma m}{\sigma m^2} = \frac{\rho_{im}\sigma i}{\sigma m}$$

حيث يمثل المقدار $Var(Rm)$ تباين عائد محفظة السوق، وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري لعائد السوق، أما $Cov(Ri, Rm)$ فيمثل التغاير أو التباين المشترك بين عائد الورقة المالية R_i وعائد محفظة السوق R_m. ويقاس بحاصل ضرب الانحراف المعياري σ_i لعائد الورقة المالية i في الانحراف المعياري σ_m لعائد محفظة السوق كما تظهره المعادلة:

$$Cov(Ri, Rm) = \rho_{im}\sigma i \sigma m = \sigma_{im}$$

ويمثل ρ_{im} درجة الارتباط بين عائد الورقة المالية وعائد السوق. ووفقا لنموذج السوق *Market Model*، إذا كانت قيمة المعامل β أكبر من الواحد ($\beta > 1$) فيعني ذلك أن مخاطرة الورقة المالية أكبر من مخاطرة السوق. أما إذا كانت قيمة المعامل مساوية للواحد ($\beta = 1$) فيدل ذلك على تساوي مخاطرة الورقة مع مخاطرة السوق. وعندما تكون قيمة المعامل أقل من الواحد ($\beta < 1$) فإن مخاطرة الورقة تقل عن مخاطر محفظة السوق. بينما تعبر حالة انعدام المعامل ($\beta = 0$) عن عدم تأثر سعر الورقة بتذبذب مؤشر السوق.[2] ومن الطبيعي أن يكون عائد الورقة ذات معامل **البيتا** الأكبر من الواحد أعلى من العائد المعياري لمؤشر محفظة السوق الصعودية، تعويضا عن درجة المخاطرة الكبيرة. والعكس في حالة السوق النزولية حيث تكون قيمة معامل بيتا دون الواحد.

II. تحليل المحفظة المالية.

عندما يفكر أحد ما في الاستثمار في ورقة مالية جديدة، يكون لزاما عليه أخذ بعين الاعتبار علاقة اختياره بالفرص الاستثمارية الأخرى المتاحة في السوق، أو تلك المزمع تنفيذها في المستقبل. وبالتالي، تصبح المخاطرة في هذه الحالة مركبة ومشتملة على جميع المكونات الاستثمارية الممكنة. وبمجرد تحقق هذه النظرة الشمولية يكون المستثمر حينئذ بصدد الاستثمار في المحافظ المالية.

1. مفهوم المحفظة الاستثمارية وأنواعها

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية أو المالية *Investment or Financial Portfolio* بأنها وعاء مالي يتكون من مجموعة من الأصول المالية ممزوجة بكيفية تسمح بتخفيض المخاطرة دون التضحية بالعائد.[3]

---

[1]. محفوظ جبار، **أسواق رأس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات**، الجزء الأول (لجزائر: دار الهدى للنشر، 2011 . 136.

[2]. عبد الحفيظ محمد كريم، "اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1994 – 2004) " **مجلة العلوم الإنسانية الالكترونية**، العدد 29 (يوليو 2006). *Home Page: http://www.ulum.nl/*

[3]. الخضيري، مرجع سابق . 63.

وتعرف أيضا على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأوراق المالية وعقود المشتقات والودائع وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والمنتجات الفنية، وكل ما يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح. بحيث تدار تلك التوليفة من قبل إدارة تعمل وفق إستراتيجية محددة تسعى لتعظيم مردودية الأموال المستثمرة مع تخفيض المخاطر باستخدام فكرة التنويع الاستثماري.[1]

وتنقسم المحافظ الاستثمارية - بحسب المعيار المستخدم – إلى عدة أنواع. فمن ناحية طبيعة الأدوات الاستثمارية، يمكن التفريق بين محافظ الأسهم، ومحافظ السندات، ومحافظ العملات، ومحافظ السوق النقدية. أما من ناحية الموقع الجغرافي، فهناك المحافظ المحلية التي تضم أدوات استثمارية تصدر من قبل شركات وطنية وتتداول فقط في السوق المالية المحلية، والمحافظ الأجنبية التي تتشكل من الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق الدولية من وجهة نظر المستثمر المحلي، والمحافظ الدولية التي تضم مزيجا من الأدوات الاستثمارية المحلية والأجنبية، وأخيرا محفظة السوق العالمية، وهي محفظة مرجعية تتشكل من عدد من الأدوات الاستثمارية المتداولة على قاعدة واسعة من الأسواق المالية العالمية، ويمكن التعبير عنها بمؤشرات إحدى الأسواق الدولية المعروفة، كالمؤشر *EAFE "Europe, Australie, Extreme Orient"* الذي يضم حوالي 450 قيمة (سهم) متحركة.

ومن وجهة نظر هدف المستثمرين، تنقسم المحافظ إلى أنواع عدة، منها ما يهدف إلى ضمان مستوى معين من الدخل وتدعى بمحفظة الدخل، أو تحقيق في روة المستثمر، وتسمى بمحفظة النمو، وهناك نوع ثالث يصبو لبلوغ الهدفين معا، ويدعى بالمحفظة المتوازنة. ويعد هذا التقسيم أكثر التصنيفات شيوعا.[2]

1. 1. محفظة الدخل: وتبحث عن تعظيم دخل المستثمر بضمان أقصى العوائد المتولدة من الاستثمار في شتى الأدوات التي تدر باستمرار وخلال وقت قصير تدفقا نقديا سواء كان توزيعات نقدية لحملة الأسهم أو الفوائد المدفوعة لحملة السندات. وتتكون هذه المحافظ عادة من السندات الحكومية وأسهم الشركات المعروفة باستقرار أسعارها وبعدم تذبذب توزيعاتها النقدية. وينسجم هذا النوع مع أهداف المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على عوائد الأدوات الاستثمارية، أو المستثمرين المحافظين المبغضين للمخاطر.

1. 2. محفظة النمو: وتهدف إلى تحقيق وتيرة نمو مستمر في القيمة الرأسمالية للأصول وعوائد المحفظة. وهنا فإن معدلات النمو تصبح المعيار الأساس في انتقاء الأدوات الاستثمارية التي تتميز بتحقيق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، بإعادة تدوير النواتج ولا تستوجب توزيعا دوريا للمداخيل في الأجل القصير. وتعمل إدارة هذا النوع من المحافظ أساسا على توسيع قاعدة الاستثمار وحماية قيم الأدوات من اتجاهات الهبوط وذلك بالاستثمار في أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها وإيراداتها على مر السنوات. وبذلك فإنها تتسم بالتحوط العقلاني واقتناص الفرص الأكثر ربحية.

1. 3. المحفظة المتوازنة: وتصبو إلى تحقيق التوازن العام في مكونات الاستثمارات، من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة وتضمن حصول المستثمر على أرباح رأسمالية وتوزيعات نقدية، وأدوات الاستثمار طويلة الطويل التي تحافظ على رأس المال المستثمر. ويتطلب ذلك توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.

---

[1]. هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسوق المالية** (عمان دار صفاء للنشر، 2003 . 222.

[2]. المرجع نفسه، ص ص. 227 – 228.

1. 4. **المحفظة المتخصصة:** وهي تلك المحفظة التي تتخصص إدارتها في الاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات النفط والطاقة والمعادن، وشركات التحويل الصناعي، وشركات الخدمات والمنافع العامة وغيرها. ويعد هذا النوع من المحافظ حالة مؤقتة لأن تخصصها في أداة استثمارية معينة لا يتماشى ومبدأ التنويع الاستثماري.[1]

ومهما اختلفت أنواع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال المستثمر، وضمان استقرار تدفق الدخل ونمو رأس المال، وتحقيق تنويع كفء يسمح بتقليل المخاطر وتوفير السيولة.

وتعالج النظرية الحديثة للمحفظة، والتي وضع أسسها هاري ماركويتز *Harry Markowitz* مشكلة تكوين واختيار المحافظ المثلى التي تتحقق في ظلها معاني السيادة على صعيدي تعظيم العائد و أو تدنية المخاطرة. وتقوم نظرية المحفظة لماركويتز على مبدأ التنويع كمدخل لاختيار الاستثمارات، بتخفيض درجة المخاطر الكلية والمخاطر الخاصة بصفة أساسية، محققة هدف التخصيص الأمثل للموارد المالية.[2]

2. عائد ومخاطرة المحفظة المالية

تشتمل الطريقة الأبسط لحساب عائد المحفظة على تطبيق نفس الصيغة المستعملة في حساب عائد الورقة أو الأصل المالي على النحو التالي:

$$R_{Pt} = \frac{V_t - V_{t-1} + D_t}{V_{t-1}} \qquad /V_t = \sum_{i=1}^{n} n_{it} P_{it}$$

وترمز V_{t-1} و V_t على التوالي إلى القيمة السوقية للمحفظة في بداية ونهاية فترة التقييم، بينما تشير D_t إلى التدفقات النقدية المتولدة عن المحفظة خلال فترة التقييم.

وما يعاب على الصيغة السابقة هو بساطتها، وقابليتها للتطبيق فقط في حالة ثبات تركيبة المحفظة خلال فترة التقييم. وحيث أن الواقع يكتنف العديد من نماذج المحافظ الخاضعة للتغير الدوري في رأسمالها ومكوناتها، وتوقعا بعوائد أصولها، فإن قياس عائدها يحتاج إلى صيغة أخرى ملائمة تستوعب الاعتبارات السابقة. ووفقا لنموذج ماركويتز، فإن العائد المتوقع للمحفظة المشكلة خطيا من n أصل هو دالة في عوائد تلك الأصول مرجحة بأوزانها النسبية:[3]

$$E\ (R_{Pt}) = \sum_{i=1}^{n} x_{it} R_{it}$$

وتمثل $E(R_P)$ العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية p، و χ_i الوزن النسبي لكل أصل أو ورقة مالية i داخل المحفظة. وتعبر عن نسبة الموارد المالية المستثمرة في كل ورقة أو أصل، في حين تمثل n عدد الأصول المكونة للمحفظة.

وفي الحالة العامة، يقاس العائد على مؤشر أو محفظة السوق بواسطة المعادلة التالية، حيث تشير I_{t-1} و I_t إلى قيمة المؤشر في بداية ونهاية فترة التقييم:

---

[1]. حسني علي خربوش، عبد المعطي ارشيد، محفوظ احمد جودة، **إدارة المحافظ الاستثمارية** (الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع، 2010 . 135.

[2]. السيد إبراهيم الدسوقي، "التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية"" **مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة** المجلد الثالث (1990) . 64.

[3]. *Harry Markowitz, "Portfolio Selection," **The Journal of Finance**, Vol. 7, No. 1. (March 1952), p. 81.*

$$R_{I\,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} = \ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right)$$

فعلى سبيل المثال، بافتراض أن نصف الموارد المالية (50%) المخصصة للمحفظة قد تم توظيفها في استثمار يتوقع أن يدر عائدا قدره 6 ، وأن النسبة المتبقية قد تم توظيفها في استثمار يتوقع أن يدر عائدا قدره 10%، فإنه يمكن حساب معدل العائد المتوقع من هذه المحفظة على النحو التالي:

$$E(R_p) = 0.5(0.06) + 0.5(0.1) = 8\%$$

وتقاس مخاطرة المحفظة بتباين σ_p^2 العوائد المتوقعة لأصولها مرجحة بأوزانها ومعاملات ارتباطها. وكلما كان التباين منخفضا كان ذلك مؤشرا على انخفاض مخاطرة المحفظة. ويقاس تباين المحفظة (مخاطرتها) المكونة من أصلين ماليين بالمعادلة التالية:[1]

$$\sigma_p^2 = \chi_1^2\sigma_1^2 + \chi_2^2\sigma_2^2 + 2\chi_1\chi_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2$$

$$\sigma_p^2 = [\chi_1, \chi_2]\begin{bmatrix}\sigma_1 & 0\\ 0 & \sigma_2\end{bmatrix}\begin{bmatrix}1 & \rho\\ \rho & 1\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\sigma_1 & 0\\ 0 & \sigma_2\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\chi_1\\ \chi_2\end{bmatrix}$$

حيث: $\chi_1, \chi_2 \geq 0$ ، و $\chi_1 + \chi_2 = 1$ ، و $\sigma_p^2 \in [0, +\infty[$. ويرمز ρ إلى معامل الارتباط بين عائدي الأصلين. وطالما أن هذا الأخير يكون محصورا دوما بين ± 1، فيمكن التمييز بين ثلاث معادلات لحساب مخاطرة المحفظة المكونة من أصلين. حيث تتناسب مخاطرة المحفظة صعودا مع تزايد درجة الارتباط بين عوائد أصولها. وهي:

- $\rho = 1 : \sigma_p^2 = (\chi_1\sigma_1 + \chi_2\sigma_2)^2 \Rightarrow \sigma_p = \chi_1\sigma_1 + \chi_2\sigma_2$
- $\rho = 0 : \sigma_p^2 = \chi_1^2\sigma_1^2 + \chi_2^2\sigma_2^2$
- $\rho = -1 : \sigma_p^2 = (\chi_1\sigma_1 - \chi_2\sigma_2)^2 \Rightarrow \sigma_p = |\chi_1\sigma_1 - \chi_2\sigma_2|$

ففي الحالة الأولى، تكون مخاطرة المحفظة عند أعلى مستوياتها، وتتخذ دالة العائد والمخاطرة خطا مستقيما. بينما تكون أقل في الحالة الثانية، وتتخذ دالة العائد والمخاطرة في هذه الحالة شكل قطع مكا . أما في الحالة الثالثة فتكون عند أدني مستوياتها. وتتخذ دالة العائد والمخاطرة لهذه المحفظة شكل خط محدب.

وفي حالة وجود n أصل، تقاس مخاطرة المحفظة على النحو الآتي:[2]

---

[1].*Graeme West, "An introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAP-M, APT and Black – Litterman,"* ***Working Paper****, Financial Modelling Agency (June 26, 2006), p. 7.*

[2]. *Surianor Kamaralzaman, Fazilah Abdul Samad, Mansor Md. Isa, "Financial Integration and International Diversification Benefits: Cross Country Evidence from a Malaysian Perspective,", p. 17, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1639710 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1639710*

$$\sigma_p^2 = Var(R_p) = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} \chi_i \chi_j \sigma_{ij}$$

$$= \underbrace{\sum_{i=1}^{n} \chi_i^2 \sigma_i^2}_{i=j} + \underbrace{\sum_{i=1}^{n}\sum_{i=1}^{n} \chi_i \chi_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}_{i \neq j} \qquad / i = 1, 2, 3 \ldots n.$$

$$= \chi' \sum \chi$$

ويكتب شكلها المصفوفي على النحو الآتي:[1]

$$\sigma_p^2 = V = [V_1, V_2, \ldots, V_n] \begin{bmatrix} \sigma_{11}, & \sigma_{12}, & \cdots & \sigma_{1n} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ \sigma_{n1}, & \sigma_{n2} & \cdots & \sigma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix}$$

$$\sum \chi_i = 1 = 100\% \ ; \chi_i \geq 0$$

ويشير σ_{ij} إلى التباين المشترك لعائدي الورقتين أو الأصلين i وj على التوالي، حيث $\sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$. ويعبر ρ عن معامل الارتباط بين عائدي الورقتين i وj ، ويقاس بالنسبة $\left(\frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \right)$. في حين تمثل $\chi_i \chi_j$ جداء نسبتي الاستثمار في الورقتين i وj. وتسهيلا لعملية الحساب، يمكن الاستعانة بمصفوفة التباينات والتباينات المشتركة – *Variances Covariances Matrix* الموضحة في الجدول رقم 1.

الجدول رقم 1: مصفوفة التباينات والتباينات المشتركة لمحفظة ذات n أصل

	الأصل 1	الأصل 2	الأصل 3	...	الأصل n
الأصل 1	$X_1^2 \sigma_1^2$	$X_1X_2Cov_{1,2}$	$X_1X_3Cov_{1,3}$	...	$X_1X_nCov_{1,n}$
الأصل 2	$X_2X_1Cov_{2,1}$	$X_2^2 \sigma_2^2$	$X_2X_3Cov_{2,3}$	...	$X_2X_nCov_{2,n}$
الأصل 3	$X_3X_1Cov_{3,1}$	$X_3X_2Cov_{3,2}$	$X_3^2 \sigma_3^2$	...	$X_3X_nCov_{3,n}$
⋮	...	...	...	...	⋮
الأصل n	$X_nX_1Cov_{n,1}$	$X_nX_2Cov_{n,2}$	$X_nX_3Cov_{n,3}$	...	$X_n^2 \sigma^2_n$

***Source**: Forum de la Bourse pour les Nains, "Gestion du Risque: la Variance d'un Portefeuille,"*
http://www.bnains.org/risque/variance_portefeuille.html

وبينما يقيس الانحراف المعياري للمحفظة مخاطرتها الكلية، يقيس معامل بيتا β_p مخاطرة المحفظة غير القابلة للتنويع (المخاطرة المنتظمة). ويساوي ذلك المعامل المتوسط المرجح لمعاملات بيتا للأصول الفردية β_j على النحو المبين أدناه.

---

[1]. *Harry M. Markowitz, **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments** (New York: Wiley & Sons, Inc. 1959), p. 172.*

ونظريا، يمكن تفسير معاملات بيتا للمحافظ بنفس كيفية تفسير معاملات بيتا للأصول الفردية، طالما أنها تعبر عن درجة تفاعل عائد المحفظة إزاء تغيرات السوق.[1]

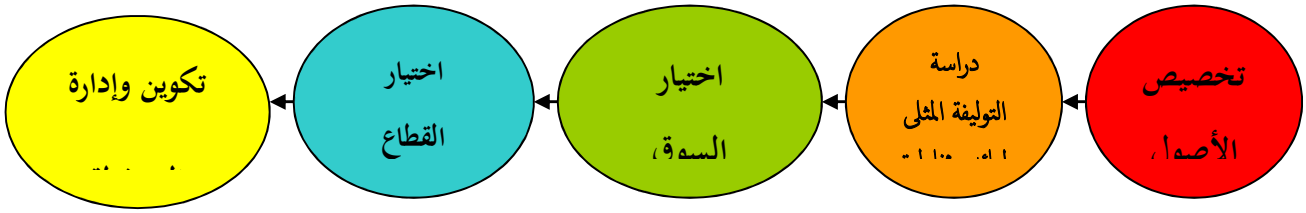
$$\beta_p = \chi_1\beta_1 + \chi_2\beta_2 + \cdots + \chi_n\beta_n = \sum_{j+1}^{n} \chi_j \beta_j$$

3. تكوين وإدارة المحفظة الاستثمارية

يتطلب تحقيق الكفاءة الاقتصادية ضرورة اتصاف معاملات المستثمرين بالرشادة الاقتصادية التي تتجلى في سعي المستثمرين نحو تعظيم منفعتهم الاستثمارية باستخدام الموارد المتاحة. ويؤدي تحسن إدارة المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية إلى تعظيم منافع الاستثمار في الأوراق المالية والتقليل من مخاطره. ويوضح الشكل 7 منهجية تكوين محفظة الاستثمار في الأصول المالية كمدخل اقتصادي لتخصيص الاستثمارات.

الشكل رقم 7

خطوات تكوين المحفظة الاستثمارية



المصدر: محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقيم الأسهم والسندات** (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998)، ص ص. 13 - 14.

تبتدئ هذه المنهجية بمرحلة تخصيص الأصول *Assets Allocation* المكونة للمحفظة وتنتهي بمرحلة تكوين وإدارة المحفظة. وتقتضي عملية تخصيص الأصول معرفة الأصول الواجب الاستثمار فيها ونسبة رأس المال المخصصة لكل أصل مالي. ويأخذ تخصيص الأصول ثلاثة أنواع هي: التخصيص الاستراتيجي، والتخصيص الديناميكي والتخصيص التكتيكي. ويقصد بالتخصيص الاستراتيجي *Strategic Allocation* قيام المستثمر بتخصيص نسب ثابتة من المحفظة للاستثمار في الأصول المختلفة لفترة عادة ما تكون طويلة، على أن يتم إحلال الأصول المكونة للمحفظة من فترة لأخرى مع الحفاظ على النسب المخصصة لكل أصل. في حين يشير التخصيص الديناميكي أو التوزيع النشط للأصول *Active Allocation* إلى قيام المستثمر بتعديل التوزيع النسبي لمخصصات المحفظة وفقا لتغير الظروف المحيطة بالسوق، كالتضخم ومعدلات الفائدة، والدورة الاقتصادية.[2] أما التخصيص التكتيكي *Tactical Allocation* فيشير إلى التوزيع النسبي لأصول المحفظة تبعا للتنبؤ بتغيرات السوق قصيرة الأجل.[3] ويعتمد تخصيص الأصول على هدف المستثمر، ومدى بغضه للمخاطرة والإطار الزمني لاستثماره وحاجته للسيولة.

---

[1]. *Lawrence Gitman, Michael Joehnk,* ***Investissement et Marchés Financiers****, 9e Edition (France: Pearson Edition, 2005), p. 188.*

[2]. مطر، مرجع سابق، ص. 109.

[3]. الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، مرجع سابق، ص. 114.

فبافتراض أن القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية x تبلغ نحو 300 ألف دولار، خصص منها مبلغ 900 ألف دولار للاستثمار في أصول خالية من المخاطر (أذون الخزينة)، وقد تم توظيف الباقي (210000$) في شراء أوراق مالية ذات مخاطرة متفاوتة الشدة، إذ تم استثمار نحو 113400$ في أسهم عادية، ونحو 96600$ للاكتتاب في السندات. وتعني هذه الحصص أن نسبة الاستثمار في الأسهم هي بنحو 54 ؛ (113400 ÷ 210000)، و46 بالنسبة للسندات؛ (96600 ÷ 210000). أما النسبة الكلية للاستثمار في الأصول الخطرة فتبلغ نحو 70 ؛ (210000 ÷ 300000)، في حين أن نسبة الاستثمار في الأصول الخالية من المخاطر فتبلغ نحو 30 ؛ (90000 ÷ 300000).

فلو أن المستثمر قرر تخفيض درجة المخاطر غير المنتظمة، وذلك بتخفيض نسبة الاستثمار في الأصول الخطرة من نحو 70% إلى نحو 56 ، بحيث تصبح قيمة الاستثمار في هذه الأصول 168000$؛ (القيمة الإجمالية للاستثمار × 56 %) بدلا من 210000$، وهو ما يعني بيع ما قيمته 42000$ من الأصول الخطرة، على أن يستخدم الناتج من التصريف في شراء الأصول الخالية من المخاطر. ويعني ذلك أن الأصول الخالية من المخاطر ستصبح قيمتها 132000$.

كما يستطيع المستثمر أن يقوم بعملية إحلال أصول المحفظة دون المساس بالنسب الأصلية للاستثمار في الأصول الخطرة، وذلك ببيع حصة من الأسهم المملوكة بقيمة كلية قدرها 22680$؛ (54% × 42000) وسندات بقيمة 19320$؛ (42000 × 46%). ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

$$N = (113400 - 27680) + (96600 - 19320) = 90720 + 77280 = \$168000$$

حيث تمثل N إجمالي القيمة المستثمرة في الأصول الخطرة بعد إجراء عملية الإحلال للأصول المكونة للمحفظة. وبعد هذا الإحلال تصبح نسب الاستثمار في الأصول متفاوتة المخاطرة على النحو الآتي:

- نسبة الاستثمار في الأسهم 54 ؛ (90720÷168000).

- نسبة الاستثمار في السندات 46 ؛ (77280÷168000).

وما إن تنتهي عملية تخصيص الأصول المكونة للمحفظة، حتى تبتدئ مرحلة جديدة في مسار البناء، وهي دراسة العوائد والمخاطر المختلفة للأصول المكونة للمحفظة كمحددين أساسيين في عملية تخصيص الاستثمارات، بتحديد مكوناتها ومصادرها وقياس حجمها ورصد تأثيراتها المحتملة على التدفقات النقدية للاستثمار، وهو ما يسمى بالجانب الفني لتخصيص الأصول الرأسمالية.

فإذا أراد مستثمرا ما تكوين محفظة متباينة المخاطر في ظل معدل عائد متوقع على المحفظة ($E(R_p)$ قدره 15 ؛ (معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_F) 7% + معدل العائد مقابل المخاطر 8%)، وانحراف معياري σ_p قدره 22 ، فإنه يمكن أن يأخذ توزيع المستثمر لموارده المالية على البدائل الاستثمارية الممكنة ثلاثة سيناريوهات محتملة هي:

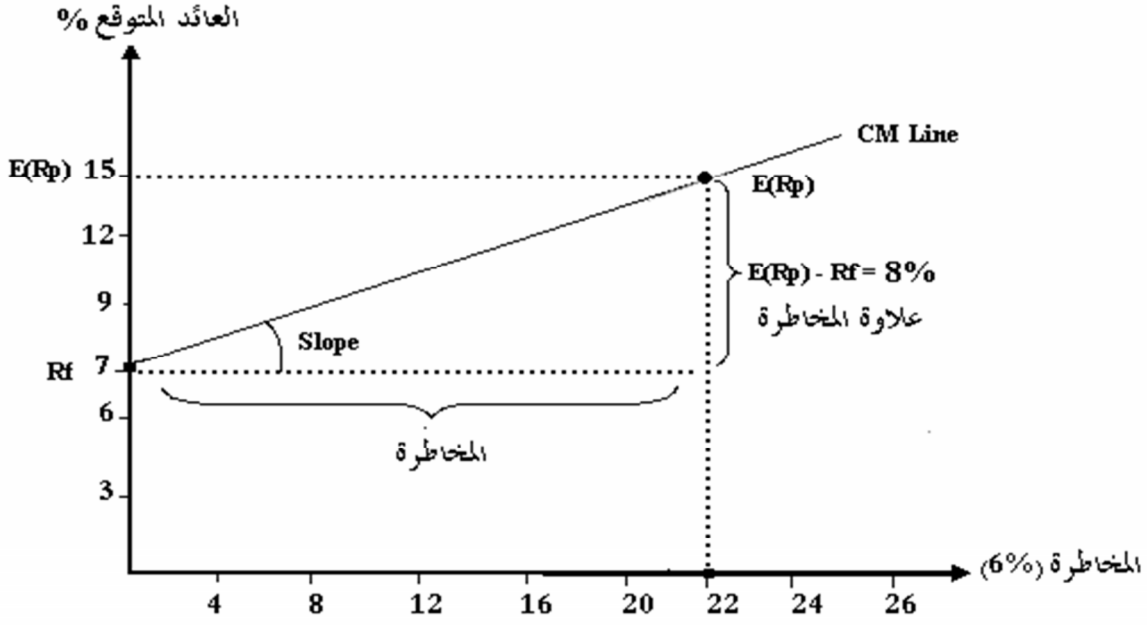
- إما استثمار كل الأموال في الأصول متباينة المخاطر، وعندها تصبح مخاطر المحفظة مساوية للواحد الصحيح. وهذا يعني بالتبعية أن معدل العائد والانحراف المعياري للمحفظة سيساوي 15 و22 على التوالي كما هو موضح في الشكل رقم 5؛

- أو إما استثمار كل الأموال في الأصول الخالية من المخاطر، وعندئذ يصبح المبلغ المستثمر في الأصول الخطرة مساويا للصفر. ويصبح بذلك معدل عائد المحفظة المكونة من أصول خالية من المخاطر نحو 7 بانحراف معياري معدوم. ولا شك أن السيناريو الأول والثاني مرفوضان؛

- أما السيناريو الثالث الذي يمثل الخيار المقبول، فيقتضي دمج الخيارين الأول والثاني معا، وذلك بتوزيع الموارد المالية بالتساوي على كل من الأصول الخطرة والأصول الخالية من المخاطر. وبالتالي، يصبح معدل العائد المتوقع للمحفظة 11 ؛ ($E(R_p)$ = 50%(7%) + 50%(15%)). ويعني هذا أن مقابل أو بدل المخاطرة لهذه المحفظة سيصبح مساويا لنحو 4%؛ (11% - 7%)، وهو ما يعادل نصف علاوة المخاطرة في حالة الاستثمار في الأصول الخطرة.

ويبدو مما سبق أن إحلال الأصول الخالية من المخاطر محل الأصول الخطرة قد أدى إلى تخفيض المخاطر بصفة عامة، وأدى أيضا إلى تخفيض علاوة المخاطر بصفة خاصة بنسبة 50 . ويمكن تلخيص النتائج السابقة في الشكل 5.

الشكل رقم 5: خط تخصيص الاستثمارات



يوضح هذا الشكل خط تخصيص رأس المال للمحفظة الاستثمارية The Capital Allocation Line i الذي يعبر عن العلاقة بين المخاطر والعائد للبدائل الاستثمارية المختلفة. ويعكس ميل هذا الخط The Slope of CML الزيادة في العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر مقابل كل وحدة إضافية من المخاطر المحتملة. ويلاحظ أن هذا المقابل هو واحد بالنسبة لجميع المحافظ الاستثمارية الواقعة على طول هذا الخط، والتي تمثل مجموعة المحافظ الكفء، وذلك على الرغم من تفاوت توليفة العوائد والمخاطر من محفظة لأخرى كما يوضحه الجدول التالي.

	العائد المتوقع	مقابل المخاطر	الانحراف المعياري	الميل (معدل العائد مقابل المخاطرة)	
المحفظة x	%15	%8	%22	22/8	%36
المحفظة y	%11	%4	%11	11/4	%36

ويلاحظ على بيانات هذا الجدول تساوي معدل العائد مقابل المخاطر لـ المحفظتين (36%) على الرغم من اختلافهما في معدل العائد المتوقع ودرجة المخاطرة ممثلة بالانحراف المعياري. ويعبر الخط المستقيم في الشكل أعلاه عن وضع التوازن أو

وضع التسعير الكفء للأصول الرأسماليـ ـة، والذي يقضي بمكافأة المستثمر بعدالة عن كل مستوى من مستويات المخاطرة المنتظمة التي تحملها فعلا. بمعنى آخر، يمثل ميل الخط المستقيم CML في هذا الشكل سعر التوازن لمخاطر المحافظ المثلى، أي العائد الإضافي الذي يطلبه السوق مقابل كل وحدة مخاطرة إضافية.

وتلي هذه المرحلة خطوة أخرى لا تقل أهمية من سابقتها وهي اختيار السوق المناسبة، ويتوقف ذلك الاختيار على توصيات التخليل الأساسي للسوق المستهدفة. وهو أسلوب متكامل يتمحور حول دراسة الأوضاع الاقتصادية والسياسية الكلية المحيطة بالسوق، ثم دراسة القطاعات المكونة لاقتصاد الدولة، انتهاء بتحديد الشركات والأنشطة الاقتصادية الأكثر ربحية.

وبتجميع مصفوفة المعلومات الضرورية عن السوق والشركات المطلوبة، تتكون لدى المستثمر أولى عناصر اتخاذ القرار، وهي الشروع في تكوين المحفظة الاستثمارية. ويرتكز تكوين المحافظ على استعداد المستثمر لتملك الأدوات المالية ذات درجة عالية من المخاطرة بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن، أو اعتماده أسلوبا متحفظا في الاستثمار مخاطرة وعائدا. ونظرا لتباين الأدوات المالية من حيث العائد والمخاطرة، فإنه لابد من تحقيق توازن بين الاثنين ووضع حد أقصى لمخاطر الاستثمار من خلال عملية إدارة المخاطر. كما يجب التركيز على علاقة هذه الأدوات بمستويات السيولة والعوائد والمخاطر ومدى ملاءمتها لكل وضع. حيث تتحدد استراتيجيات الاستثمار مع تحديد المحفظة الكفؤة للمستثمر من خلال:[1]

- تحديد الفرص الاستثمارية بهدف تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة للمستثمر. ويتم تحديد تلك الفرص بتحليل درجة العائد والمخاطرة المتوقعة من كل فرصة استثمارية، وماهية الاستثمارات التي يجب إدراجها في المحفظة، ومن ثم تحديد نسبة الاستثمار لكل أصل في المحفظة؛

- تحديد توليفات العائد والمخاطرة للمحافظ الكفؤة المختارة. فالاستثمار الذي يحقق درجة أعلى من العائد لنفس المخاطرة التي يتعرض لها غيره يعتبر استثمارا مفضلا، وهكذا ينحصر اختيار المستثمر في تلك المحافظ المثلى التي تحقق التوصيف المذكور.

- اختيار المحفظة الكفؤة، حيث يقوم المستثمر باختيار المحفظة التي تلائم تفضيلاته الشخصية فيما يتعلق بدرجة المخاطرة التي يمكنه تحملها والمنفعة المتوقعة من الفرص الاستثمارية الممكنة.

وعند الشروع في إدارة المحفظة، من الضروري أن يتم تقييم محتويات المحفظة ومتابعة أوضاع صناديق الاستثمار المحلية والعالمية. إذ يجب أن يكون القرار الاستثماري في المحفظة مدروسا ومبنيا على التوقعات المستقبلية لأداء الأوراق المالية المملوكة وغير المملوكة. وذلك من أجل تحديد التوقيت المناسب للبيع والشراء حسب الاستراتيجية الاستثمارية المعتمدة.

وقد تكون قلة الخبرة وربما ضيق الوقت عائقان في سبيل تحقيق المستثمر لأهدافه، لذلك يستحسن توكيل الأفراد غير المتخصصين في إدارة المحافظ جهات مناسبة للقيام نيابة عنهم بهذه المهمة، أو الدخول في استثمارات صناديق استثمارية متخصصة لها من المزايا والباع الطويل في إدارة المحافظ العامة قلما تتوفر عليه الجهات المسؤولة على المحافظ الخاصة.[2]

---

[1]. آلان بيفاني، "تطوير الأسواق المالية: التقييم والتقلب، اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة،" **سلسلة الخبراء**، العدد 39، المعهد العربي للتخطيط (مارس 2011). 28.

[2]. المرجع نفسه، ص. 29.

وتتحدد السياسة الاستثمارية الملائمة من خلال أهداف المستثمر من المحفظة من حيث مستوى العائد المتوقع والمستهدف، ودرجة المخاطر التي يقبل بها، والسيولة التي يحتاجها، والفترة التي ينوي الاستثمار فيها، إضافة إلى توزيع الأموال المستثمرة بين شتى فئات الاستثمار، وتوزيع الاستثمارات بين أنواع الفئة الواحدة من الاستثمارات. وتعتبر الإدارة الاستثمارية أحد العناصر الرئيسية في تحديد السياسة الاستثمارية. وفي هذا السياق، هناك ثلاثة أنواع رئيسة من السياسات الخاصة بإدارة المحافظ، وهي:[1]

أ. السياسة الهجومية: تهدف هذه السياسة إلى تعظيم الأرباح مع عدم الاكتراث بحجم المخاطر المحدقة بالاستثمار. وتقوم على قبول مخاطر أعلى من المتوسط أملا في تحقيق عوائد أعلى من المتوسط. وتضم المحافظ المكونة بناء على هذه السياسة على الأدوات الاستثمارية عالية المخاطر المتسقة مع العوائد المرتفعة ٔسهم الشركات القيادية.

ب. السياسة الدفاعية: وتقوم على أسلوب التحوط والحذر في توزيع محتويات المحفظة مع تجنب المخاطر الكبيرة وقبول مستوى منخفض ومستقر من العوائد المنتظمة. وتوصي هذه الاستراتيجية بالاستثمار في أدوات الدخل الثابت والمضمونة كالسندات الحكومية وأذونات الخزانة والأسهم الممتازة.

جـ. السياسة المتوازنة: وتجمع بين الإستراتيجيتين الهجومية والدفاعية، إذ تقوم على تكوين محفظة مالية مأمونة المخاطر مكونة من أدوات استثمارية ذات عائد مضمون مع تفادي التعرض للمخاطر العالية. وتركز هذه السياسة على الاستثمار في أدوات قصيرة الأجل ذات سيولة عالية ٔذونات الخزينة بجانب أدوات الاستثمار طويلة الأجل كالسندات الحكومية والعقارية.[2]

III. نموذج ماركويتز في المحافظ الكفؤة

1. الفرضيات والأسس

استطاع ماركويتز بفضل أعماله الرائدة في حقل نظرية التمويل الحديثة أن يدخل مفهوما جديدا إلى أدبيات الاستثمار في المحافظ، محدثا بذلك تغييرا جذريا في ممارسة طرق الاستثمار، وتحولا في ذهنية المستثمرين من التفكير في الأوراق المالية الفردية إلى التفكير فيها كمجموعة. ويأتي في مقدمة هذا التغيير إعادته للاعتبار لدور المحلل المالي في تقييم بيانات الاستثمار المحفظي، إلى جانب تركيزه على فكرة المحافظ الكفأة على حساب فكرة الأسواق المالية الكفأة.

وعلى غرار كل النماذج المالية، فإن اختيار المحفظة وفقا للنموذج الماركويتزي يستند إلى عدة فرضيات بعضها مرتبط بسلوكيات الأفراد، والبعض الآخر يعكس حالة عدم التأكد المحيطة بقرار الاستثمار. وهذه الفرضيات هي:[3]

- وجود فترة واحدة للاستثمار، ما يعني ثبات عائد ومخاطرة الاستثمار في الأصول بين بداية ونهاية هذه الفترة.
- يتأسس تحليل المحفظة على العزمين المتمثلين في المتوسط وتباين عائد المحفظة.
- تتطور أسعار الأصول في الأسواق المالية عشوائيا وفق قانون احتمالي.

---

[1]. الاستثمارات والأسواق المالية . 224.

[2]. هيئة الأوراق المالية والسلع، أوراق مالية، العدد الخامس (نوفمبر 2010) (من كتاب المحافظ الاستثمارية)، ص. 11.

[3].*Maroua Mehiri, "Choix de Portefeuilles Internationaux: Diversification, Attitude Face aux Risque et Barrières à l'Investissement," (Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Centre de Recherche Thema, U. F. R. Economie te Gestion, Université de Cergy – Pontoise, 5 Avril 2011), p. 17.*

يبني الأفراد المبغضين للمخاطرة محافظهم بما يعظم منفعتهم المتوقعة من رواتهم. وتعبر تلك المنفعة عن دالة متزايدة في الثروة الفردية المحددة بالعائد المتوقع على المحفظة ودرجة مخاطرتها. وتتخذ المنفعة المتوقعة المصاحبة للمداخيل المستقبلية الصيغة التالية:

$$E\left(U\left(W\right)\right) = \sum_{i} p_i U\left(\omega_i\right)$$

حيث $E\left(U\left(W_i\right)\right)$ دالة المنفعة المتوقعة، و p_i احتمال الحصول على الثروة ω_i في نهاية الفترة.

تأسيسا على ما سبق، فإن المحافظ الناتجة عن تعظيم منفعة المستثمر هي من التعريف محافظ كفأة. وتعني المحفظة الكفؤة *Efficient Portfolio* حسب تعريف ماركويتز كل تشكيلة من الأدوات الاستثمارية التي تتميز بمخاطرة (تباين V) أقل من أجل عائد (E) محدد أو عائد أعلى، أو تلك التي تمتاز بعائد أكبر من أجل مستوى مخاطرة معين أو مخاطرة أقل. وتشكل مجموعة المحافظ الكفؤة ما يعرف بمنحى الاستثمارات الكفؤ، الذي يتألف من المنحنى المحدب *Convex Envelop* المشتمل على كافة المحافظ الممكنة وذات الكفاءة والسيادة *Dominance* على غيرها من المحافظ التي لا تحقق القيدين المذكورين، على غرار المحافظ الممكنة التي تقع دون هذا المنحنى. ومن الممكن أن تقع محافظ كل المستثمرين على طول هذا المنحى في حالة واحدة، وهي تماثل خياراتهم وتوقعاتهم بشأن عوائد ومخاطرة المحافظ المالية المحددة في إطار ما يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية المتوازن.[1]

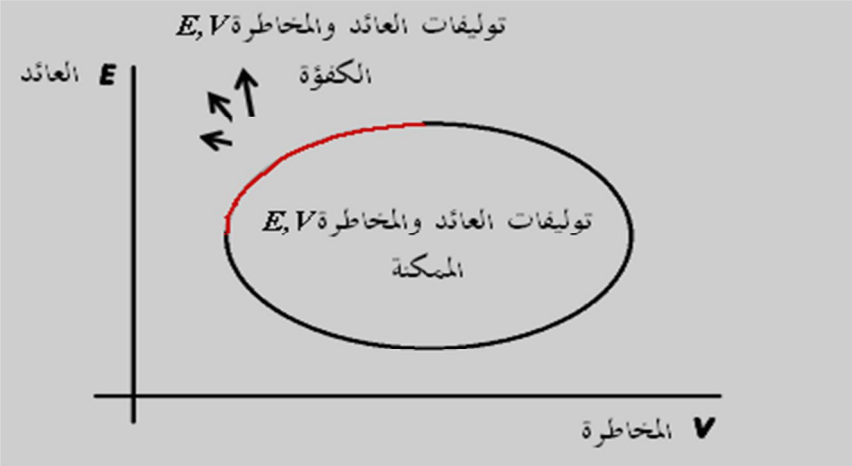
وعلى ضوء التوزيع الاحتمالي للعائد والمخاطرة الخاصة بكل أصل مالي (μ_i, σ_{ij})، بإمكان المستثمر اختيار التوليفات المختلفة من العائد E والمخاطرة V التي تتماشى وتفضيلاته بشأن المحفظة المستهدفة وبغضه للمخاطرة. فإذا كانت مجموعة التوليفات الممكنة من العائد والمخاطرة الخاصة بكل محفظة هي كما يوضحها الشكل رقم 2، فإنه طبقا لنموذج العائد والتباين، على المستثمر الرشيد أن يختار واحدة من المحافظ التي تمنحه التوليفات الكفؤة من العائد والمخاطرة. أي تلك الخط الواقعة على طول القطع المكا المشار إليه باللون الأحمر. ويعتبر هذا الشرط من أهم شروط سياسة التنويع الأمثل.

وبأخذ بعين الاعتبار منحنيات السواء *Indifference Curves* لدوال المنفعة المتولدة من الثروة الناتجة عن الاستثمار في المحافظ؛ تتحدد المحافظ (الاستثمارات) المثلى هندسيا بنقطة تماس الحد الكفؤ *Efficient Frontier* (حد الميزانية) مع أعلى منحنيات السواء لدالة المنفعة المثلى، أي تلك النقطة التي يبدأ فيها ميل منحى المحافظ الكفؤة في الزيادة بمعدل متناقص (انظر النقطة M في الشكل 3). ويعني ذلك أن اختيار المستثمر للمحافظ المتاحة ينبغي أن يقع على تلك المحافظ التي تحقق له أفضل مقايضة بين العائد والمخاطرة، أو أفضل مستوى إشباع. ويوضح الخط المستقيم الرابط بين النقطتين R_f وM تلك التوليفات الخطية لعائد ومخاطرة المحفظة المثلى المشكلة من الأصول الخطرة والخالية من المخاطرة. وطالما أن تفضيلات المستثمر لدرجة المخاطرة ودوال منافعهم مختلفة، فإن اختياراتهم للمحافظ ستختلف أيضا من مستثمر لآخر.

الشكل رقم 2

توليفات العائد والمخاطرة الممكنة والكفؤة

[1] . *Noel Amenc, Véronique Le Sourd,* ***Portfolio Theory and Performance Analysis*** *(England: John Wiley & Sons Ltd, 2003), p. 81.*



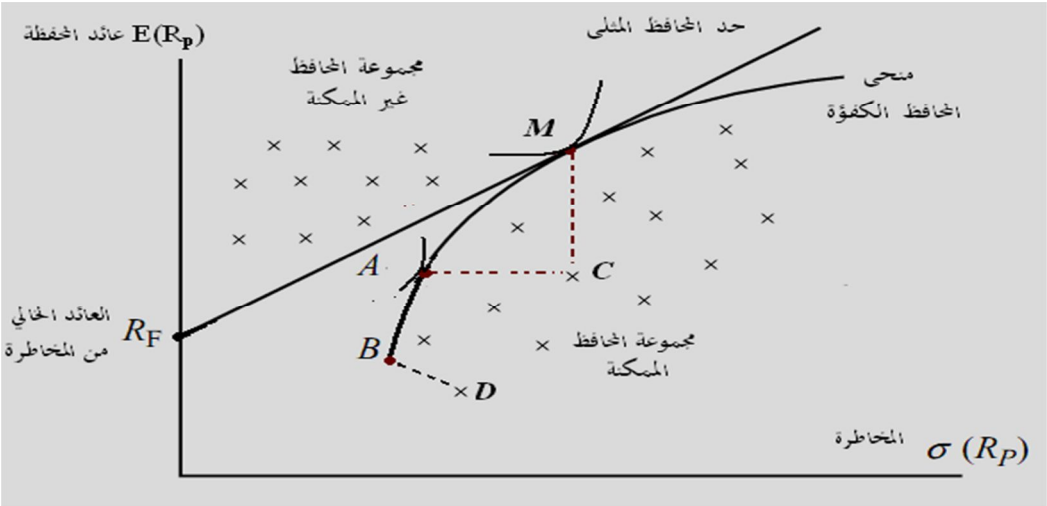
***Source**: Harry Markowitz, "Portfolio Selection," **The Journal of Finance**, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952). p. 82.*

وبمقارنة الاستثمار M بالاستثمار Cيتضح أن منها يحمل درجة المخاطرة عينها بينما يحقق M عائدا أعلى من C. لكن بمقارنة الاستثمار A بالاستثمار C يتضح أن الاستثمار A أفضل من C لتحقيقه نفس العائد ودرجة مخاطرة أقل. وتعميما، فإن الاستثمارات الواقعة على طول المنحنى هي استثمارات كفؤة. وهي مجموعة النقط B A M وغيرها. ولا تدخل ضمنه مجموعة الاستثمارات غير الممكنة *Infeasible Sets* الواقعة فوق المنحنى، أو الاستثمارات الممكنة *Feasible Sets* الواقعة دونه وحتى أسفل النقطة B.

يتوقف اختيار المستثمر لإحدى الاستثمارات الواقعة على المنحى على منفعته ودرجة بغضه للمخاطرة. وبما أن لكل مستثمر منحى سواء يختلف عن الآخرين، فقد وقع اختيار المستثمر على الاستثمار M الملامس لمحنى السواء الخاص به والمحقق لأقصى إشباع. وكلما كان المنحنى أشد ميلا كان المستثمر أكثر تجنبا للمحافظ ذات المخاطرة العالية. والفرق بين المستثمر M والمستثمر A في الشكل أن المستثمر الثاني أكثر بغضا للمخاطرة من المستثمر الأول ولذلك اختار النقطة A لأنها أقل مخاطرة وعائدا.

الشكل رقم 3

الحد الكفؤ *Efficient Frontier* للمحافظ متباينة المخاطر



***Source**: Noel Amenc, Véronique Le Sourd, **Portfolio Theory and Performance Analysis** (England: John Wiley & Sons Ltd, 2003), p.* 96.

وسعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية** (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998)، ص ص. 165 – 167.

2. معالجة مشكلة التعظيم والتدنية في ظل نموذج ماركويتز

إذا كانت المشكلة الاقتصادية تتلخص في ندرة الموارد وتزايد الحاجات، فإن مشكلة الاستثمار لدى ماركويتز ليست أساسا مشكلة اختيار الأصول، بقدر ما هي مشكلة التوزيع الأمثل للموارد المالية، أي تحديد الأوزان النسبية لمختلف نوعيات الأصول المشكلة للمحفظة والمحققة للتنويع الأمثل، وصولا بالمحفظة إلى الحد الكفؤ الذي يسمح بتعظيم عائدها، أو تخفيض مخاطرتها إلى أدنى مستوى. فالجزء المستثمر في كل أصل مالي داخل المحفظة لا يتم تحديده بطريقة عشوائية بل يخضع لنمذجة رياضية. وتعد هذه المشكلة من بين المسائل الأكثر تعقيدا التي سعى نموذج ماركويتز لحلها.

ومثلما أشار ماركويتز في مقدمة مقاله *"Efficient Portfolio Selection"* ، لا تخرج هذه المسألة عن كونها حل لمشكلة البرمجة التربيعية *Quadratic Programming Problem* التي تتلخص في تدنئة مخاطرة المحفظة بتخفيض تباينها عند حد معين من العائد، أو تعظيم هذا الأخير عند مستوى معين من المخاطرة. فالتعامل يكون مع نواتج ضرب متغيرين مثنى مثنى، حيث يرتبط تعظيم العائد بتدنية درجة المخاطرة التي تتعلق حساباتها بكميات تربيعية. ويتم حل مشكلة التوزيع الأمثل لموارد المحفظة بالتزامن مع حل مشكلة تقليل المخاطرة إلى أدنى حد لها، أو بتعظيم عائدها إلى أقصى حد. وبشكل عام، يتشكل حل النموذج من الشروط التالية:[1]

$$MinVar(R_p) \quad \text{دالة الهدف}$$

$$\text{القيود:} \quad {}^*E(R_p) = E\,{}^*\chi_i \geq 0 \quad ;\ {}^*\sum_{i=1}^{n}\chi_i = 1$$

وتشتمل خوارزمية حساب الحد الكفؤ على إيجاد الأوزان النسبية الخاصة بالأصول المكونة للمحفظة. ويمكن إيجاد تلك الأوزان في ظل نموذج ماركويتز مع افتراض غياب البيع على المكشوف بإحدى طريقتين وهما:[2]

- إما تدنية *Minimisation* مخاطرة المحفظة من أجل مستوى عائد معين. ويصاغ هذا الهدف رياضيا مع القيود المفروضة على النحو الآتي:

$$\begin{cases} Min\ \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{i=j}^{n}\chi_i\chi_j\sigma_{ij}\cdots\ objective\ \ function \\ \sum_{i=1}^{n}\chi_i E(R_i) = E(R_p)^*\cdots return\ constra\,\text{int} \\ \sum_{i=1}^{n}\chi_i = 1\cdots budget\ \ constra\,\text{int} \\ \chi_{i\geq 0} \end{cases}$$

- أو تعظيم *Maximisation* عائد المحفظة من أجل مستوى مخاطرة معين. ويصاغ هذا الهدف رياضيا مع قيوده بالشكل التالي:

---

[1] . *Ibid., p. 82.*

[2]. *Mehiri, Op. Cit., p. 18.*

$$\begin{cases} Max\ E(R_p) = \sum_{i=1}^{n} \chi_i E(R_i) \cdots objective\ \ function \\ \sum_{i=1}^{n}\sum_{i=j}^{n} \chi_i \chi_j \sigma_{ij} = (\sigma_p^2)^* \cdots risk\ constra\text{int} \\ \sum_{i=1}^{n} \chi_i = 1 \cdots budget\ constra\text{int} \\ \chi_{i \geq 0} \end{cases}$$

وتحل المشكلة الأولى باستخدام مضاعف لقرانج *Lagrange Multiplier* المعطى بالصيغة:

$$Min\ L = \sum_{i=1}^{n}\sum_{i=j}^{n} \chi_i \chi_j \sigma_{ij} + \lambda_1 \left(\sum_{i=1}^{n} \chi_i E(R_i) - E(R_p) \right) + \lambda_2 \left(\sum_{i=1}^{n} \chi_i - 1 \right)$$

وباستخراج المشتقات الجزئية لـ الة L بالنسبة لـ Xi و λ_s ثم مساواتها بالصفر، يمكن الحصول على شعاع الأوزان النسبية *Proportions* المثلى الواجب استثمارها في كل أصل. وتستخدم تلك الأوزان في بناء الحد الكفؤ الذي يختار منه المستثمر محفظته المفضلة والمتسقة مع منحنى منفعته ودرجة بغضه للمخاطرة.

ورغم أن ماركويتز يعد عراب المالية الحديثة، إلا أن نموذجه في اختيار المحافظ (التعظيم) لم يسلم من سهام النقد. ومن ذلك القول بأنه لا يصلح إلا للتفسير النظري لمشكلة اتخاذ القرار تحت حالة اللايقين، ولعل ذلك يرجع إلى الكم الهائل من البيانات والعمليات الحسابية التي يتطلبها لتجهيز المدخلات (حساب عوائد الأصول والتباينات والتغاير، وتحديد الأوزان النسبية للاستثمارات)، سيما في حالة زيادة عدد الأدوات الاستثمارية المرشحة لـ خول في المحفظة. فإذا كان لدى المستثمر مثلا الرغبة في الاستثمار في عشرة أسهم لعشر شركات مختلفة، فلا بد من تحديد العائد المتوقع والتباين والتغاير لكافة هذه الأدوات، وسيصل عدد المحافظ الممكن تشكيلها - بحسب قانون التوفيقات - إلى 92378 محفظة.[1]

ولحل هذه المشكلة والحصول على المحافظ الكفؤة، كانت هناك ضرورة لتطوير العديد من النماذج المستوحاة من الخلفية النظرية التي أرساها **ماركويتز**. وكان من بين تلك النماذج، نموذج الميل أو خط الانحدار **لوليام شارب** *W. Sharpe*. ومن مميزات هذا النموذج أنه لا يستلزم إلا عددا ضئيلا من المعلمات، إضافة إلى استغنائه عن تقدير معاملات الارتباط بين أزواج الأصول المختلفة، واكتفائه بربط تغيرات العائد من أي أصل بعائد مؤشر السوق طبقا لأساليب تحليل الانحدار.[2]

IV. قياس أداء المحافظ

ينبع النقاش حول جدوى استراتيجية الاستثمار النشطة والجامدة من قضية جوهرية وهي قدرة الإدارة النشطة للاستثمارات المحفظية على تحقيق قيمة مضافة في أفق زمني معين. فإذا ما استطاع مدراء الاستثمار تحقيق قيمة مضافة تفوق عوائد مؤشر السوق فعندئذ تكون استراتيجيات الاستثمار النشطة جديرة بالتثمين على حساب استراتيجية الاستثمار الجامدة. ويصبح للتقييم في هذا الإطار معنى شكل من أشكال الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء مدير المحفظة. وللوقوف على أداء المحافظ ومن ثم تقييم نجاعة استراتيجيات الاستثمار، ابتكرت عدة مقاييس وهي:

---

[1]. الدسوقي، "التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية،" مرجع سابق، ص. 64.

[2]. *Hannes Marling, Sara Emanuelsson, "The Markowitz Portfolio Theory," (November 25, 2012), p. 5. downloaded at: http://www.math.chalmers.se/~rootzen/finrisk/gr1_HannesMarling_SaraEmanuelsson_MPT.pdf*

1. نسبة شارب *Sharpe Ratio*:

صمم هذا المقياس من طرف الاقتصادي وليام شارب. ويقيس عائد الاستثمار مقابل كل وحدة واحدة من مخاطرة الورقة أو المحفظة. وتعطى صيغته بالشكل التالي:

$$S_p = \frac{\tilde{E}(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

حيث يرمز S_p إلى نسبة شارب للمحفظة p، وRp العائد السنوي للأصل، بينما يرمز Rf إلى معدل العائد السنوي الخالي من المخاطرة. ويعبر الانحراف المعياري σ_p عن المخاطرة المطلقة للاستثمار في الأصل p. أما المقدار (Rp - Rf) فيشير إلى عائد المحفظة مقابل المخاطرة، وتدعى بعلاوة المخاطرة. وكقاعدة، كلما كانت قيمة النسبة S_p لمحفظة ما أكبر مقارنة مع محفظة أخرى كلما دل ذلك على أدائها الجيد.[1]

2. نسبة المعلومة *Information Ratio*:

على غرار نسبة *Sharpe*، تقيس نسبة المعلومة للمحفظة العائد الزائد للاستثمار مقابل كل وحدة واحدة من المخاطرة، مع اختلاف بسيط يتمثل في إحلال العائد على مؤشر السوق محل العائد الخالي من المخاطرة على النحو أدناه:[2]

$$IR_p = \frac{\tilde{E}(R_p) - \bar{R}_m}{\sigma_{ER}}$$

حيث تعبر IR_p عن نسبة المعلومة للمحفظة، وR_p العائد السنوي للمحفظة، R_m العائد المعياري السنوي لمؤشر السوق، بينما يشير σ_{ER} إلى مقدار الانحراف المعياري السنوي للعائد الزائد. ومن المفيد الإشارة هنا إلى أن هذه النسبة قد صممت بكيفية تسمح بقياس مدى قدرة مدير المحفظة على توليد عوائد زائدة بالنسبة لكل وحدة واحدة من المخاطرة المعيارية.

3. مؤشر ترينور *Treynor Index*:

يعبر مؤشر ترينور عن مقدار مكافأة عائد المحفظة لكل وحدة واحدة من مخاطرتها المنتظمة والمعبر عنها بمعامل β. وقد تم إحلال هذا المعامل في مكان مقياس المخاطرة المطلقة σ_{ER} بمبرر أن تنويع المحفظة يسمح بالتخلص كلية من المخاطرة غير المنتظمة، فلا تبقى أمام المستثمر سوى المخاطرة المنتظمة غير القابلة للتنويع، وهو الجزء الجدير بالتعويض والمكافأة. ويحسب هذا الأخير بالعلاقة:[3]

$$T_p = \frac{\tilde{E}(r_p) - r_f}{\beta_p}$$

4. معامل ألفا أو جنسن *Alpha Coefficient*:

هو مقياس للفرق بين معدل العائد الفعلي R_a على الاستثمار والعائد المتوقع المتسق مع مستوى المخاطرة المنتظمة غير القابلة للتنويع. ويحسب معامل ألفا رياضيا بالعلاقة التالية:[4]

$$\alpha_p = R_p - E(R_p)$$

---

1. *Charles Q. Broker, "Asset Allocation Analyst," **Document de Travail**, ABC Brokerage Report (10/01/2012), p.19.*

2. *Ted A. Ponko, "Adding Value in Fund Evaluation: Alpha, Sharpe Ratio, and Information Ratio," **Advisor Perspectives Newsletter**, North Carolina (2007), p. 6. www.advisorperspectives.com*

3. *Steve Ambler, "Les Mesures de Performance," **Document de Travail**, Ecole des Sciences de la Gestion, Université du Québec à Montréal (Automne 2004), p. 6.*

4. *Ponko, Op. Cit., pp. 1 -2.*

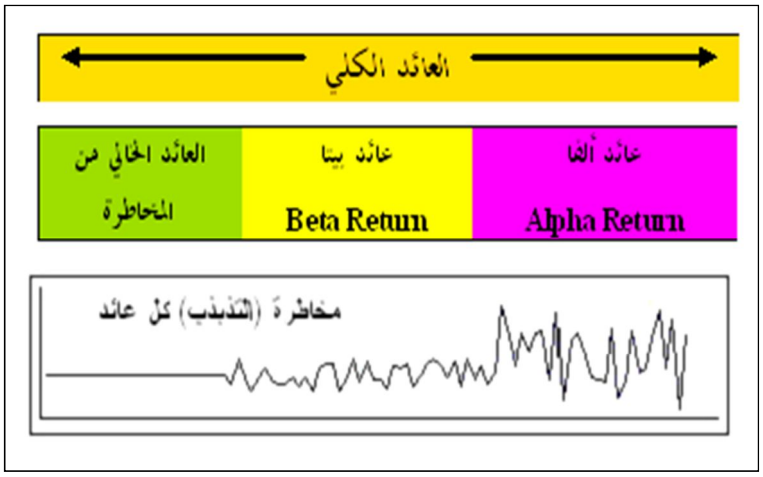
حيث يمثل α_p معامل ألفا، و $E(R_p)$ العائد السنوي المتوقع على الاستثمار في المحفظة أو الصندوق الاستثماري a، ويقدر عادة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية *CAPM* المعطى بالعلاقة $E(R_p) = R_f + \beta_{am}(R_m - R_f) + \varepsilon$، حيث يعبر R_m في المعادلة عن العائد السنوي لمؤشر السوق (العائد المعياري)، أما ε فيمثل حد الخطأ العشوائي.

وعندما تكون قيمة $\alpha > 0$ يكون العائد الفعلي للمحفظة أو الصندوق أكبر من العائد المتوقع، وهي الحالة التي يحقق فيها مدير المحفظة لقيمة مضافة *Added Value*. ويعتبر ذلك مؤشرا إيجابيا على أدائه. أما عندما تكون $\alpha < 0$ فذلك يدل على تحقيق المدير لقيمة سالبة *Destroyed Value*. بينما تؤشر الحالة التي تكون فيها $\alpha = 0$ على تطابق العائد الفعلي مع نظيره المتوقع من طرف السوق، وهي حالة تبين فشل مدير المحفظة في تحقيق أي قيمة مضافة. وفي المحصلة، كلما كانت قيمة ألفا أكبر كلما دل ذلك على الأداء الجيد لمدير المحفظة.

من الاستعراض السابق، يتضح أن معامل ألفا عادة ما يستخدم كمقياس للعائد الزائد للمحفظة بالنسبة لعائد مؤشر السوق. بينما تستخدم نسبة المعلومة كمقياس للعائد الفائض لمدير المحفظة بالنسبة لدرجة المخاطرة. في حين تستعمل نسبة شارب كمقياس لدرجة مكافأة عائد المحفظة لكل وحدة واحدة من المخاطرة. وتجمع هذه المقاييس كل علاقات إحصائية متداخلة تتجلى بوضوح من خلال الإمعان في الشكل المبين أدناه. وفهم هذه المقاييس والفروق الموجودة بينها كفيل بتوضيح الغرض من استخدامها. فنسبة **شارب** ما هي إلا نسبة مجموع عائد β وعائد α إلى درجة المخاطرة الكلية. في حين تعبر نسبة المعلومة عن نسبة معامل ألفا إلى درجة المخاطرة المطلقة للمحفظة ($IR_a = \frac{\alpha_a}{\sigma_{ER}}$) عندما تؤول β إلى الواحد.[1]

الشكل رقم 4

العلاقة بين مؤشرات أداء المحافظ



Source: *seekingalpha.com/article/63911*

V. نماذج تسعير الأصول المالية.

1. نموذج السوق لـ Sharpe

يمثل نموذج السوق لشارب Sharpe أو كما يعرف بخط السمة للورقة المالية *Security Characteristic*

[1] . *Ibid., p.7.*

Line أحد الأسس التطبيقية للنموذج النظري *CAPM*. وتنطوي فكرته على وجود علاقة خطية بين عائد الأصل الرأسمالي وعائد محفظة السوق يمكن تقديرها من واقع البيانات الفعلية بواسطة نموذج قياسي على النحو المبين أدناه:

$$\tilde{R}_i = \alpha_i + \beta_i \tilde{R}_m + \tilde{\varepsilon}_i \; ; \; \varepsilon_i \sim N(0, \; \sigma^2) \cdots (1)$$

حيث تمثل α_i و β_i ثوابت النموذج، و R_{it} العائد على الأصل i في اللحظة t، و R_{mt} عائد السوق، و $\tilde{\varepsilon}_i$ خطأ عشوائي غير مرتبط بالعائد المقدر لمحفظة السوق، توقعه معدوم.

عند التقدير بطريقة المربعات الصغرى تصبح المعادلة السابقة على النحو:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

وتشير هذه المعادلة إلى أن العائد على أصل معين يرتبط بتغيرات السوق وبعوامل خاصة. ويعد بيتا β_i الذي يمثل حساسية عائد الأصل إزاء تغيرات عائد محفظة السوق المفتاح الرئيسي لهذا النموذج. لذلك ينبغي أن يكون معنويا حسب ما يقتضيه نموذج التسعير *CAPM*. إذ كلما زادت قيمته زاد عائد الأصل.[1] وفي حالة ما إذا كان *CAPM* محققا في السوق الواحدة تحت فرضية الانفصال التام، سيكون هناك سعر واحد للمخاطرة المنتظمة من أجل كل الأصول المتماثلة، وتكون هذه الأصول عندئذ متكاملة لكن داخل نفس الدولة.[2]

2. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: الفرضيات وعلاقات التوازن

اقترح Sharpe نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كتكملة لأعمال ماركويتز حول نظرية المحفظة الحديثة. ويعد النموذج واحدا من بين أركان نظرية التقييم المالي. وهو بمثابة صيغة توازنية لتسعير المخاطرة المنتظمة للأصول الرأسمالية، إذ يحدد العوائد المتوقعة للأصول المالية بالاعتماد على حساسيتها اتجاه مخاطرة السوق أو المخاطرة المنتظمة.[3] وكونه حالة تجريدية لواقع الأسواق الرأسمالية العالمية، يستند هذا النموذج إلى جملة من الافتراضات التالية:[4]

- يعتمد المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على العائد المتوقع والمخاطرة (تباين العوائد)؛
- يتميز المستثمرون بالرشادة من حيث اختيارهم للمحفظة الكفؤة، علاوة على بغضهم للمخاطرة *Risk-averse*؛
- إقرار المستثمرين بطريقة ماركويتز لتنويع المحفظة؛
- تماثل الأفق الزمني للاستثمار بالنسبة لكل المستثمرين (فترة زمنية واحدة للاستثمار)؛
- تماثل توقعات المستثمرين بشأن العائد المتوقع ومخاطرة (تباين) الأصول؛
- وجود العائد الخالي من المخاطرة وإمكانية اقتراض وإقراض المستثمرين لأي مبلغ وبمعدل فائدة خالي من المخاطرة؛
- سيادة شروط المنافسة التامة في أسوق رؤوس الأموال وغياب التكاليف والضرائب على الصفقات.

قد تكون بعض الافتراضات المذكورة مجانبة للواقع، وقد ينطوي هذا النموذج على نقائص لا حصر لها، إلا أن الاستغناء عنه أمر غير وارد، لا سيما أن العديد من المفاهيم النظرية كالعائد المتوقع والمخاطر النظامية التي تشكل أسس المالية الحديثة تستند إلى هذا النموذج في تبرير منطق الاستثمار المالي.

ويتضمن النموذج التوازني *CAPM* علاقتين مهمتين، وهما: خط سوق رأس المال *Capital Market Line*

---

1. *Sharpe, Op. Cit., pp. 439 – 440.*
2. *Marashdeh, Op. Cit., pp. 20 -21.*
3. *William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," **the Journal of Finance**, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), p. 436.*
4. *Ibid. pp. 433 – 434 and Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Petter N. Kolm, **Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration** (USA: John Wiley & Sons, Inc., 2006), p. 68.*

(CML)، وخط سوق الورقة المالية *Security Market Line (SML)*.

2. 1. خط سوق رأس المال:

يربط خط سوق رأس المال العائد الإضافي للمحفظة الكفؤة بمخاطرتها. ويعرف ذلك العائد أو علاوة المخاطرة بالعائد المتوقع مطروحا منه العائد الخالي من المخاطرة. وصيغته:[1]

$$E(R_p) = R_f + \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}\sigma_p$$

حيث يمثل $E(R_p)$ العائد المتوقع أو المطلوب على الاستثمار في المحفظة الكفؤة p، و R_f العائد الخالي من المخاطرة، و $E(R_m)$ العائد على محفظة السوق، و σ_m الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق، و σ_p الانحراف المعياري لعائد المحفظة، ويرمز المقدار $E(R_p) - R_f$ إلى علاوة المخاطرة للمحفظة p، و $E(R_m) - R_f$ علاوة المخاطرة لمحفظة السوق، و $\omega = \sigma_p / \sigma_m$ درجة بغض المستثمر للمخاطرة، حيث ω تمثل نسب الاستثمار في الأصول المكونة للمحفظة.

وتعني هذه الصيغة أن العائد المتوقع للمحفظة يساوي العائد على الأصل الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة، التي هي نتاج ضرب علاوة مخاطرة السوق $[E(R_{mt} - R_{ft})]$ بمخاطرة المحفظة $\frac{\sigma_p}{\sigma_m}$.

فإذا كانت المقادير R_f ، $E(R_m)$ و σ_m ثابتة، مع تغير $E(R_p)$ و σ_p بتغير المحفظة p، فإن *CML* يظهر اعتماد $E(R_p)$ على σ_R. ويكتب ميل *CML* بالعلاقة:

$$\frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

ويمكن تفسير ميل علاقة *CML* بنسبة شارب التي تقيس سعر السوق لمخاطرة المحفظة الكفؤة (الخط المستقيم *FM* في الشكل 47)، أي مقدار الزيادة في العائد المطلوب من السوق كلما ازدادت المخاطرة بوحدة واحدة. وتكون إشارة الميل *CML* موجبة دوما تعبيرا عن العلاقة التعويضية بين مخاطرة المحفظة الكفؤة وعائدها المتوقع. وفي حالة التوازن وافتراض كفاءة المحافظ، يمكن كتابة صيغة *CML* أيضا بالشكل:

$$\frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p} = \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

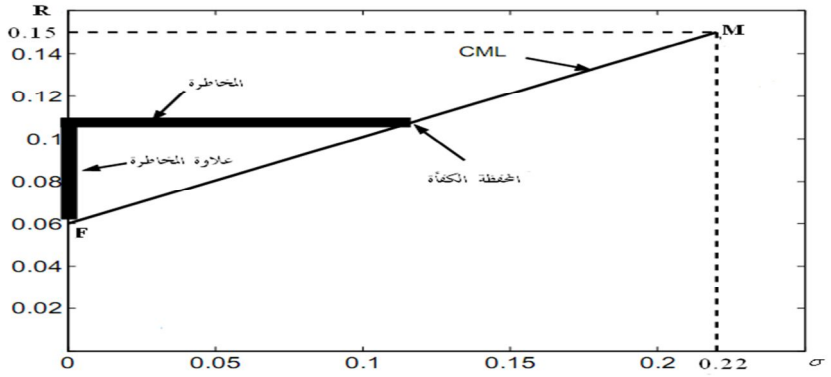
وتعني هذه الصيغة أن نسبة مكافأة المخاطرة لأي محفظة كفؤة تساوي نظيرتها لمحفظة السوق. وينبغي أن تكون المكافأة في كل الظروف موجبة بمقدار ما يحفز المستثمرين المبغضين للمخاطر بحيازة الأصول الخطرة. وبافتراض وجود البيانات: $E(R_m) = 0.15$ ، $R_f = 0.06$ ، $\sigma_m = 0.22$ فيمكن تمثيل خط سوق رأس المال *CML* وميله بالشكل أدناه.

الشكل رقم 30

خط سوق رأس المال *CML*

---

[1]. *Isabelle Cadoret, Catherine Benjamin, Franck Martin, Nadine Herrard, Steven Tanguy,* ***Econométrie Appliquée: Méthodes – Application – Corrigés****, 2e Edition (Bruxelles: Editions de Boeck, 2009), p. 159.*



***Source**: David Ruppert, **Statistics and Data Analysis for Financial Engineering** (New York: Springer, 2011), p. 425.*

2. 2. خط سوق الورقة المالية:

يربط خط سوق الورقة المالية العائد الزائد للأصل بميل انحداره على محفظة السوق. ويعبر عن علاقة التوازن بين العائد المتوقع للأصل i ومخاطرته المنتظمة. ويختلف عن خط سوق رأس المال في كونه ينطبق فقط على الأصول الفردية، بينما لا ينطبق خط سوق رأس المال إلا على المحافظ الكفأة. ويسمح *SML* في إطار النموذج التوازني *CAPM* بتقدير قيمة العوائد التوازنية للأصول المخطرة وأسعارها التوازنية بشكل غير مباشر. وتكتب معادلته بالعلاقة:[1]

$$E(R_j) = R_f + \beta_j (E(R_m) - R_f);$$

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j,\ R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\sigma_{jm}}{\sigma_m^2} = \rho_{jm}\frac{\sigma_j}{\sigma_m}$$

وبصيغة مكافئة:

$$E(\tilde{R}_j) - R_f = \beta_j (E(\tilde{R}_m) - R_f)$$

يرمز المقدار $E(R_i)$ إلى العائد المطلوب على الاستثمار في الأصل i، بينما يشير المقدار $E(R_j) - R_f$ في المعادلة $E(R_j) - R_f = \beta_j (E(R_m) - R_f)$ إلى علاوة المخاطرة للورقة i، التي هي نتاج ضرب معامل β_i بعلاوة المخاطرة على محفظة السوق $(E(R_m) - R_f)$. ويقيس معامل β_i إحصائيا ميل علاقة *SML*، وتنطبق عليه نفس خواص ميل *CML*. أما اقتصاديا فيعبر عن المخاطرة المنتظمة للأصل i.

من ناحية أخرى، يمكن النظر إلى المعامل β_i كمقياس لدرجة التحفظ إزاء مخاطرة الأصل i. فإذا كان معامل بيتا لمحفظة السوق يساوي الواحد الصحيح من التعريف $\beta_m = 1$، فإن درجات التحفظ إزاء مخاطرة الأصل i ستختلف باختلاف قيمة المعامل β_i على النحو:

$\beta_j \succ 1 \Leftarrow$ مستثمر هجومي؛

$\beta_j = 1 \Leftarrow$ مستثمر معتدل؛

$\beta_j \prec 1 \Leftarrow$ مستثمر متحفظ (دفاعي).

ويبين *SML* في إطار نموذج *CAPM* أن العائد الإضافي (علاوة المخاطرة) الممنوح لكل أصل يتوقف على العائد الإضافي على محفظة السوق (علاوة المخاطرة لمحفظة لسوق) ومخاطرته المنتظمة. ففي وضع التوازن، لا تتم مكافأة إلا نوع واحد من المخاطرة الكلية وهي المخاطرة المنتظمة. أما الجزء المتبقي من المخاطرة والذي يعبر عن المخاطرة غير المنتظمة فلا تتم

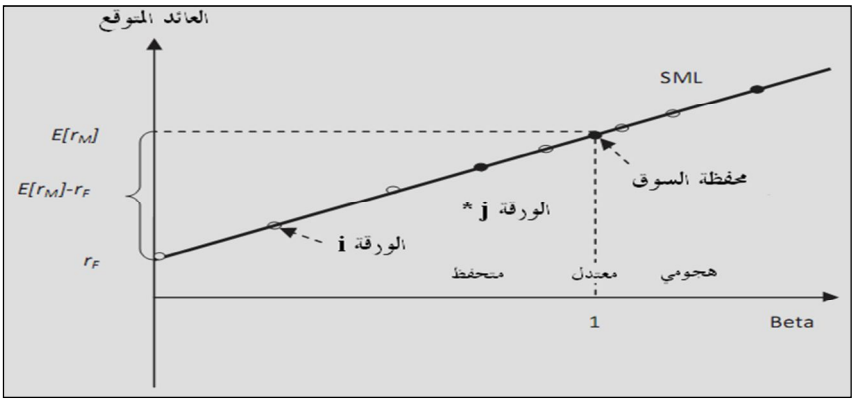
---

[1]. *David Ruppert, **Statistics and Data Analysis for Financial Engineering** (New York: Springer, 2011), pp. 424 – 428.*

مكافأته لإمكانية التخلص منه بواسطة التنويع.

الشكل رقم 31

خط سوق الورقة المالية *SML*



***Source**: Robert Dubil, **Financial Engineering and Arbitrage in the Financial Markets** (New York: A John Wiley & Sons, Ltd., 2011), p. 281.*

ويظهر خط سوق الورقة المالية في الشكل أعلاه أن علاوة المخاطرة لأي أصل إنما هو دالة خطية موجبة في معامل بيتا لذلك الأصل. ووفقا لمفهوم التوازن لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فإن كل ورقة ينبغي أن تستقر على طول هذا الخط. غير أن هناك حالات تسعيرية في عالم الاستثمار المالي قد تحيد مؤقتا عن هذا الخط ارتفاعا أو انخفاضا، شأن الورقة *j* التي تقع دون هذا الخط (الثابت ألفا). وتخبرنا نظرية التسعير الكفؤ أن هذا الوضع من التسعير الخاطئ للأصول وضع مؤقت، فلا تلبث أن تعمل قوى السوق على خفض سعر الورقة *j* إلى مستوى يضمن عودة علاوة مخاطرتها إلى خط سوق الورقة المالية *SML*. ومبرر ذلك أن المستثمرين لا يرون أي جدوى من وراء حيازتهم للورقة *j* ، فيحجمون بذلك عن شرائها ونحوها من الأوراق، لأن سعرها مبالغ فيه *overpriced*، وعلاوة مخاطرتها منخفضة إلى ما دون هذا الخط بشكل لا يتناسب مع درجة مخاطرتها المنتظمة β_j. ويترتب عن ذلك توجه الموارد للاستثمار أكثر في أوراق أخرى تتضمن عائدا متوقعا مجزيا، ما ينتج عنه انخفاضا في الطلب على الورقة *j* وتراجعا في سعرها إلى أن يتساوى مع قيمته الحقيقية التوازنية. وفي نفس الوقت، يمهد ذلك لارتفاع عائدها المتوقع إلى مستوى يسمح برجوع علاوة مخاطرتها إلى خط سوق الورقة المالية.

أما عندما تكون الورقة *j* أعلى من مستوى *SML*، فإن علاوة مخاطرتها ستقع أعلى مما يقتضيه نموذج *CAPM* وسيكون سعرها متدنيا ودون قيمته الحقيقية *underpriced*. ويحفز هذا الوضع المستثمرين على الإقبال بكثافة على شراء هذه الورقة وما شابهها من الأوراق، فيرتفع سعرها تدريجيا حتى يتساوى مع قيمته الحقيقية، وفي نفس الوقت ينخفض عائدها المتوقع ومعه علاوة المخاطرة إلى مستوى يحقق التماس مع *SML*. وهكذا، فإن أي انحراف عن التوازن يتم تعديله آليا بالقوى الخفية للسوق (العرض والطلب)؛ تعديلا يضمن بسلاسة عودة الأسعار والعوائد إلى قيمها الحقيقية المقررة في إطار النموذج التوازني *CAPM*.

3. نظرية تسعير المراجحة:

علاوة على كونه يقدم تفسيرات نظرية مقنعة للعوائد المتوقعة للأصول الرأسمالية، يتميز *CAPM* بالبساطة، وهو ما جعل منه نموذجا شهيرا في الأدبيات المالية. لكنه مع ذلك واجه عدة انتقادات بسبب استناده إلى أحكام مسبقة حول الطبيعة التوزيعية لمعدلات العوائد وتضمنه لبعض الافتراضات غير الواقعية، فهو يفترض وجود مصدر واحد للمخاطرة

المنتظمة وهو عائد محفظة السوق، بيد أن هناك مصادر عدة للمخاطرة المنتظمة في الاقتصاد تؤ ر على عوائد الأصول، مثل التضخم، والأ ر الصناعي ومعدلات الفائدة؛ هذه المصادر يمكن أن تكون عوامل مؤ رة على عائد المحفظة بجانب محفظة السوق.

وفي سنوات السبعينيات أجرى الباحثون تحقيقات عديدة حول مدى صلاحية نموذج *CAPM* في تفسير عوائد الأصول المالية، وقد أوصلهم ذلك إلى الاقتناع بعدم دقة تفسيرات النموذج المذكور، لوجود مشكلة الثابت الموجب. وقد حاول الباحثون لاحقا توسيع مفهوم محفظة السوق بضم أصول أخرى والسماح لمعامل بيتا بالتغير خلال الزمن في محاولة لإنقاذ سمعة النموذج، إلا أن ذلك لم يساعد في تحسين شعبيته. وفي عام 1975 أطلق *Barra* قاعدة متعدد العوامل لتحليل عوائد الأصول. لكن ذلك لم يؤد إلى إحداث فرق. إلا أن المحاولة التي كان لعظيم الأ ر في النظرية المالية المعاصرة جاءت من طرف Stephen Ross الذي أطلق في سنة 1976 نظريته في تسعير المراجحة *Arbitrage Pricing Theory (APT)* التي تقوم على مبدأ التحليل العاملي.

لقد انطلق Ross من فكرة وهي أنه إذا كان لدى المستثمر 8000 سهم فإن بحوزته على الأكثر نفس العدد من عوامل المخاطرة لتحديد عوائد تلك الأسهم. ولخص جوهر الفكرة في سؤال إشكالي، عما إذا كانت ثلة من المحافظ تلعب دورا تفسيريا لتغيرات عوائد الأسهم. وقد قاده البحث عن إجابة لهذا التساؤل إلى تشكيل نظريته في تسعير المراجحة.[1]

1. مفهوم المراجحة

قبل التطرق لمضامين نظرية تسعير المراجحة، يجدر التنويه إلى المقصود بالمراجحة أو التحكيم *Arbitrage* بين الأسواق. وفي هذا السياق، تتداول في الأدبيات المالية عدة تعريفات بشأن هذا المصطلح. فقد عرفها Kettell على أنها تقنية تقليدية للشراء والبيع على نحو متزامن لنفس المنتجات أو لمنتجات متماثلة بأسعار مختلفة، بهدف تحقيق هامش ربح غير محفوف بالمخاطر. فإذا كان منتج ما (سهم، ذهب...) يتداول في بورصة نيويورك الفورية بنحو 400$ وبنحو 410 $ في بورصة لندن، فإن المراجحة تتحقق بالشراء حيثما كانت الأسعار منخفضة (أي بورصة نيويورك) والبيع في آن واحد حيثما تكون أسعار المنتج مرتفعة (أي بورصة لندن)، ومن ثم تحقيق هامش ربح خال من المخاطرة والمقدر في هذا المثال بـ 10 $. والمقصود بالخالي من المخاطرة ثقة المرجح أو المحكم في إمكانية تحقيقه للربح وعدم تعرضه لمخاطرة تذبذب الأسعار بين لحظتي الشراء والبيع في اتجاه لغير صالحه، طالما أن الشراء والبيع يتمان في زمن واحد تقريبا، ما لم تكن هناك عوامل أخرى تحول دون ذلك. ويطلق على هذا النوع من المراجحة بالمراجحة التامة أو التحديدية *Pure or Deterministic Arbitrage*،[2] أما النوع الثاني والمراد به المراجحة الإحصائية *Statistical Arbitrage* المحتملة فهي ضرب من التعامل تكون فيه فرصة تحقيق الربح محتملة أو غير مضمونة.[3]

ومن جهته، عرفها **جبار** على أنها عملية بيع الأدوات المالية (أوراق مالية، عقود، معادن، سلع...) المبالغ في تقييمها، وشراء نفس الأدوات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية سواء في سوق واحدة أو في أسواق مختلفة، بغرض جني الأرباح الرأسمالية الناتجة عن فروق الأسعار وحالات التسعير الخاطئة. ويقوم المراجح عادة بأنشطة المراجحة دون اللجوء إلى توظيف أمواله الخاصة، مستخدما مداخيل البيع على المكشوف للأصول المقيمة في سوق بأعلى من قيمتها وإعادة شرائها من السوق

---

1. *Robert Dubil,* ***Financial Engineering and Arbitrage in the Financial Market*** *(New York: A John Wiley & Sons, Ltd., 2011), p. 282.*

2. *Brian Kettell,* ***Economics for Financial Markets*** *(London: Butterworth-Heinemann, 2002), p. 246.*
3. *Ruppert, Op. Cit., p. 419.*

التي قيمت فيها بأقل من قيمتها، محققا ربحا دون تحمل مخاطرة أو ضخ أموال خاصة.[1]

وبذلك، فالمراجحة *Arbitrage* في أسواق المال تعني تلك المعاملات التي يهدف من ورائها المرجحون (المحكمون) *Arbitrageurs* بين الأسواق إلى تحقيق أرباح من فروق التسعير لمختلف الأصول المتداولة في أكثر من سوق. وتتم ببيع الأصول (عملات، منتجات، أوراق مالية...) في سوق ما بأسعار أعلى وشرائها من سوق أخرى في نفس الوقت تقريبا بأسعار أقل، أو العكس، بما يسمح بتحقيق هوامش أو أرباح صافية (إجمالي أرباح المراجحة مطروح منها تكاليف الصفقات) كنتيجة لاختلاف معدلات العوائد والأسعار بين سوقين فأكثر.

وتستمر عملية تكوين محافظ المراجحة *Arbitrage Portfolio* التي لا تحتاج لتكوينها أي ثروة أولية، إلى حين عودة أسعار الأصول إلى قيمها الحقيقية التوازنية، أين تنتفي حالات التسعير الخاطئة بين الأسواق، ويسود قانون السعر الواحد. ويتحقق ذلك بواسطة آليات الأسواق نفسها؛ فعمليات المراجحة هي من الكثافة بحيث تدفع قوى الطلب على الأصول المتدنية السعر إلى ارتفاع أسعارها وصولا إلى وضع التوازن الذي تتوقف عنده فرص المراجحة. وفي مقابل ذلك، يقل الطلب على تلك الأصول المبالغ في تقييمها فينخفض سعرها إلى مستوى التوازن أو التسعير الكفؤ، ما يفرض قيدا على فرص المراجحة، لينتقل المراجحون إلى أصول أخرى يسودها التسعير الخاطئ أو التباين في تسعيرها بين مختلف الأسواق.

لذلك، يمكن القول أن فرص المراجحة بين الأسواق حالة ملازمة لوضع التسعير غير الكفؤ. وغياب قانون السعر الواحد للأصول المتماثلة في سوقين فأكثر مؤشر على ذلك. وهي حالة تتماشى مع فرضية الانفصال للأسواق المالية؛ فكلما كانت الأسواق أقل كفاءة وغير متكاملة كانت عرضة لسلسة من المراجحات. وعلى النقيض، تعجل الارتباطات القوية بين الأسواق الكفؤة والاتجاهات السعرية المتماثلة والمشتركة بنهاية العوائد الإضافية لأنشطة المراجحة.

وقد ساهمت بيئة تكنولوجيا المعلومات والاتصال الحديثة للأسواق المالية، المتسمة بسرعة الانتقال للمعلومات بين المراكز المالية المتباعدة، والتداول الالكتروني في أوقات حقيقية في تعميق عمليات المراجحة بين الأسواق، وتسريع أحجامها بشكل ملفت للنظر،[2] ممكنة المراجحين من تحقيق أرباح معتبرة ومثيرة للجدل حول أهمية العوامل التكنولوجية في الربط بين الأسواق وتحقيق التكامل بينها من جهة، والتشجيع على أنشطة المراجحة من جهة ثانية.

2. مضامين وفروض النظرية

تعتبر نظرية تسعير المراجحة مقاربة شمولية ونموذجا بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. وعلى خلاف هذا الأخير، قامت *APT* على ادعاء أن عائد الأصل (محفظة أو ورقة مالية) لا يتحدد بعامل وحيد وهو عائد محفظة السوق كما هو الحال في نموذج *CAPM* (محفظة السوق)، وإنما هناك عدة عوامل مشتركة أخرى تؤثر على عائد الأصل وتسهم في عملية توليده.[3] ويؤكد هذا المدخل على أن علاوة المخاطرة للأصل هي دالة خطية في علاوات المخاطرة المحددة بالعديد من العوامل الاقتصادية، والمرجحة بمعاملات بيتا الخاصة بكل عامل.

ومثل نموذج *CAPM*، تسعى نظرية تسعير المراجحة لتقييم العوائد المتوقعة للأصول، وذلك انطلاقا من عدة افتراضات يمكن تقسيمها إلى مجموعتين:[4]

---

[1]. محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل...، مرجع سابق**، ص ص. 153 – 154.

[2]. المرجع نفسه، ص ص. 154 – 155.

[3]. R*ichard Roll, Steven Ross, "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory," **The Journal of Finance**, Vol. 35, No. 5 (Dec., 1980), p. 1074*

[4]. *Arouri et al., **the Dynamics of Emerging Stock Markets,** Op. Cit., p.65.*

- المجموعة الأولى، وتضم الافتراضات العامة لنموذج *CAPM* الخاصة بكمال السوق، ,السلوك الرشيد للمستثمرين، والقدرة على الاقتراض دون حدود وبمعدل فائدة خالي من المخاطرة، مع وجود إمكانية البيع على المكشوف.
- وتغطي المجموعة الثانية افتراضات أساسية لنموذج Ross التي تنص على تأ ر عوائد الأصول المالية بعدد من العوامل الاقتصادية. وتصنف هذه العوامل إلى صنفين؛ العوامل العامة أو المنتظمة، وهي العوامل التي تؤ ر على كل الأصول المالية، وصنف ثاني يشتمل على العوامل الخاصة، حيث يجري تأثيرها على واحد أو أكثر من الأصول أو القطاعات.

ويفترض هذا النموذج أيضا قدرة المتعاملين على توقع التغير في العوامل، وتضمين هذه التوقعات في حساباتهم للعوائد المتوقعة. في حين، يؤ ر تغير العامل غير المتوقع على سلوك العوائد الفعلية. ويساوي العائد الفعلي للأصل العائد المتوقع مضاف إليه العائد غير المتوقع. ويمكن تفكيك هذا الأخير إلى جزأين:

- جزء متعلق بالتغيرات غير المتوقعة في قيم العوامل العامة؛
- وجزء خاص بالتغيرات غير المتوقعة في قيم العوامل الخاصة.

وعليه، لا تضع نظرية تسعير المراجحة أي افتراضات بشأن توزيع العوائد أو دوال المنفعة، كما لا تمنح أي دور خاص لمحفظة السوق أو لكفاءتها على عكس *CAPM*. ومن هذا المنطلق، فهو حالة عامة لنموذج *CAPM*، باعتباره نموذجا متعدد العوامل.

ويستند نموذج *APT* إلى مبدأ جد راسخ في المالية المعاصرة، وهو مبدأ المراجحة *Principle of Arbitration*، الذي يحدد التوازن في الأسواق المالية بغياب فرص المراجحة. فعندما تكون الأسواق المالية في وضع التوازن، فإن ذلك لا يترك مجالا للمراجحة بين الأسواق، أو كما يطلق عليها بإمكانية تناول وجبة مجانية *Free Lunch*. في حين تكون هناك إمكانية للمراجحة في حالة تمكن المستثمر الذي يعيد ترتيب محفظته دون ضخ أموال خاصة، مكتفيا بعوائد البيع على المكشوف، من الحصول على عائد إضافي خالي من المخاطرة.[1]

3. الصيغة الرياضية لنموذج تسعير المراجحة

يعتبر نموذج تسعير المراجحة نموذجا متعدد العوامل *Multi- factor* لتسعير علاوة مخاطرة الأصول المالية. وقد اعتبر Ross أن عائد R_i الأصل المالي i يتحدد بعدد من العوامل F_n ($1 \le n \le k$) المشتركة، بما في ذلك محفظة السوق، مضافا إليه حد الخطأ العشوائي للأصل ε_j.

وبافتراض أن العوائد يمكن توليدها بعلاقة خطية ذات k عامل، فيمكن عندئذ كتابة معادلة العائد بالعلاقة:[2]

$$R_{it} = E(R_{it}) + b_{i1}F_{1t} + b_{i2}F_{2t} + \cdots + b_{ik}F_{kt} + \varepsilon_{it} \cdots (1)$$

حيث $\tilde{R}_{it}$ العائد الفعلي للأصل i عند اللحظة t، و $E(\tilde{R}_{it})$ العائد المتوقع للأصل i، و b_{ij} معاملات المخاطرة المنتظمة للعوامل F_{jt}، وتشير إلى حساسية عائد الأصل i إزاء تغيرات العامل الاقتصادي j من أجل $j = 1, 2, \ldots k$، بينما ترمز F_{jt} إلى التغير غير المتوقع للعامل j في الفترة t؛ $E(\tilde{f}_j) = 0 \forall j = 1, 2, \cdots k$، و ε_j متغير مستقل عن العوامل j، ويمثل المخاطرة غير المنتظمة القابلة للتنويع، متوسطه معدوم $E(\varepsilon_j) = 0$.

وتمثل العوامل متغيرات اقتصادية غير متوقعة مناسبة للتنبؤ بـ عائد الأصل R_i، مثل التغيرات في المستوى المتوقع للإنتاج الصناعي، والتغيرات غير المتوقعة في علاوات المخاطرة، والتضخم غير المتوقع، والتغيرات غير المتوقعة في فروق معدلات الفائدة للأجلين القصير والطويل.

تقر المعادلة السابقة أن معدل العائد الفعلي لأي أصل هو عبارة عن دالة في معدل عائده المتوقع مضافا إليه

---

[1]. *Racicot, Théoret, Op. Cit., pp. 308 – 309.*

[2]. *Roll, Ross, "An Empirical Investigation …", Op. Cit., pp. 1076.*

حساسية هذا العائد للعوامل الاقتصادية والحد العشوائي الذي يعكس أ ر المخاطرة غير المنتظمة والمرتبطة ببقية العوامل الخاصة.[1] وتحدد هذه المعادلة معدل العائد على الأصل الكفيل بتعويض المستثمر عن المخاطرة المترتبة عن الاستثمار، والمعبر عنها بمقدار حساسيته لمختلف العوامل الاقتصادية. وكلما سجل هناك اختلال في تسعير عائد الأصل في السوق المالية بما لا يتماشى مع ما هو محدد بنموذج المراجحة، انطلقت سلسلة من المراجحات الكفيلة بإعادة سعر الأصل للتوازن.[2]

وعلى عكس نموذج *CAPM* الذي يهدف إلى تحديد السعر التوازني (المطلق) للأصل المالي، تسعى نظرية المراجحة لتحديد الأسعار النسبية القائمة على مبدأ التقييم الخطي. وبما أن مركبات المخاطرة المنتظمة للعوامل هي التي تكافأ دون سواها، فتنص نظرية المراجحة بأن العائد المتوقع $E(R_j)$ للأصل j يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f مضافا إليه تركيبة من علاوات المخاطرة الوحدوية للعوامل المشتركة F_{jt} مرجحة بمعاملات الحساسية للأصل i إزاء تغيرات تلك العوامل. ويقتضي ذلك تقدير معاملات الحساسية $b_{i\ j}$ في العلاقة (1) بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية، ثم حساب العائد المتوقع للأصل j كما يلي:[3]

$$E(R_j) = R_f + b_{j1}\lambda_1 + b_{j2}\lambda_2 + \cdots + b_{jk}\lambda_k \cdots (2)$$

تفسر المعاملات λ_j قيم العوائد الإضافية (علاوات المخاطرة) لتحمل وحدة من المخاطرة الخاصة بالعامل j. فمثلا، تمثل λ_1 العائد الإضافي المطلوب لتحمل وحدة إضافية من المخاطرة المرتبطة بالعامل 1. وبالتالي يمكن اعتبارها سعر مخاطرة العامل 1. ويتحدد هذا العائد الإضافي بالشكل:

$$\lambda_1 = \delta_1 - R_f$$

حيث تمثل δ_j عائد الأصل المتضمن لوحدة من المخاطرة المرتبطة بالعامل 1 وكمية معدومة من العوامل الأخرى. وهكذا مع بقية المعاملات λ_j.

وبتعويض قيم λ_j في المعادلة (2) يمكن إعادة كتابة معادلة العائد المتوقع للأصل i على النحو:

$$E(R_i) = R_f + (\delta_1 - R_f)b_{i1} + (\delta_2 - R_f)b_{i2} + \cdots + (\delta_k - R_f)b_{ik}$$

وهكذا، يمكن القول أن نموذج تسعير المراجحة يتضمن صنفين من المعادلات هما:

- معادلة العائد الفعلي للأصل i:

$$E(R_j) = R_f + b_{j1}\lambda_1 + b_{j2}\lambda_2 + \cdots + b_{jk}\lambda_k$$

- ومعادلة العائد المتوقع للأصل i:

$$E(R_i) = R_f + (\delta_1 - R_f)b_{i1} + (\delta_2 - R_f)b_{i2} + \cdots + (\delta_k - R_f)b_{ik}$$

وقد استخدم نموذج تسعير المراجحة على نطاق واسع لاختبار فرضية تكامل الأسواق المالية. وتقوم منهجية هذا الاختبار على المقارنة بين علاوة المخاطرة لمختلف الأسواق، فالأدوات المالية ومؤشرات الأسعار التي تبدي نفس درجة الحساسية إزاء نفس العوامل المشتركة للمخاطرة وبالتالي لها نفس المستوى من المخاطرة تكون عوائدها متماثلة. إذ أن مفهوم تكامل الأسواق المالية في ظل نموذج تسعير المراجحة يعني أن المراجحة تجعل أسعار الأصول والمحافظ متساوية باعتبار أن لها نفس مستوى المخاطرة بصرف النظر عن مكان تداولها. وفي حالة اختلال تلك الأسعار، تعمل سلسلة المراجحات على تحقيق التوازن في تسعير العوائد بإعادتها نحو القيم الحقيقية الكفيلة، بإشاعة قانون السعر الواحد والحد من فرص المراجحة.[4]

---

[1]. *Richard Roll, Steven Ross, "The Arbitrage Pricing Theory: Approach to Strategic Portfolio Planning," **Financial Analysts Journal** (May – June 1984), p. 16.*

[2]. جبار، **أسواق رؤوس الأموال...**، مرجع سابق، ص ص. 156 – 157.

[3]. *Roll, Ross, "An Empirical Investigation …," Op. Cit., pp. 1078 – 1079.*

[4]. انظر: جبار، **أسواق رؤوس الأموال...**، مرجع سابق، ص. 154. وزيطاري، مرجع سابق، ص. 284.

وعلى غرار نموذج *CAPM* الدولي، قام Fontaine بتوسيع الصيغة المحلية المعطاة بالعلاقة (1) لإعادة صياغة نموذج تسعير المراجحة في إطار دولي *International APT* على النحو:[1]

$$E(R_{ji}^*) = R_f^* + b_{j1}^*\lambda_1^* + b_{j2}^*\lambda_2^* + \cdots + b_{jk}^*\lambda_k^*$$

حيث ترمز $E(R_{ji}^*)$ إلى عائد الأصل للمؤ i مقوما بعملة مرجعية (*)، و R_f^* عائد الأصل الخالي من المخاطرة للبلد المرجعي (*)، و b_{ij}^* حساسية العائد للعامل F_j، و λ_j^* علاوة المخاطرة المرتبطة بالعامل F_j.

ورغم أن نموذج *APT* استطاع أن يقترب من حدود الواقعية في تفسيره لعوائد الأصول الرأسمالية، إلا أنه لم يحقق هو الآخر نتائج نوعية في هذا السياق، كما لم يتمكن من إزاحة نموذج *CAPM* بصيغه المختلفة من واجهة نظرية التقييم المالي، فظل يحظى بتأييد منذ أزيد من 40 سنة. ولعل فشل نموذج *APT* في الإقناع يعود إلى جملة من النقائص، أبرزها الغموض الذي يكتنفه فيما يتعلق بماهية العوامل الاقتصادية وتأثيرها المحتمل على عوائد الأصول. فالقصور في حصر العوامل التي يحتمل أن تؤ ر على الأسعار والعوائد يمكن أن يجعل من عملية التقييم قاصرة أيضا.

VI. التنويع الاستثماري: عناصر للنقاش

تشتمل إدارة المخاطر في الأسواق المالية على منهج علمي متكامل للتعامل مع المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأصول المالية، من خلال رصد قائمة المخاطر، وقياسها، وتحديد مسبباتها والآثار المترتبة عنها، والإجراءات الكفيلة بالتخلص منها أو التخفيف من حدتها. وتتراوح أساليب التعامل مع المخاطرة بين التجنب التام للمخاطرة، والتنازل، والنقل، والتغطية والتنويع.[2]

تجنب المخاطر: ويكون ذلك بتفادي الاستثمار مبدئيا في عدة مشاريع موصوفة بخطورتها، ويتحقق ذلك برفض بعض المستثمرين قبول المخاطرة والتعرض للخسارة. ورغم أن هذا الإجراء يعد حلا جذريا في التعامل مع المخاطرة، إلا أنه يفوت على المستثمر فرصة تحقيق العوائد من العملية الاستثمارية.

التنازل عن المخاطر: تواجه المؤسسات والبنوك عامة مخاطر عديدة منها على وجه الخصوص ندرة السيولة وعدم القدرة على تحصيل الديون الواقعة على الغير ومخاطر عدم مردودية بعض الديون. وتعد تقنية التوريق إحدى الأشكال التي يحصل بها التنازل. وهي إجراء يمكن المؤسسة أو البنك من الحصول على التمويل، بالتنازل عن جزء أو كل قروضها المتجانسة وغير السائلة لهيئة خاصة مقابل إصدارها لأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

نقل المخاطر: بمقتضى هذه الطريقة، يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر، مقابل دفع عوض معين لهذا الطرف، مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء. ويعتبر التأمين إحدى الأدوات الشائعة في نقل المخاطر. وعادة ما تستخدم هذه الأداة في مواجهة المخاطر التي تكون فيها درجة احتمال وقوع الخطر ضئيلة بينما تكون الخسائر الناتجة عن وقوع هذا الخطر كبيرة.

التغطية ضد المخاطر: يستخدم مصطلح التغطية لل لالة على مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين، ويتيح ذلك للمستثمر إزاحة خطر مركز ما بواسطة مركز آخر. وتحقق المشتقات المالية هدف التغطية ضد مخاطر التقلب في أسعار الأصول، سيما إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية من ناحية الحجم والمعاكسة لاتجاهات المخاطر الحالية. ويكمن الفرق بين التأمين والتغطية في كون أن التغطية هي إجراء يسمح بنقل المخاطرة مع إمكانية التضحية بالربح. في

---

[1]. *Simon, Lautier, Op. Cit., pp. 410 – 411.*

[2]. نوال بوعكاز، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية" (رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر: جامعة سطيف، 2011 . 84 – 138.

حين ينطوي التأمين على دفع المستثمر لقسط محدد من النقود لإحدى شركات التأمين لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية التعويض عن الأضرار في حالة وقوع نوع الخطر المؤمن عليه.

تقليل المخاطر: يمثل التنويع إحدى الأساليب المساعدة في التخفيف من حدة التعرض للمخاطر الكلية المرافقة للاستثمار في الأسواق المالية. وذلك لأنه يضمن عدم تعرض كل الأجزاء في وقت واحد لمسبب الخطر، كما يحقق انتشارا جيدا على المستوى المالي والجغرافي.

وتعتبر فكرة تنويع الاستثمارات تجسيدا عمليا لمقولة القائلة: **لا تضع كل بيضك في سلة واحدة**" *Dont put all your eggs in one basket*. فمن الخطأ تركيز كل الاستثمارات في أسهم شركة واحدة أو قطاع معين. ويقوم التنويع على فكرة مفادها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطرة التي يتعرض لها عائدها. ويتوقف التنويع رياضيا على درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، حيث يتحقق التنويع بصورة مثلى مع انخفاض معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية.

1. مفهوم تنويع المحفظة المالية

يشير تنويع المحفظة *Portfolio Diversification* إلى عملية توزيع المستثمر لموارده المالية على عدة أدوات استثمارية متباينة المخاطرة (أسهم، سندات، مشتقات، عملات، معادن نفيسة، صناديق استثمار بأنواعها...) للمساعدة على إدارة التذبذب.[1]

وينطوي التنويع على إجراءات محددة لتخفيض حجم المخاطرة القابلة للتنويع، باختيار عدد كبير من الأدوات الاستثمارية المختلفة وغير المكملة لبعضها، والتي لا تتطور عوائدها في نفس الاتجاه.[2]

ويعرف تنويع المحفظة المالية أو الاستثمارية أيضا على أنه توزيع الموجودات المالية على عدة أنواع من الاستثمارات، وعلى أكثر من ورقة مالية أو قطاع، بهدف تقليل المخاطرة إلى أدنى مستوياتها.[3]

ويعرف التنويع بوجه آخر على أنه إستراتيجية استثمارية تشتمل على شراء عدد من أدوات الاستثمار التي لديها ارتباط ضعيف مع بعضها بما يحقق هدف التخفيض للمخاطرة الكلية للمحفظة دون التضحية بالعائد.[4]

ويشير مصطلح التنويع أيضا إلى الاستثمار في أكثر من أصل، سواء كان مالي أو عيني، بهدف تخفيض خسائر أو مخاطرة الاستثمار عند مستوى معين من العائد. ويكمن سر قدرة التنويع على تعظيم منفعة الاستثمار في العلاقة التعويضية

---

1. American Century Proprietary Holdings Inc. (USA), "Asset Allocation Portfolios: Why does having a diversified portfolio matter." https://www.americancentury.com/funds/what_is_asset_allocation.jsp

2. *Lawrence Gitman, Michael Joehnk,* ***Investissement et Marchés Financiers****, 9e Edition (France: Pearson Edition, 2005), p. 187*

3. سوق الدوحة للأوراق المالية، **قاموس المستثمر: مصطلحات استثمارية**، مطبوعات تعليمية (2006 ص. 10.

4. *Capital Market Risk Advisors: http://www.cmra.com/html/body_glossary.html*

الموجودة بين مختلف فئات الأصول، فانخفاض قيمة أصل ما يقابله ارتفاع في قيمة أصل أو أصول أخرى، والركود في قطاع أو اقتصاد معين يقابله انتعاش في قطاع أو اقتصاد آخر.[1]

ويعرفه **هندي** بأنه قرار البنك أو المستثمر الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها محفظة القروض أو الأوراق المالية. ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد.[2]

وعلى أساس التعاريف السابقة يتضح أن التنويع هو عملية تخصيص ديناميكي للأصول المكونة للمحفظة، بحيث يسمح بمزج العديد من أدوات التوظيف معا لتكون محفظة منوعة. ولهذه الاعتبارات، غدا التنويع أحد مرتكزات نظرية التمويل الحديثة.

2. أشكال التنويع الاستثماري للمحافظ

يأخذ تنويع محفظة الأوراق المالية عدة أشكال، لكل واحد مزايا ومحاذير. وأهمها ما يلي:

2. 1. التنويع المالي أو القطاعي: يمكن للمستثمرين تحقيق تنويع جيد من خلال التوظيف في شركات تنشط في قطاعات أو نشاطات متفاوتة، وهذا ما يدعى بالتنويع القطاعي *Sectoral Diversification*. ويتضمن هذا الأخير تخصيص الموارد المالية في استثمارات لعدة شركات تنشط في قطاعات متمايزة من حيث المردودية والمخاطر والظروف الداخلية والخارجية، ولم تتأ ر كلها وفي نفس الوقت بعوامل المخاطرة، أو تأ رت بدرجة أقل وفي فترات متفاوتة. ويحظى هذا النوع من التنويع بأهمية كبرى لدى المستثمرين، لكونه يساهم في تخفيض الجزء الأكبر من المخاطرة الكلية للمحفظة.[3]

2. 2. التنويع الجغرافي *Geographic Diversification*: ويقصد به التوقع في عدد من الأسواق المالية. وهو على نوعين؛ التنويع المحلي والتنويع الدولي. وينص التنويع المحلي *Domestic Diversification* على توزيع الموارد المالية للمحفظة على الأصول المنتمية إلى قطاعات وشركات محلية على أمل تقليص حدة المخاطرة الخاصة (غير المنتظمة). أما التنويع الدولي *International Diversification* فيتضمن قرار المستثمر مزج الأصول المحلية والأجنبية معا بكيفية تسمح بالحصول على محفظة دولية قادرة على تدنية المخاطرة المنتظمة التي لا يمكن التخلص منها بالتنويع المحلي،[4] وذلك إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأصول المحلية والعائد على الأصول الأجنبية سالبا أو منعدما أو موجبا غير تام.

2. 3. تنويع جهة الإصدار: يقصد به قرار المستثمر أو المؤسسة بعدم تركيز مخصصات المحفظة في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة. وعلى ذلك، كلما توزعت الاستثمارات المكونة للمحفظة على أدوات استثمارية مختلفة ولشركات منتمية لقطاعات شتى قلت درجة مخاطرتها. وفي هذا الصدد هناك أسلوبان للتنويع هما: التنويع الساذج والتنويع العقلاني.

---

[1]. سامي حطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار،" **منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع**، بورصة أبو ظبي (آذار 2007 . 6.

[2]. منير إبراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**(الإسكندرية: المكتب العربي الحديث: 2008 . 196.

[3]. *RBC Gestion Mondiale d'Actifs, "Évolution de la Diversification," **Document de Travail**, No. 40703 (08/2012), Banque Royale de Canada (2012), p. 7.*

[4]. *Devenir Rentier, "Allocation d'actifs stratégique et tactique," Document de Travail, disponible sur : http://www.devenirrentier.fr/blog/rentier/article/205/*

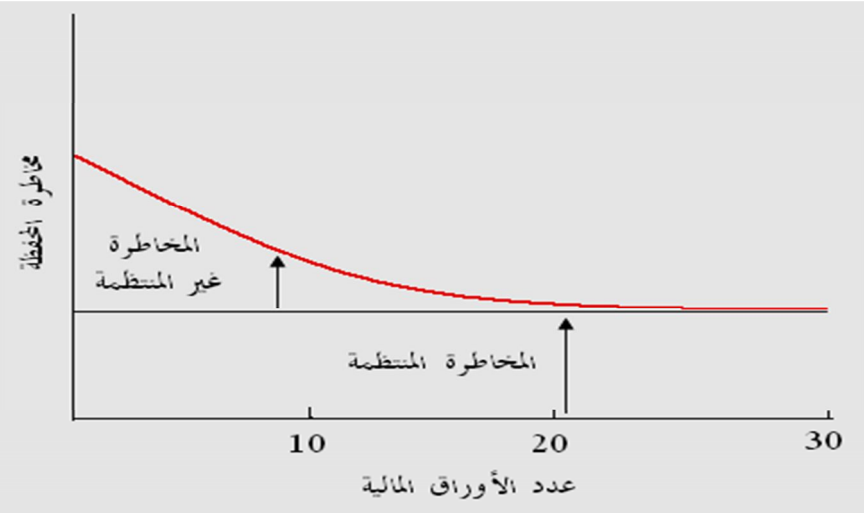
أ. التنويع الساذج:

من الراسخ في الأذهان أن توزيع الموارد المالية على عدد كبير من الأصول الاستثمارية أفضل من تخصيصها في أصل واحد أو في عدد قليل منها. ويستمد هذا الاعتقاد حقيقته من الحكمة الشعبية التي توصي "بعدم وضع كل البيض في سلة واحدة". وتدعى هذه السياسة في أدبيات الاستثمار المالي بأسلوب التنويع الساذج *Diversification Naïve*. وهو أسلوب يتأسس على مبدأ تنويع الاستثمارات لتخفيض المخاطرة غير المنتظمة للمحفظة من خلال الاختيار العشوائي للأصول دون مراعاة للتغاير وطبيعة الارتباط بينها.[1] وفي ظل هذه السياسة، يأخذ توزيع الثروة على الأصول شـ واحدا ومحددا بالعلاقة $\chi_i = 1/n$ مهما تغيرت ظروف السوق. ويكون التخصيص بوضع حد أقصى للموارد في كل استثمار، بحيث لا ينبغي أن تتجاوز الأموال المستثمرة في أي استثمار نسبة معينة.

لتوضيح أ ر التنويع الساذج، يبين الشكل 5 أنه بوجود أصل واحد تكون المخاطرة الكلية للمحفظة عند أعلى مستوى لها، وبمجرد إضافة عدد من الأصول المتمايزة والمختارة عشوائيا إلى المحفظة (من 8 إلى 20 أصل) حتى تبدأ المخاطرة غير المنتظمة في الانخفاض تدريجيا إلى أن تزول، غير أنه عند مستوى معين من المخاطرة - وهي المخاطرة المنتظمة التي لا يمكن التخلص منها نهائيا توقف أ ر التنويع ولو زادت درجته. ويعني ذلك ضمنيا أن بإمكان مدير المحفظة تخفيض مخاطرة محفظته بدرجة كبيرة من خلال التنويع العشوائي دون تحمل مزيد من تكاليف الإدارة التنفيذية الخاصة بإجراء التحليلات ومتابعة تغيرات السوق.

ينسجم هذا الأسلوب من التنويع مع استراتيجية الاستثمار الساكنة *Passive Strategy* التي تعترف بفرضية السوق الكفؤة، حيث تقتضي تلك الاستراتيجية الشراء والاحتفاظ *Buy and Hold* بالأدوات المالية دون متابعة تغيرات السوق أو محاولة إدخال تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق الأرباح غير العادية.[2] وفي ظل هذا الاعتقاد يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية، ويتوقع أن يكون عائدها قريبا أو مماثلا لعائد محفظة السوق. وهناك عدة اعتبارات لتكوين محفظة منوعة تنويعا بسيطا، أهمها تحقيق مستوى ملائم من التنويع، وضمان درجة مقبولة من المخاطر، إضافة إلى توفير قدر معين من السيولة.

الشكل رقم5: ر التنويع الساذج على مخاطرة المحفظة



[1]. سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأورا المالية** (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998 . 168 – 169.

[2]. الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة** مرجع سابق، . 75.

***Source**: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, Third Edition (USA: McGraw-Hill Primis, 2001), p. 331.*

ورغم صحة الحكمة التنويعية المشار إليها ضمن حدود معينة، وقدرة التنويع الساذج على تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة، فقد تواجه هذه السياسة التنويعية صعوبات جمة إن لم يكن مآلها الفشل، وذلك لكونها سياسة استثمارية تقوم على أساس غير علمي. فاختيار المستثمر لمحفظة استثمارات على أساس عشوائي قد ينتهـ ي به المطاف إلى تكوين محفظة استثمارات مرتبطة ببعضها ارتباطا موجبا، وبالتالي يتأخر تحقيق الهدف المنشود من التنويع وهو تقليل المخاطرة إلى أدنى حد. كما أن المبالغة في إضافة عدد من الأوراق المالية إلى المحفظة تفرض واقعا معقدا تترتب عنه صعوبة في إدارة المحفظة ومتابعة أداء مكوناتها، وارتفاع تكاليف المعاملات والإحلال الدوري للأصول، فضلا عن اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.[1]

ب. التنويع العقلاني (تنويع ماركويتز):

خلافا للتنويع الساذج، يولي التنويع العقلاني *Optimal Diversification* أو تنويع ماركويتز *Markowitz Diversification* عناية خاصة بتشكيلة الأصول المكونة للمحافظ. ويتضمن تنويع ماركويتز "تقليل المخاطرة إلى أدنى حد دون التضحية بالعائد بتكوين محفظة استثمارات ذات ارتباطات ضعيفة."[2]

فإذا كان العائد على أحد الأصول يزيد بزيادة العائد على أصل آخر فإن الارتباط بينهما يكون موجبا، أما إذا كان العائد على هذا الأصل يقل بزيادة العائد على أصل آخر فيدل على وجود ارتباط سالب بينهما. وعند التغير في عائد الأصل مع ثبات عائد الأصل الآخر فإن ذلك يعبر عن استقلالية الأصلين عن بعضهما. ويرجع الاختلاف في درجات الارتباط بين عوائد الأصول إلى اختلاف الاستثمارات في طبيعتها، فمنها ما ينشط في أوقات معينة بينما تركد استثمارات أخرى في الوقت نفسه، وهناك من الأنشطة ما يمتد تأثيرها إلى أنشطة استثمارية أخرى محدثة تخفيضا أو زيادة في ربحيتها، بينما تنشط استثمارات أخرى وتتطور أوضاعها بمنأى عن هذا التأثير.

وعلى ضوء ذلك، فإن توزيع المستثمر الرشيد لموارده على استثمارات يقل الارتباط بينها كفيل بتقليل المخاطرة الكلية لمحفظته. ومن هنا وجب الاختيار الدقيق لمكونات المحفظة بمراعاة درجة الارتباط بين الاستثمارات؛ فكلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأصول ضعيفا، كان أ ر التنويع قويا.[3]

وانطلاقا من المعادلة العامة (*) لحساب مخاطرة المحفظة، بين ماركويتز مزايا التنويع العقلاني ضمن ثلاثة فروض لمعامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة. ويلخص الجدول الآتي مخاطرة المحفظة ضمن هذه الاحتمالات.

---

[1]. محمد مطر، فايز يتم، **إدارة المحافظ الاستثمارية** (الأردن: دار وائل للنشر، 2005 . 182 – 183.

[2]. *Jack Clark Francis, Dongcheol Kim, **Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis and New Developments** (USA: John Wiley & Sons, Inc., 2013), p. 38.*

[3]. عبيد، مرجع سابق، ص ص. 168 – 169.

$$Var(p) = \frac{1}{n}\sigma^2 + \frac{(n-1)}{n}\rho\sigma^2 \cdots (*)$$

الجدول رقم 2: مخاطرة المحفظة ضمن فروض مختلفة لمعامل الارتباط

معامل الارتباط (r)	$R = +1$	$r = 0$	$r = -1$
مخاطرة المحفظة $Var(p)$ ذات n أصل	$Var(p) = \frac{1}{n}\sigma^2 + \frac{(n-1)}{n}\sigma^2$	$Var(p) = \frac{1}{n}\sigma^2$	$Var(p) = \frac{1}{n}\sigma^2 - \frac{(n-1)}{n}\sigma^2$
حدة المخاطرة			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على Markowitz (1959).

ويستفاد من العلاقات المشار إليها في الجدول السابق في التأكيد على قدرة التنويع على تخفيض مخاطرة المحفظة إلى أدنى مستوى. وقد أورد ماركويتز في هذا الصدد، مثالا عمليا يظهر أ ـر التنويع على مخاطرة المحفظة. فبافتراضه لوجود محفظتين A وB، تباين كل أصل من أصولها متماثل، ويساوي 0,1، ومعاملات الارتباط بين عوائدها متباينة، وتتراوح على الترتيب بين (0,5+)، و(0). وبتطبيق المعادلات المذكورة على المعطيات السابقة توصل ماركويتز إلى حوصلة النتائج الواردة في الجدول 3.

مما لا شك فيه أن زيادة درجة تنويع المحفظة، بإدخال مزيد من نوعيات الأصول متباينة المخاطر إلى المحفظة مع مراعاة طبيعة واتجاه معامل الارتباط بينها كفيل بتخفيض مخاطرة المحفظة عن محفظة أخرى أقل تنويعا. ولذلك ينصح ماركويتز بالاهتمام بمعامل الارتباط في عملية اختيار المحافظ. فكلما قل معامل الارتباط انخفضت مخاطرة المحفظة. وتبدو أقل المحافظ تعرضا للمخاطرة تلك التي يكون معامل الارتباط بين عوائد أصولها سالب تام، تليها المحفظة ذات معامل الارتباط المعدوم (الاستقلالية التالية)، وأخيرا المحفظة ذات معامل الارتباط الموجب، ويفضل أن يكون موجبا غير تام.كما يشير في ذات الوقت إلى ضرورة أخذ بعين الاعتبار مساهمة كل أصل في تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة وليس النظر إلى مخاطرة كل أصل على حدة، ذلك لأن التباين المشترك للأصول أكثر أهمية من تباين كل أصل على حدة.[1]

الجدول رقم 3

أ ـر التنويع على مخاطرة المحفظة في ظل حالتين مختلفتين لمعامل الارتباط

عدد الأصول	تباين المحفظة A $r = 0,5$	تباين المحفظة B $r = 0$
1	0,100	0,100
10	0,055	0,010

[1]. Markowitz, **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments,** Op. Cit., p. 114.

0,004	*0,052*	*25*
0,002	*0,051*	*50*
0,001	*0,0505*	*100*
0,0004	*0,0502*	*250*
0,0002	*0,0501*	*500*
0,0001	***0,05005***	***1000***
0,00001	***0,050005***	**10000**

***Source**: Harry M. Markowitz, **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments (**New York: John Wiley & Sons, Inc. 1959), p.112.*

ويطلق على استراتيجيات التنويع العقلاني التي لا تعترف بكفاءة السوق الاستراتيجيات النشطة *Active Strategies* لإدارة محفظة الأوراق المالية. وتقوم هذه الاستراتيجيات على افتراض أن أسعار الأوراق المالية في السوق لا تعكس قيمها الحقيقية خلال بعض الفترات.[1] ويستشف من هذا أن إلمام المحلل والمستثمر بأدوات التحليل في السوق ومعرفته بعلاقات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية من شأنه أن يساعد على تحقيق أرباح غير عادية وتفادي التعرض للمخاطر العالية.

2. 4. تنويع آجال الاستحقاق:

من الواجب أن يبحث المستثمر في تنوع آجال الاستحقاق للأوراق المالية، لتحقيق المرونة المطلوبة في إدارة المحفظة، وللتخطيط بشكل سليم للعلاقة بين التدفقات النقدية الواردة إلى المحفظة والالتزامات الأخرى التي تخصم منها.[2] ويفرض اختلاف آجال أدوات الدين وتقلب معدلات الفائدة على المستثمرين توزيع مواردهم بين الأوراق المالية ذات الآجال القصيرة والطويلة بشكل يؤدي إلى الاستفادة من المزايا التي يتيحها كل صنف منها على صعيد تقليل المخاطر وتحقيق السيولة وتعظيم العائد. فطالما أن تأ ر السندات طويلة الأجل (من سبعة إلى 10 سنوات) بتقلبات سعر الفائدة أكبر من السندات قصيرة الأجل (من سنة إلى سنتين)، فإن تركيز الاستثمارات في هذه الأخيرة يؤدي إلى تجنب التقلب الشديد في أسعار تلك السندات، محققا أرباحا أو خسائر رأسمالية هامشية، لكن مع عوائد سنوية ذات تقلبات كبيرة. وفي المقابل، فإن تركيز الاستثمارات في سندات طويلة الأجل سوف يؤدي إلى تحقيق استقرار أكبر في العائد، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة بمرور الزمن، مما يعرض حاملها لخسائر رأسمالية كبيرة إذا ما أقدم على بيعها.[3]

ومن أهم أساليب تنويع آجال الاستحقاق: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، والتركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل. ويقوم الأسلوب الهجومي على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى

---

[1]. *Serge Zancanell, "Les Fonds de Placement: Définitions et Mesures de la Performance des Fonds de Placement sur le Marché Suisse," **Document de Travail**, Cahier de Finance, p. 14.*

[2]. آلان بيفاني، "تطوير الأسواق المالية، التقييم والتقلب: اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة،" **سلسلة الخبراء**، العدد 39، المعهد العربي للتخطيط (مارس 2011 . 28.

[3]. نوار هاشم، "إدارة الاستثمارات،" **محاضرات مقدمة لطلبة السنة الرابعة**، تخصص تأمين ومصارف، إعداد فريق الكريات الحمراء

السندات طويلة الأجل وفقا للظروف والتوقعات. بينما يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج. ويعني الأسلوب الأخير استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل وتشكيل المحفظة من استثمارات قصيرة وطويلة الأجل لجمعها بين السيولة والربحية.[1]

2. 5. التنويع حسب رسملة الشركات: يتضمن هذا التنويع عملية المزج بين الأوراق المالية للشركات ذات الرسملة الصغيرة والشركات ذات الرسملة الكبيرة. ويستمد هذا التنويع نجاعته من حقيقة أن قيم الأوراق المالية للشركات ذات الرسملة الصغيرة تشهد تذبذبا زائدا عن نظيرتها للشركات ذات الرسملة الكبيرة، لذلك فإن الارتباطات الضعيفة بين الصنفين من الشركات تؤكد على وجود فائدة متأتية من المزج بينهما. ويتضح ذلك في المدى الطويل، فأسهم الشركات الصغيرة والكبيرة تنتجان نتائج مختلفة. إذ تحقق الشركات صغيرة الحجم عادة عوائد أكبر خلال المراحل الأولى من الانتعاش الاقتصادي، بينما تأتي الشركات كبيرة الحجم في الصف الأول مع بلوغ الدورة الاقتصادية لمرحلة النضج، حيث تبدأ أسهما في تحقيق نتائج مماثلة لتلك التي تحققها الشركات الصغيرة والمتوسطة.

وتوفر التغطية الإعلامية للمحللين سببا آخر للاقتناع بتوفر الشركات الصغيرة على فرص توظيف متميزة. فمن بين 10000 شركة تتداول أسهمها في كبريات البورصات الأمريكية، هناك فقط 1000 شركة قيادية تجلب انتباه محللي وملاحظي الأسواق. ومن هنا فإن الكثير من الشركات الصغيرة التي تتوفر على فرص ممتازة للتوظيف تظل بعيدة عن أنظار المحللين، ما يجعل التوظيفات الحذرة في هذه الشركات تعطي فرصا لشراء أوراق مالية لشركات ذات جودة عالية وبتكلفة تقل بكثير عن تكلفة شراء الأوراق المالية للشركات الكبرى ذات الجودة المماثلة.[2] والمغزى من ذلك أن إدراج أوراق مالية لشركات مختلفة من حيث الرسملة إلى المحفظة سيوفر مبادلة كفؤة بين العائد والمخاطرة.

3. مزايا التنويع العقلاني وحدوده

تنص النظرية الاقتصادية على أنه كلما زاد تنويع مكونات المحفظة كلما تراجعت مستويات المخاطرة. وإذا كانت الحكمة الشعبية تقضي بعدم وضع كل البيض في سلة واحدة هي حكمة صحيحة بديهيا، فإنه مع ذلك يحق الاستفسار عن الأسباب التي تدفع المستثمر أو المحلل للبحث عن الأسس والبراهين النظرية الداعمة لإستراتيجية التنويع. ولا شك أن اهتمام المسيرين المحترفين بهذا الموضوع هو نابع في الأساس من رغبة ملحة في معرفة ماهية التنويع، وركائز التنويع الجيد للمحفظة، والبحث عن الأسرار الكامنة وراء قدرة الأصول المختلفة والممزوجة معا على تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة.

ولإظهار فائدة التنويع على صعيد تخفيض المخاطرة وجب اللجوء إلى المنطق الرياضي والاقتصادي. ويسمح الاستدلال على صحة فرضية فعالية التنويع في تخفيض تباين المحفظة بصورة عامة بتعميم النتائج المحصلة على الحالات الخاصة التي تقع دونها كافة تشكيلات المحافظ المالية.

فمن أجل محفظة استثمارية مكونة من n من الأصول المستقلة عن حيث $\rho_{ij} = \sigma_{ij} = 0$ ، ومتساوية الأوزان: $\chi_i = \frac{1}{n}$ ، فإن مخاطرة هذه المحفظة - المنمذجة بالعلاقة $\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n} \chi_1^2 \sigma_i^2$ - ستؤول للانعدام مع التزايد اللانهائي لأصول المحفظة.[3]

---

[1]. هندي، **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال...**، مرجع سابق، ص ص. 215 – 220.

[2]. *RBC Gestion Mondiale d'Actifs, Op. Cit., 6.*

[3]. *Markowitz, **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments,** Op. Cit., p.111; and West, Op. Cit., p. 6.*

$$\lim_{n\to\infty}\sigma_p^2=\lim_{n\to\infty}\sum_{i=1}^{n}\frac{1}{n^2}\sigma_i^2=\lim_{n\to\infty}\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}\frac{1}{n}\sigma_i^2\to 0$$

وينطبق التحليل ذاته على الحالة الثانية التي تفترض وجود محفظة مكونة من n من الأصول، مرجحة بأوزان متساوية ومرتبطة مع بعضها (حيث $\rho_{ij}\neq 0$)، فإن مخاطرة المحفظة المنوعة – والممذجة بالعلاقة $\sigma_p^2=\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}\frac{1}{n^2}\sigma_{ij}$ - ستنخفض تدريجيا إلى حدها الأدنى مع التزايد اللانهائي لأصولها. ويمثل ذلك الحد $\overline{\sigma_{ij,i\neq j}}$ متوسط المخاطرة المنتظمة للمحفظة.

$$\begin{aligned}\sigma_p^2&=\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}\frac{1}{n^2}\sigma_{ij}\\&=\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}\frac{\sigma_i^2}{n}+\frac{n-1}{n}\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1,j\neq i}^{n}\frac{\sigma_{ij}^2}{n(n-1)}\\&=\frac{1}{n}\overline{\sigma_i^2}+\frac{n-1}{n}\overline{\sigma_{ij,i\neq j}};\\\lim_{n\to\infty}\sigma_p^2&=\lim_{n\to\infty}\left[\frac{1}{n}\overline{\sigma_i^2}+\frac{n-1}{n}\overline{\sigma_{i\ j,i\neq j}}\right]\\&=\overline{\sigma_{i\ j,i\neq j}}\end{aligned}$$

وبذلك، توضح عبارة التباين σ_p^2 نتيجتين أساسيتين، الأولى وهي اتجاه المخاطرة غير المنتظمة σ^2 (الحد الأيسر- للمعادلة) للمحفظة للتناقص، وتناهيها إلى الصفر مع التزايد اللانهائي للأصول. أما النتيجة الثانية فتظهر بقاء الحد $\overline{\sigma_{i\ j,i\neq j}}$ (الحد الأيمن) على حاله ولو ازداد عدد الأصول في المحفظة إلى ما لانهاية. ويعني ذلك أنه مهما زادت درجة تنويع الأصول المكونة للمحفظة فإن هناك مستوى من المخاطرة المحدد بالتباين المشترك بين هذه الأصول لا يمكن النزول دونه. ويعكس ذلك المستوى درجة المخاطرة المنتظمة للمحفظة التي لا يمكن التخلص منها نهائيا أو تخفيضها بالتنويع مهما زادت درجة التنويع المحلي للمحفظة. ولأن معامل الارتباط بين عوائد الأصول مختلف عن الصفر في الحالة الثانية، فقد كانت مخاطرة المحفظة أكبر مقارنة بمخاطرة المحفظة في الحالة الأولى، حيث تم افتراض استقلالية الأصول عن بعضها. ويفهم مما سبق أن المحفظة المنوعة جيدا *Well-diversified Portfolio* هي تلك المحفظة التي تكون مخاطرتها غير المنتظمة منعدمة عند مستوى معين من العائد. ولا يتحقق ذلك إلا بوجود ارتباط ضعيف بين الأصول المكونة للمحفظة.

- **حالات تطبيقية عن مزايا التنويع العقلاني:**

أولا. مزايا التنويع العقلاني للمحفظة في حالة وجود أصلين وفي ظل فروض مختلفة بشأن معامل الارتباط.

لإلقاء مزيد من الضوء على أهمية التنويع العقلاني في تخفيض مخاطر الاستثمار المحفظي وبيان مدى أهمية طبيعة وحجم معامل الارتباط في تحديد حجم المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، نفترض وجود محفظة استثمارية مكونة من أصلين متباينين من حيث درجة المخاطرة ونسب الاستثمار المخصصة لكل أصل.

❖ **الحالة الأولى: حالة معامل الارتباط الموجب والتام ρ = +1:**

سنفترض قيام أحد المستثمرين باستثمار موارده المالية المخصصة للمحفظة في أسهم منشأتين؛ إحداهما تعمل في نشاط إصلاح الأراضي، والثاني يعمل في نشاط تسويق الآلات الزراعية. من الواضح أن التحسن في ربحية المشروع الأول

الناتج عن تحسن أدائه بسبب الدعم الحكومي يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم هذا المشروع الأمر الذي يحقق للمستثمر أرباحا رأسمالية. ويترتب عن ازدهار نشاط إصلاح الأراضي انتعاشا في نشاط تسويق الالات الزراعية، مما ينتج عنه ارتفاعا في أسعار أسهمه لترتفع الأرباح الرأسمالية الحامل لأسهم هذا المشروع. والعكس صحيح في حالة حدوث الكساد. وبالتالي يمكن القول أن هناك ارتباطا موجبا بين عائدي أسهم هذين المشروعين. ففي مثل هذه الحالة يمكن حساب مخاطرة المحفظة σ (الانحراف المعياري لعائد المحفظة) بالعلاقة الآتية:

$$\rho = 1 : \sigma_p^2 = \left(\chi_1\sigma_1 + \chi_2\sigma_2\right)^2 \Rightarrow \sigma_p = \chi_1\sigma_1 + \chi_2\sigma_2$$

وبتطبيق هذه العلاقة على بيانات الجدول أدناه، نجد أن مخاطرة المحفظة تساوي 3.6 %.

σ 0.4 0.03 0.6 0.04 0.036 3.6%

	المشروع الأول	المشروع الثاني
الوزن النسبي للمشروع داخل المحفظة (X_i)	% 40	% 60
الانحراف المعياري لعائد المشروع σ (مخاطرة السهم)	% 3	% 4

المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1995)، ص. 428.

❖ **الحالة الثانية: حالة معامل الارتباط المعدوم ρ = 0:**

وهي الحالة التي لا توجد فيها علاقة بين عوائد الاستثمارات المكونة لمحفظة الأوراق المالية، أي أن معامل الارتباط بين عوائد تلك الاستثمارات يساوي صفر. بمعنى أن التغير في عائد أحد الاستثمارات لا يتبعه تغير في عائد أي من الاستثمارات الأخرى المكونة للمحفظة. مثال ذلك القيام بتوزيع المخصصات المالية للمحفظة على أسهم مشروعين استثماريين: أحدهما يعمل في نشاط الغزل والنسيج، والآخر يعمل في نشاط الإصلاح الزراعي. ففي هذه الحالة لن يتبع لن يتوقع أن يزدهر نشاط المشروع الأول (الغزل والنسيج)، نتيجة لـ عم الحكومي الموجه للمشروع الثاني (نشاط إصلاح الأراضي الزراعية)، بعبارة أخرى لن يتبع ارتفاع سعر سهم المشروع الثاني، ارتفاع سعر سهم المشروع الأول. وتبين هذه الحالة عدم وجود ارتباط بين عائدي السهمين (الأرباح الرأسمالية المحققة)، لانتفاء وجه العلاقة بين المشروعين من الناحية الاقتصادية. وبهذا يمكن قياس مخاطرة هذه المحفظة بالعلاقة الآتية:

$$\rho = 0 : \sigma_p^2 = \chi_1^2\sigma_1^2 + \chi_2^2\sigma_2^2$$

أو

σ x σ x σ

وبتطبيق هذه العلاقة على بيانات الجدول أعلاه، نجد أن مخاطرة المحفظة تساوي 2.7 %.

σ 0.4 0.03 0.6 0.04 0.027 2.7%

وكما يبدو فإن الانحراف المعياري لعائد هذه المحفظة أقل من الانحراف المعياري لعائد المحفظة السابقة. ويعني هذا أنه عندما يكون معامل ارتباط بين عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة يساوي صفر، فإن المخاطر التي تنطوي عليها

سوف تنخفض عن المخاطر التي ينطوي عليها عائد محفظة أخرى مماثلة، معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها الفردية موجب تام.

❖ **الحالة الثالثة: حالة معامل الارتباط السالب والتام 1- = ρ:**

في هذه الحالة يكون معامل الارتباط بين عائد الاستثمارين سالب تام. بمعنى أن الانخفاض في العائد المتولد عن أحدهما يصحبه ارتفاع في العائد المتولد عن الاستثمار الآخر. فبافتراض قيام المستثمر بتوزيع مخصصات محفظته الاستثمارية على أسهم شركتين: إحداهما متخصصة في تسويق اللحوم البيضاء، والأخرى تعمل في نشاط تسويق اللحوم الحمراء. في ظل هذه الظروف يمكن يتوقع أن يصاحب الكساد في تسويق اللحوم الحمراء، وما يتبعه انخفاض في القيمة السوقية لأسهم المنشأة العاملة في ذلك النشاط، سيصحبه رواج في الطلب على اللحوم البيضاء، مما يترتب عنه ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم الشركات التي تسوقها. ومثل هذا الموقف يعني أن معامل الارتباط بين عائد الاستثمارين سالب تام. ويمكن حساب مخاطرة المحفظة في هذه الحالة بالعلاقة:

$$\rho = -1 : \sigma_p^2 = (\chi_1\sigma_1 - \chi_2\sigma_2)^2 \Rightarrow \sigma_p = |\chi_1\sigma_1 - \chi_2\sigma_2|$$

وينتج عن تطبيق هذه العلاقة انخفاض الانحراف المعياري لأكثر الاستثمارات تعرضا للمخاطر، كما ستنخفض عن مخاطر أخرى محفظة أخرى مماثلة لها تماما إلا أن معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها يساوي الواحد الصحيح، أو يساوي الصفر (عدم وجود الارتباط). وللتحقق من ذلك، نفترض أن البيانات السابقة تنطبق على الاستثمارين المكونين للمحفظة التي تضم أسهم كل من شركة تسويق اللحوم البيضاء وشركة تسويق اللحوم الحمراء. وفي ظل معامل ارتباط سالب وتام ستبلغ مخاطرة هذه المحفظة 1.2 %. أي:

$$\sigma \quad 0.4\ 0.03 \ - \ 0.6\ 0.04 \quad 0.012 \quad -1.2\%$$

تبين هذه النتيجة أن المخاطر التي تنطوي عليها هذه المحفظة تقل عن المخاطر التي تنطوي عليها أي من المحفظتين السابقتين. مع ملاحظة أن الإشارة السابقة للانحراف المعياري – في الحالة الأخيرة – لا اعتبار لها. إذ أن الأمر لا يخرج عن كونه نتيجة لترتيب الاستثمارات داخل المعادلة. فلو وضعنا بيانات الاستثمار الثاني محل بيانات الاستثمار الأول لكان الناتج نفسه مع اختلاف في الإشارة فقط (+)، لذا ينبغي تجاهل الإشارة التي يسفر عنها تطبيق المعادلة الأخيرة.

- **تلخيص النتائج السابقة:**

بحوصلة النتائج التي أسفر عنها تطبيق المعادلات الثلاثة السابقة في الجدول التالي الذي يكشف بوضوح عن العلاقة بين معامل الارتباط وبين مستوى المخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري. تشير بيانات الجدول المذكور إلى أن مخاطر المحفظة تتناسب طرديا مع معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها، فكلما ارتفع معامل الارتباط ارتفعت المخاطر التي ينطوي عليها عائد المحفظة، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها. فعندما كان معامل الارتباط + 1، كان الانحراف المعياري 3.6 %، وعندما كان معامل الارتباط يساوي صفر، كان الانحراف المعياري 2.7 %، وأخيرا عندما أصبح معامل الارتباط – 1، كان الانحراف المعياري 1.2 %.

مخاطر المحفظة في ظل فروض مختلفة لمعامل الارتباط

معامل الارتباط	1 +	0	1 -

الانحراف المعياري	% 3.6	% 2.7	% 1.2

تؤكد هذه النتائج ضرورة مراعاة الدقة في اختيار الاستثمارات التي توجه إليها مخصصات المحفظة، وتبدو من الجدول أن أفضل محفظة من حيث المخاطر هي تلك التي تتضمن استثمارات الارتباط بين عوائدها سالب، ويفضل أن يكون الارتباط سالب تام. ثم تأتي في المرتبة الثانية المحفظة التي تتكون من استثمارات لا يوجد ارتباط بين عوائدها. وأخيرا تأتي المحفظة التي يكون الارتباط بين عوائدها استثماراتها موجبا، ويفضل أن يكون هذا الارتباط موجبا غير تام.

أولا. مزايا التنويع العقلاني للمحفظة في حالة وجود أكثر من أصلين.

سبقت الإشارة إلى أن مخاطرة المحفظة المكونة من n أصل تحسب بالعلاقة الآتية:

$$\sigma_p^2 = Var(R_p) = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} \chi_i \chi_j \sigma_{ij}$$

$$= \underbrace{\sum_{i=1}^{n} \chi_i^2 \sigma_i^2}_{i=j} + \underbrace{\sum_{i=1}^{n}\sum_{i=1}^{n} \chi_i \chi_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}_{i \neq j} \qquad / i = 1, 2, 3 \ldots n.$$

$$= \chi' \sum \chi$$

لتوضيح كيفية استخدام هذه العلاقة المعقد، نفترض قيام المستثمر بتكوين محفظة تضم ثلاثة أسهم لثلاث شركات هي Société Générale، وAir France، وTotal حيث نسب الاستثمار في كل سهم هي على الترتيب: 20%، 30%، و50%.

ولتكن معدلات عوائدها الشهرية (نسب التغيرات في أسعارها السوقية) خلال الفترة 2009 – 2010 معطاة في الجدول أدناه:

Mois	Société Générale	Air France	Total
Juin 2009	-5,17%	-18,97%	-5,57%
Juillet 2009	15,87%	-2,97%	1,12%
Août 2009	24,77%	20,61%	2,72%
Septembre 2009	-2,15%	16,62%	1,58%
Octobre 2009	-17,49%	-15,78%	0,07%
Novembre 2009	3,33%	0,96%	1,43%
Décembre 2009	4,39%	4,17%	9,22%
Janvier 2010	-13,77%	7,55%	-6,58%
Février 2010	-4,29%	-17,08%	-2,54%
Mars 2010	15,25%	19,27%	4,88%
Avril 2010	-13,23%	1,71%	-4,68%
Mai 2010	-13,24%	-17,06%	-7,91%
Moyenne	-0,4775%	-0,0808%	-0,5217%

وبتوظيف البيانات السابقة والمعارف الخاصة بحساب التباينات Var والتغايرات (التباينات المشتركة Cov) نحصل على النتائج التالية:

التباين Var_i	السهم	التغاير $Cov_{i,j}$	السهم
0,01837	Société Générale	0,000738	(Société Générale; Air France)
0,02137	Air France	0,000794	(Air France; Total)
0,00258	Total	0,000197	(Société Générale; Total)

وبفضل هذه البيانات يمكن تكوين مصفوفة التباينات والتباينات المشتركة للمحفظة المذكورة وذلك على النحو التالي:

	Societe Generale	Air France	Total	Sous-totaux
Societe Generale	0,2*0,2*0,01837= **0,0007348**	0,3*0,2*0,000738 **=0,00004428**	0,5*0,2*0,000197 **=0,0000197**	**0,00079878**
Air France	0,2*0,3*0,000738 **=0,00004428**	0,3*0,3*0,02137= **0,0019233**	0,5*0,3*0,000794 **=0,0001191**	**0,00208668**
Total	0,2*0,5*0,000197 **=0,0000197**	0,3*0,5*0,000794 **=0,0001191**	0,5*0,5*0,00258= **0,000645**	**0,0007838**

تباين المحفظة الشهري = مجموع التباينات والتباينات المشتركة للأسهم المكونة للمحفظة	**= 0.00366926**
الانحراف المعياري الشهري للمحفظة = الجذر التربيعي لتباين المحفظة	**= 0.06057442**
الانحراف المعياري السنوي للمحفظة = الانحراف المعياري الشهري للمحفظة $\sqrt{1}$	**= 0.2095874932** **= 20.95 %**

XV. أعمال موجهة: تمارين وأسئلة للمراجعة

1. حدد مفهوم المصطلحات التالية:

- مخاطرة الاستثمار في الأصول المالية.
- الأرباح الرأسمالية للورقة المالية.

– **مخاطرة الاستثمار في الأصول المالية**: يقصد بمخاطرة الاستثمار احتمالات التعرض للخسارة، أو احتمال عدم تحقق مستوى الربحية المنشود، معبرا عنه باحتمال تقلب أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع للأصل المالي.

- **الأرباح الرأسمالية للورقة المالية:** تمثل مقدار التغير في سعر الورقة المالية، أو قيمة الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها إذا قام حاملها ببيعها.

2. تمرين 1:

لتكن البيانات التالية بشأن الأصلين الماليين A وB.

سهم شركة صيدال (الأصل B)				سند الخزينة العمومية (الأصل A)	
الحالات	العائد المحتمل	الاحتمال		القيمة الاسمية للسند	95.5 دج
حالة الظروف الجيدة	% 12	% 60		التدفق النقدي في حالة الظروف الجيدة	100 دج
حالة الظروف الصعبة	% 6	% 40		التدفق النقدي في حالة الظروف الصعبة	100 دج

المطلوب:

1. أحسب معدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

2. أحسب معدل العائد المتوقع من السهم.

3. أحسب درجة المخاطرة للأصلين A وB.

4. كون محفظة N من الأصلين A وB. ثم أحسب عائدها المتوقع ومخاطرتها إذا علمت أن نسبة الاستثمار في الأصل A هي 40 %، وأن معامل الارتباط بين الأصلين معدوم.

5. أوجد نسبتي الاستثمار في الأصلين A وB اللتان تجعلان:

- عائد المحفظة أعظميا، أو
- مخاطرة المحفظة عند أدنى مستوى.

6. بافتراض أن هناك محفظة أخرى مماثلة K، عائدها المتوقع يساوي 8.5 % ومخاطرتها 1.327 %. أي المحفظتين أكفأ مع التعليل.

7. قس أداء المحفظتين N وK وفق مؤشر شارب، مستنتجا علاوة مخاطرتها.

حل التمرين

1- حساب معدل الفائدة الخالي من المخاطرة:

يتم تحديده على أساس سند الخزينة العمومية.

$$R_f = (100 - 95.5)/95.5$$
$$= 4.71\%$$

1- حساب معدل العائد المتوقع من السهم B:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^{n} P_i R_i$$
$$E(R_i) = 0.6(12) + 0.4(6)$$
$$= 7.2 + 2.4$$
$$= 9.6\%$$

2- حساب درجة المخاطرة للأصلين A وB.

- درجة المخاطرة:
$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i (R_i - E(R))^2}$$

- درجة مخاطرة سند الخزينة العمومية (الأصل A):
$$\sigma_A = \sqrt{1(4.71-4.71)^2}$$
$$= 0$$

مخاطرة السند معدومة لأنه أصل خالي من المخاطرة.

- درجة مخاطرة سهم شركة صيدال (الأصل B):
$$\sigma_B = \sqrt{0.6(12-9.6)^2 + 0.4(6-9.6)^2}$$
$$= \sqrt{3.456 + 5.184}$$
$$= 2.939\%$$

3- حساب معدل العائد المتوقع ومخاطرة المحفظة N (A, B):

لدينا: نسبة الاستثمار X_A في الأصل A هي 40 %، إذن نسبة الاستثمار X_B في الأصل B هي: 60%؛ (100%-40%).

- حساب معدل العائد المتوقع من المحفظة N (A, B):
$$E(R_p) = \sum_{i=1}^{n} X_i E(R_i)$$
$$= 0.4(4.71) + 0.6(9.6)$$
$$= 7.644\%$$

- حساب مخاطرة المحفظة N **(A, B):**

$$\Rightarrow \sigma_p = \sqrt{\rho_{A,B}(X_A \sigma_A + X_B \sigma_B)^2}$$
$$= \sqrt{X_A \sigma_A + X_B \sigma_B + 2X_A X_B \rho_{A,B} \sigma_A \sigma_B}$$

لدينا معامل الارتباط بين الأصلين معدوم، أي: $\rho_{A,B} = 0$ **، إذن:**

$$\sigma_p = \sqrt{X_A \sigma_A + X_B \sigma_B}$$
$$= \sqrt{0.4(0) + 0.6(2.939)}$$
$$= \sqrt{1.763}$$
$$= 1.327\%$$

4- إيجاد نسبتي الاستثمار اللتان تحققان هدف تعظيم عائد المحفظة أو تدنية مخاطرتها.

- **أ-** تحديد نسبتي الاستثمار في حالة تعظيم العائد:

- أعظم معدل عائد متوقع يمكن أن تحققه المحفظة N هو: **9.6 %**. إذن:

$$4.7X_A + (1-X_A)9.6 = 9.6\%$$
$$4.7X_A - 9.6X_A = 0$$
$$X_A = 0\%$$
$$X_A + X_B = 1 \Rightarrow X_B = 1 \because 100\%$$

- **ب**- تحديد نسبتي الاستثمار في حالة تدنية المخاطرة:

- أدنى مخاطرة يمكن أن تتحملها المحفظة N هي: **0 %**. إذن:

$$\sqrt{X_A\sigma_A + (1-X_A)\sigma_B} = 0$$
$$\sqrt{0X_A + 2.939 - 2.939X_A} = 0$$
$$\Rightarrow X_A = 1 \because 100\%, X_B = 0\%$$

6- المحفظة الكفأة هي المحفظة التي تحقق أعلى عائد من بين مجموعة من المحافظ عند نفس المستوى من المخاطر، أو تلك التي تتعرض لأدنى درجة مخاطرة عند نفس المستوى من العوائد المتوقعة. وبالتالي تبدو المحفظة الكفأة وفق هذا التعريف هي المحفظة K. فهذه الأخيرة لها نفس درجة مخاطرة المحفظة N لكنها أكبر منها عائدا.

7- **قياس أداء المحفظتين وفق مؤشر شارب:**

$$Sharp\ ratio = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

- قياس أداء المحفظة **N**:

$$Sharp\ ratio_N = \frac{7.644 - 4.7}{1.327} = \frac{2.944}{1.327} = 2.218\%$$

- قياس أداء المحفظة **K**:

$$Sharp\ ratio_K = \frac{8.5 - 4.7}{1.327} = \frac{3.8}{1.327} = 2.863\%$$

$$Sharp\ ratio_K \succ Sharp\ ratio_N$$

إذن: أداء المحفظة K أعلى أداء ممن المحفظة N.

- استنتاج علاوة المخاطرة للمحفظتين:

$$Premium = (E(R_P) - R_f)$$

- علاوة المخاطرة للمحفظة **N**:

$$= 7.644 - 4.7$$
$$= 2.944\%$$

$$Premium = (E(R_P) - R_f)$$

- علاوة المخاطرة للمحفظة **K**:

$$= 8.5 - 4.7$$
$$= 3.8\%$$

3. أسئلة للتقويم الذاتي:

- أذكر مصدرين أساسيين لعوائد المستثمرين، مبرزا معناهما وطرق حساب تلك العوائد.
- لمعامل بيتا عدة قيم، أذكرها مبينا دلالتها الاستثمارية في بورصة الأوراق المالية.
- عادة ما يتم اللجوء إلى معامل الاختلاف لحساب درجة المخاطر، وضح ذلك.
- لخص أهمية معامل الارتباط في التخصيص الفني لمكونات المحفظة الاستثمارية.
- ما هو العائد المتوقع من الاستثمار، وكيف يتم حسابه؟
- - عرف مخاطرة السوق (المخاطرة العامة)، مع توضيح سبب عدم قدرة المستثمرين على التخلص منها بالتنويع.
- ما هي مزايا محفظة الاستثمار، وأي المحافظ تتعرض لمخاطر أقل؟
- - إذا كانت لديك ثلاثة أوراق مالية (A, B, C) متباينة العوائد والمخاطرة، فما هو المعيار الذي ستعتمده في المفاضلة بين هذه الأوراق؟

يقال - أن مخاطرة المحفظة هي حاصل جمع تباينات الأصول المكونة لها ، فهل ذلك صحيح (مع التعليل)؟

- - لخص في أسطر مضمون نموذج السوق، نموذج CAPM، نموذج APT.
- يمكن التعامل مع المخاطرة الاستثمارية بمجموعة من الأساليب، ما هي تلك الأساليب (مع الشرح المختصر)؟
- يستند قرار الاستثمار في بورصة الأوراق المالية إلى محددين هما العائد والمخاطرة. قدم شرحا مختصرا لمدلولهما الاقتصادي مع تحديد بعض مؤشراتهما (مقاييسهما).
- يتوقف تنويع مكونات المحفظة المالية على عدد من الأسس، ما هي تلك الأسس؟
- حسب معامل الارتباط، رتب محفظة الأوراق المالية تنازليا من حيث درجة المخاطرة، معللا إجابتك بأمثلة من الواقع الاقتصادي.
- ماذا تعني لك العلاقة التالية: $\sigma_\rho{}^2 = \sum_{i=1}^{n} x^2{}_i \sigma_i{}^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{i\neq j}^{n} x_i x_j \sigma_{ij}$ وما هو مدلولها الاستثماري؟
- ما المقصود بأسلوب التنويع الساذج، مبديا رأيك العلمي فيه مع التعليل؟

4. تمرين 2:

إذا كنت محلل استثمار وكانت لديك البيانات الخاصة بمعدلات عوائد الاستثمار للصندوقين (أو المحفظتين) X و Y للأربع سنوات الماضية على النحو الآتي:

السنوات	الصندوق X (%)	الصندوق Y (%)
2007	13.5	15.03
2008	18.08	28.6
2009	11.5	12.4
2010	15.6	10.4

المطلوب:

1. بتاريخ: 1.1. 2011 قيم (قس) أداء الصندوقين X وY وفقا لمؤشر شارب إذا علمت أن متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة للأربع سنوات الماضية هو 6.5 %.
2. فسر النتائج المتحصل عليها مع توضيح قرارك الاستثماري.
3. استنتجمتوسط علاوة المخاطرة ل الصندوقين.

5. تمرين 3:

إذا كانت البيانات الخاصة بالعوائد المحتملة للسهمين x وy واحتمالات تحققها ضمن الظروف الاقتصادية المختلفة معطاة بالجدول الاتي:

الوحدة: نسبة مئوية (%)

	السهم y		السهم x	
الظروف الاقتصادية	العائد المحتمل	احتمال عدم التحقق	العائد المحتمل	احتمال التحقق
انتعاش	33	55	23	30
ركود	10	85	8	20
استقرار	19	60	12	50

المطلوب:

بصفتك محلل استثمار قم بما يتوجب من حسابات للمفاضلة بين المشروعين الاستثماريين x وy مبرزا قرارك الاستثماري مع التعليل.

6. القرين الثاني 4:

بافتراض أن عوائد السوق m والسهم z خلال الخمس سنوات الماضية كانت على النحو الاتي:

السنوات	عوائد السوق m %	عوائد السهم z %
2006	26	23
2007	17	25
2008	16	26
2009	19	21
2010	25	18

المطلوب:

1. استنتج طبيعة معامل الارتباط (نوع العلاقة) بين عوائد السوق وعوائد السهم z للفترة 2006 – 2010، موضحا أهميته على صعيد التخصيص الاستثماري لأصول المحفظة.
2. أحسب معامل بيتا (β) مع تفسير النتيجة المتحصل عليها.
3. أحسب درجة التذبذب في عوائد مؤشر السوق للفترة 2006 – 2010.

7. التمرين 5:

إليك المعطيات التالية الخاصة بالعوائد الشهرية لثلاثة أصول مالية مكونة لمحفظة استثمارية ما.

نسبة الاستثمار في الأصل C.....23%	نسبة الاستثمار في الأصل B.....27%	نسبة الاستثمار في الأصل A.....50%	
العائد الشهري للأصل C	العائد الشهري للأصل B	العائد الشهري للأصل A	الشهور
10,07%	**11,55%**	**16,2%**	جانفي
8,28%	**13,28%**	**14,23%**	فيفري
9,36%	**6,03%**	**10,5%**	مارس

المطلوب:

1. أحسب عائد ومخاطرة (التباين) هذه المحفظة.
2. قس أداء المحفظة وفقا لمؤشر شارب، إذا علمت أن متوسط العائد الخالي من المخاطرة هو 5,7%.
3. استنتج علاوة المخاطرة لهذه المحفظة.

الفصل السادس:

أضواء على فرضية السوق المالية الكفؤة

V. الإطار المفاهيمي لفكرة كفاءة السوق المالية.
VI. متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ودور التوقعات الرشيدة في تكوين الأسعار التوازنية.
VII. صيغ فرضية السوق المالية الكفؤة.
VIII. كفاءة السوق المالية ونظام المعلومات المالية.

الأهداف التعليمية:

- التعرف على مفهوم السوق المالية الكفؤة وفرضياتها.
- إبراز متطلبات كفاءة السوق المالية ودور التوقعات الرشيدة في صناعة الأسعار العادلة.
- تحديد صيغ فرضية السوق المالية الكفؤة.
- الإشارة إلى وجه العلاقة بين فرضية السوق المالية الكفؤة والمعلومة.

تمهيد:

تكتسي العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات المالية أهمية بالغة للأطراف المكونة للسوق على غرار إدارة الشركات والمحللين الماليين وجمهور المستثمرين والمضاربين. وكل طرف من هذه الأطراف يهتم بأسعار الأوراق المالية وبتأثير المعلومات عليها بما يحققه من نتائج تؤ ر على الهيكل الكلي للاقتصاد وتتأ ر به.

وتشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وجملة المعلومات المتدفقة إلى السوق إلى مفهوم حظي باهتمام الكثير من الباحثين على مستوى الكتابات النظرية والدراسات التطبيقية. ويتمثل ذلك المفهوم في كفاءة سوق الأوراق المالية. ويعود منشأ الاهتمام بهذا المصطلح إلى بداية نشوء الوعي الاستثماري حول حقيقة الظواهر السعرية وخصائصها الإحصائية والرياضية؛ المدعوم أساسا برواج الأفكار القائمة على افتراض القدرة التنبؤية للمستثمرين بالاتجاهات السعرية المستقبلية، وإمكانية تحقيقهم لعوائد استثمارية غير عادية. وقد تنامى الوعي بأهمية هذا المصطلح مع تزايد حاجة خبراء المال إلى توظيفه في فهم سلوك الأسعار والإلمام بمقومات نظرية الاستثمار المالي وصلته الوطيدة بعملية التخصيص الكفء للموارد المالية تحت شروط المنافسة التامة.

لذا، وقوفا على مضامين هذا المصطلح سيكرس هذا الفصل لاستعراض الخلفية النظرية لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وصلتها بفرضية الحركة العشوائية للأسعار، متضمنا شرحا لمفهوم الكفاءة السوقية ونماذجها المختلفة ومتطلبات تجسيدها، وصيغها ودور التوقعات الرشيدة في مساندة السوق على تكوين الأسعار التوازنية، وموقع المعلومات من ذلك كمحرك أساسي لهذا الدور.

I. الإطار المفاهيمي لفكرة كفاءة السوق المالية.

تتطلب العملية الاستثمارية عبر جميع مراحل الأفق الاستثماري تدفقا معلوماتيا كافيا من حيث الكم والدقة والأهمية. وهي على ذلك القدر من الأهمية، تمثل المعلومات - وبخاصة ذات الطابع المالي - البناء التحتي لسوق الأوراق المالية، والأساس العقلاني لعملية صياغة التوقعات واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة في بيئة تتسم بالتذبذب المستمر للأسعار، الذي يتغذى أساسا من الخاصية الاستيعابية للأسعار ذاتها والخاصية الانعكاسية للمعلومات المتدفقة، والمعبر عنها اقتصاديا بالكفاءة المعلوماتية. وقد استطاعت الخاصيتان السابقتان بالإضافة إلى السلوك العشوائي للأسعار أن تنفرد باهتمام منقطع النظير في الأدبيات المالية، لارتباطها الوثيق بأكثر من متغير ومفهوم.

1. مفهوم كفاءة السوق المالية:

تعتبر فرضية الأسواق المالية الكفؤة إحدى أكثر المواضيع التي أثارت جدلا محتدما ونقاشا واسعا في الأدبيات الاقتصادية قديما وحديثا. ومنذ صاغ الرياضي Louis Bachelier (1900) مع بداية القرن العشرين قانون الحركة العشوائية للتغيرات السعرية، وأرسى الأفكار الأولى الداعمة لفرضية السوق الكفؤة، أخذت الدراسات والأبحاث والمصنفات ذات الصلة تتوالى تباعا.[1] وعلى الرغم من تعدد المفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق

[1]. *Dimson, Mussavian, Op. Cit., pp. 1 - 2.*

المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد مع أفضلية للتعريف المقترح من طرف الاقتصادي يوجن فاما Eugene Fama. وقد صاغ Fama مفهوما شاملا وواضح المعالم ربط من خلاله بين الطابع العشوائي للتغيرات السعرية وفكرتي الانعكاس والاستيعاب للمعلومات، محققا خاصيتين أساسيتين من خواص مبدأ التوازن العام في النظرية الاقتصادية تحت ظروف المنافسة التامة، وهما: انعدام الأرباح الزائدة وتساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية أو المتوقعة.[1]

ينص ذلك المفهوم على أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي وضع تعكس فيه أسعار الأوراق المالية على نحو تام وفوري كافة المعلومات المتاحة في الوق.... [2] وتحدث استجابة الأسعار للمعلومات سريعا مما يؤدي إلى توافق مستويات الأسعار مع القيم الحقيقية،[3] دون أن يتيح ذلك للمستثمرين فرصة تحقيق أرباح غير عادية تفوق أداء السوق، أو عوائد المستثمرين الآخرين، نتيجة لاكتشافهم حالات التسعير الخاطئ *Mispricing*.[4]

2. كفاءة السوق المالية والقيمة العادلة

يمكن القول أن القيمة السوقية للورقة المالية في ظل هذا مفهوم السوق المالية الكفؤة هي قيمة عادلة *Fair Value* لقيمتها الحقيقية المحددة بمجموعة المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في لحظة ما. وتتعادل القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية بفعل قرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار إلى مستويات تتساوى مع قيمها التوازنية (الحقيقية) *Values Intrinsic*.[5] ووفقا لهذه الفكرة، لن تباع في السوق الكفؤة في أي لحظة ورقة مالية بقيمة تقل أو تزيد عن قيمتها الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة عنها في تلك اللحظة.[6] ومرد ذلك أن المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق ومستويات المخاطرة قد تم استيعابها من طرف الأسعار الحالية بشكل جيد، ومن ثم لا مجال هناك لتحقيق عوائد غير عادية من خلال عمليات التنبؤ والمضاربة والمراجحة. والمبالغة في دراسة وتحليل المعلومات لأغراض تحقيق العوائد الزائدة سيؤدي إلى تحميل المستثمر تكاليف إضافية قد تتساوي في النهاية مع تلك العوائد إن لم تتعداها.[7]

ويمكن نمذجة الفكرة السابقة على شكل معادلة صافي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المعدومة، كما توضحه المعادلة التالية:[8]

$$NV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E\left[D_{t+1} \middle| \Psi_t\right]}{\left(1 + r^*\right)^i} - P_t = 0 \qquad .1$$

حيث تمثل NV صافي القيمة الحالية للتدفقات (التوزيعات) المستقبلية، وP_t القيمة السوقية للورقة المالية في اللحظة t، ويمثل المقدار ($\sum_{i=1}^{\infty} \frac{E\left[D_{t+1} \middle| \Psi_t\right]}{\left(1 + r^*\right)^i}$) القيمة الحقيقية أو الحالية للورقة المالية، وتساوي القيمة المتوقعة للتوزيعات المحتملة.

---

[1]. *Jovanovic, "Le Modèle …," Op. Cit., p. 20.*

[2]. *Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," **Journal of Finance**, Vol. 25, Issue 2 (May 1970), p. 384.*

[3]. *Abdullah H. Al - Batel, "Macroeconomic Determinants of Stock Prices in Saudi Arabia," **Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies**, Vol. 24, N° 94 (1999), p. 195.*

[4]. *Eugene Fama, 'The Behavior of Stock Market Prices," **Journal of Business**, Vol. 38, Issue 1 (1965 a), p. 35.*

[5]. *Victor Dragot, Mihai Caruntu, Andreea Stoian, "Market Informational Efficiency and Investors Rationality: Some Evidences on Romanian Capital Market," **Working Paper**, University of Economic Studies, Romania, p. 2.*

[6]. *Steve Ambler, "L'efficience des Marchés Financiers," **Document de travail**, Université du Québec à Montréal, Département des Sciences Economiques (Automne 2005), pp. 2 - 3.*

[7] صبح، **مرجع سابق**، ص. 138.

[8]. *Roland Gillet, Ariane Szafaran, "Marchés Financiers et Anticipations Rationnelles," **Revue des Reflets et Perspectives**, Vol. XLIII, N° 7 (2004), p. 4.*

ويجسد منطوق هذه المعادلة حالة التساوي التام للقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المخصومة بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار (r) مع قيمتها السوقية. ويشير ذلك ضمنيا إلى أن السعر الفعلي للورقة في ظل السوق الكفؤة يعكس فعلا توقعات المستثمرين بشأن دالة التدفقات المستقبلية (توزيعات الأرباح والعوائد الرأسمالية المتوقعة) والمخاطر المتسقة مع تلك التدفقات. وينسجم هذا التحليل مع افتراضاتالنظرية الـ سيكية في التوازن التي تنص على انعدام العوائد الزائدة أو الفائضة *Excess Returns* تحت شروط المنافسة التامة.[1] فلو أن المعلومات وزعت بعدالة على متعاملين يستخدمون ذات النموذج في تقييم وتسعير الأصول المتداولة، فلا شك أن معدل العائد الفعلي لتلك الأصول سيتطابق حتما مع معدلات العوائد المتوقعة ضمن المحتوى المعلوماتي المتاح عن تلك الأصول.[2] وتحقيق العوائد الزائدة احتمال وارد كلما انفرد بعض المستثمرين بميزة الحصول على المعلومات الحاسمة قبل الآخرين. وتسمح تلك الميزة باكتشاف حالات التسعير الخاطئ لبعض الأوراق المالية، ما يمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية الاستباقية المحققة للعوائد غير العادية، أو تفادي الخسائر.[3]

من الواضح أن هذا السيناريو يمثل استـ ناء في عالم الاستثمار المالي، وهو على غرابته يظل ادعاء مقبولا من مناصري فرضية السوق الكفؤة. وقد لا يستمر إلى ما لا نهاية من منطلق عدم وجود إمكانية دائمة للحصول على معلومات داخلية تمكن أصحابها من تحقيق أرباح استـ نائية. وحتى إن تم التسليم، جدلا، بوجود ذلك فإن مفعول الكفاءة لا يلبث أن يدفع الأسعار المشوهة لتتساوى بسرعة مع قيمها الحقيقية، عاكسة محتوى المعلومات الجديدة عند مستوى سعري لا يستبقي المستثمرين المحظيين فرصة للتمادي في جني العوائد الزائدة خارج اقتضاءات العلاقة التعويضية بين العائد المتوقع والمخاطرة المتسقة.[4]

يمكن تفسير ذلك عمليا انطلاقا من أن الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية (أي تلك التي تفوق عوائدها التوازنية العوائد الفعلية) سيلجأ المستثمرون إلى شرائها لاحتوائها على فرصة تحقيق أرباح زائدة. ويؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمتها السوقية. أما الأوراق المقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية فسيتم بيعها بكثافة لعدم تضمنها فرصة تعظيم العوائد، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها.[5] ويسيغ هذا القول بأن الإختلالات الظرفية في أسعار الأوراق المالية يمكن أن تتلاشى تدريجيا حتى تتعادل القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية، وهو ما يحقق الكفاءة التسعيرية للأصول المالية.

II. متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ودور التوقعات الرشيدة في تكوين الأسعار التوازنية

تعمل الأسعار في الأسواق الكفؤة على استيعاب المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية. وأيا كانت أصناف المعلومات، فقد أصبحت قضية الحصول عليها، وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة لدى رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

---

[1]. تعتبر فكرة التوازن إحدى أهم نتائج الكفاءة السوقية وتطبيقات مبادئ النظرية الكلاسيكية في التوازن التي تنص على قدرة السوق على تحقيق التوازن التلقائي. وهذا ما حذا بمنظري المدرسة الكلاسيكية إلى اعتبار السوق الكفؤة على أنها حالة التوازن المستمر التي تتساوى فيها الأسعار السوقية للأوراق المالية مع قيمها الحقيقية المتذبذبة بطريقة عشوائية يستحيل السيطرة عليها أو التنبؤ باتجاهاتها. أنظر: نوزاد الهيتي، **مقدمة في الأسواق المالية** (طرابلس (ليبيا): أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية 1998) ص. 58.

[2] الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص.** 124.

[3]. *Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **Les Marchés Financiers: Gestion de Portefeuille et des Risques**, 3e Edition (Paris: Dunod, 1997), p. 48.*

[4]. تدعى هذه الفئة من المستثمرين بفئة التجار الداخليين *Insidres* وهي مجموعة من المستثمرين تتميز بنفوذ واسع يسمح لها بالحصول على المعلومات الخاصة وتحقيق العـ المتميزة، فضلا عن قدرتها على . التقييم الدقيق للأوراق المالية نظرا لخبرتها الواسعة في مجال التحليل وتكوين المحافظ بطريقة علمية محضة على عكس فئة المستثمرين التي تسلك سلوك القطيع في تعاملاتها.

[5]. *Frederic Mishkin, **Monnaie, Banque et Marchés Financiers** (Pearson Education, 2007), p. 4.*

وتشكل المعلومات باختلاف مستوياتها (معلومات تاريخية، عامة أو خاصة) ونوعياتها (اقتصادية، سياسية، مالية) وطبيعتها (متفائلة أو متشائمة) ركنا أساسيا في البنية الجزئية للأسواق المالية، ودعامة لفرضية الكفاءة المعلوماتية، لارتباطها الوثيق بعملية تكوين التوقعات الرشيدة وتحديد الأسعار الحقيقية للأصول المالية، فضلا عن مساهمتها في رسم واتخاذ القرارات الاستثمارية.

ووفقا لهذه القناعة، من غير المتصور وجود سوق تشتغل بكفاءة دون وجود قدر من المتطلبات، أو تدفق معلوماتي يسمح بتنشيط عمليات التداول وصياغة التوقعات الذاتية التي تدفع الأسعار السوقية نحو التعادل مع قيمها التوازنية، كلما اختلت قوى العرض والطلب على الأصول المالية.

1. متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

نجم عن تباين وجهات النظر حول سرعة استيعاب الأسعار للمعلومات بروز مفهومين أساسيين للكفاءة السوقية هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية. ويشير مفهوم الكفاءة الكاملة *Perfect Efficiency* إلى ذلك الوضع الذي تعكس فيه أسعار كافة الأوراق المالية بشكل سريع *Quickly* وصحيح *Correctly* محتوى المعلومات الواردة إلى السوق،[1] دون أن يكون هناك فاصل زمني بين وصول وتحليل المعلومات الجديدة من طرف المستثمرين واستيعاب الأسعار لها بلا مبالغة. وحتى تتحقق فرضية الكفاءة الكاملة لابد أن تتوفر مقومات وشروط السوق الكاملة *Perfect Market* المتمثلة في:

- اتصاف سلوك المستثمرين بالرشادة الاقتصادية *Rationality*، بحيث يسعى كل مستثمر نحو تعظيم أرباحه من خلال جمع وتحليل المعلومات وتكوين التوقعات العقلانية بشأن الأسعار المستقبلية.[2] وفي هذا السياق، يؤكد Fama على أهمية وجود ما يسميهم بالمتعاملين الواعين (المحللين الأساسيين والفنيين) شرط لتحقق فرضية السوق الكفؤة، حيث يتميز هؤلاء المتعاملون بموارد مالية هامة وأفضلية وقدرة كبيرة على التقييم الجيد للقيم الحقيقية للأوراق المالية، فضلا عن مقدرتهم التأثيرية على اتجاهات الأسعار[3] التي تتجلى بوضوح في أنشطتهم الاستثمارية المؤسسة على قناعة عدم كفاءة السوق في تسعير الأصول المالية. وتحثهم تلك القناعة على محاولة استغلال الإختلالات السعرية الطارئة لتحقيق أرباح إضافية، في ظل وجود مؤشرات عن انحراف الأسعار الفعلية عن قيمها التوازنية، مما يدفع الأسعار الفعلية لتتساوى مع قيمها الحقيقية.[4]

- تمتع جميع فئات المستثمرين بالمساواة التامة في الحصول على المعلومات بسرعة ودقة ودون تكلفة.[5] ويترتب عن هذا الشرط تماثل توقعات كل المستثمرين، نظرا لتجانس المعلومات المتاحة لهم. ويتطلب ذلك ضرورة توفر الشفافية *Transparency* في المعاملات وفي إتاحة المعلومات بعدالة عن الأوراق المالية المتداولة لجميع المتعاملين، بالحد من احتكار المعلومات والمتاجرة الداخلية بالمعلومات.[6]

- انعدام القيود على المعاملات اليومية للمتدخلين، كتكاليف الصفقات والضرائب على الأرباح الرأسمالية وعوائد الأوراق المالية،[7] إلى جانب تمتع المستثمرين بحرية الدخول والخروج من السوق دون شرط أو قيد. ويحقق هذا الشرط للسوق خاصية العمق والاتساع وسرعة الاستجابة *Reseliancy* للمعلومات الواردة إلى السوق.[1]

---

[1]. *Andrei Shleifer,* ***Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*** *(New York: Oxford University Press, 2004), p. 5.*

[2]. *Mignon, Op. Cit., p. 9.*

[3]. *Fama, "The Behavior of Stock Market Prices…," Op. Cit., p. 38.*

[4]. *Al - Batel, Op. Cit., p. 195.*

[5]. *Fama, "Efficient Capital Markets: A Review …," Op. Cit., p. 387.*

[6]. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية** 3 (الأردن: دار وائل للنشر، 2004) . 167.

[7]. *Fama, "Efficient Capital Markets: A Review …," Op. Cit., p. 387.*

- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق على نحو لا يسمح لأي مستثمر بالتأثير بمفرده على سعر الأصل المالي، إلى جانب إمكانية بيع أو شراء أية كمية من الأوراق المالية بسهولة تامة.[2]

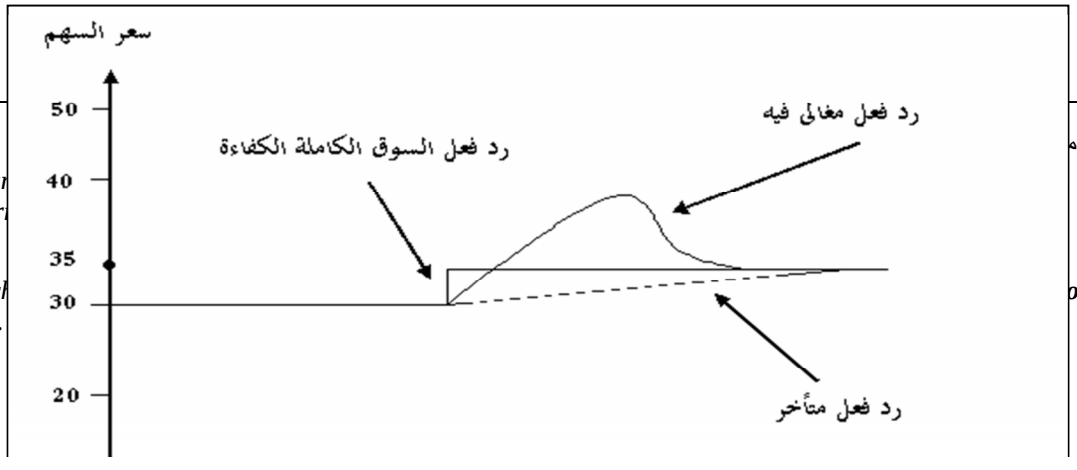
بتفحص وتحليل الشروط الثلاثة الأخيرة يتضح أنها تتصف بالجمود في الواقع العملي، فقد يندر تحققها كمنظومة واحدة في أغلب الأسواق المالية إن لم تكن مستحيلة. فهناك تكاليف وضرائب تمارس تأثيرا هاما على المعاملات في البورصات العالمية، فضلا عن وجود عدد من التجار الداخليين *Insiders* من ذوي النفوذ والقدرة على الحصول على المعلومات الخاصة قبل الآخرين، وتحليلها والتأثير بصفقاتهم الضخمة على أسعار الأوراق المالية.[3] أما الشرط الأول الذي يقضي برشادة السلوك الاقتصادي للمستثمرين الذي يتجلى في سعيهم لتعظيم أرباحهم بالاعتماد على التوقعات العقلانية فهو شرط يتسم بالواقعية، على الرغم من أن القبول به يبقى نسبيا، نظرا لما يتميز به سلوك المستثمرين من عدم الدقة والموضوعية إزاء العديد من الحقائق الاقتصادية الثابتة. فغالبا ما يكون سلوك المستثمرين ممزوجا بالانطباعات والأمزجة والتقييمات الذاتية التي لا يمكن تفاديها بأي حال من الأحوال. وبذلك، تبقى الكفاءة الكاملة ضمن هذا التوصيف حالة مثالية يستحيل تحققها، لعدم واقعية أغلب الافتراضات التي قامت عليها، فضلا عن صرامة محتواها النظري.

ويعد القبول بشرط الرشادة الاقتصادية نقطة تحول من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي يجمع أغلب الاقتصاديين على إمكانية تحققها في ظل الشواهد والدلائل الواقعية المؤكدة على رشادة سلوك أغلب المستثمرين ووجود فجوة زمنية بين وصول المعلومات إلى السوق واستيعابها من الأسعار،[4] ويعني ذلك أن هناك احتمال لانحراف القيمة السوقية للورقة المالية عن القيمة الحقيقية في المدى القصير. غير أن وجود تكاليف الصفقات والضرائب يجعل الفرق بين القيمتين ضئيلا بما لا يتيح للمستثمرين فرصة تحقيق أرباح إضافية. ويتسق ذلك مع التعريف الذي أورده مكايل جونسن Michael Jensen (*1978*) الذي يفيد بأن الكفاءة الاقتصادية للسوق هي تعبير عن حالة تعكس من خلالها الأسعار كافة المعلومات الواردة إلى السوق إلى حد تتساوى معه العوائد الحدية للاستثمار مع التكاليف الحدية المترتبة عن جمع وتحليل المعلومات.[5]

ويوضح الشكل أدناه التغيرات السعرية للسهم في ظل فرضية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في حالة ورود المعلومات السارة. ويبدو من الشكل أن هناك ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر سهم الشركة إزاء المعلومات الواردة. فبافتراض أنه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل 30$، وفي الوقت ذاته وصلت معلومات سارة بشأن وضع الشركة قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم بنحو 35$. على ضوء هذه المعطيات، من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فورا ودون فاصل زمني من 30$ إلى 35$، عاكسا بذلك محتوى المعلومات ودرجة المخاطر السائدة في السوق على النحو الذي يوضحه الخط العمودي في الشكل.

الشكل رقم 14

نموذج عن تغير سعر السهم في ظل فرضيتي الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



[1]. مطر، م

[2]. *Migr*

[3]. *Pier*

[4]. صلاح

[5]. *Mich* *onomics,* *Vol.*

المصدر: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات** (الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005)، ص. 283.

وفي ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والوصول إلى نتيجة بخصوص القيمة المتوقعة التي ينبغي أن يتداول بها السهم، وهو الفاصل الزمني بين وقت وصول المعلومات وبين ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يتساوى عنده مع قيمته الحقيقية.

وهناك سمتان أساسيتان لكي تتحقق فرضية الكفاءة الاقتصادية، وهما: الكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية. وتقضي الكفاءة التسعيرية *Pricing Efficiency* أو الكفاءة الخارجية للسوق *External Efficiency* باستيعاب الأسعار لكافة المعلومات الجديدة المتاحة لجميع المتعاملين في السوق في وقت ملائم بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة عاكسة لكل المعلومات المتوفرة في السوق. وفي ظل هذا الاقتضاء يستحيل على المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من نشاط شراء وبيع الأوراق المالية دون تحملهم لتكاليف إضافية متسقة مع حجم العوائد الزائدة.[1] ويجعل ذلك عملية الاستثمار في السوق لعبة عادلة بين جميع الأطراف. ولا شك أن خسارة المستثمر تحت هذا الوضع لا تبرر بضعف الكفاءة التسعيرية للسوق، بقدر ما يمكن أن تفسر بنقص الخبرة الاستثمارية، أو لعدم استغلال لمعلومات المتوفرة استغلالا جيدا.

أما الكفاءة التشغيلية *Operational Efficiency*، أو الكفاءة الداخلية للسوق *Internal Efficiency* فيقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض، بتدنية تأثير العوامل المسببة للخلل في تسعير الورقة المالية دون إجهاد المتعاملين بتكاليف مرتفعة.[2] وتتطلب الكفاءة التشغيلية للسوق السيولة العالية للأوراق المالية.

ويبدو مما سبق أن تحقق الكفاءة التسعيرية يعتمد على الكفاءة التشغيلية. فحتى يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، فلابد أن تكون تكاليف الصفقات منخفضة ليشجع المستثمرين على السعي أكثر للحصول على المعلومات وتحليلها بهدف تحقيق الأرباح غير العادية، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى تنشيط السوق وتسوية الأسعار بقيمها الأساسية.

2. التوقعات الرشيدة ودورها في تكوين الأسعار التوازنية

---

[1]. *Robert Gillet, "Efficience Informationnelle du Marché Boursier: Définitions, Tests Empiriques et Interprétation Cohérente des Résultats,"* ***Cahiers Economiques de Bruxelles****, N°132 (1991), p.375.*

[2]. إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة** (القاهرة: دار النهضة العربية 2000) ص. 34.

فرضت محاولات السيطرة على حالة عدم التأكد التي تطبع البيئة الاقتصادية الديناميكية وتطويعها في اتجاه تحقيق هدفي تعظيم الثروة وتدنية درجة المخاطر على الأعوان الاقتصاديين واقعا بضرورة التكيف مع هذه المفارقة، من خلال تكوين مقاربات *Approaches* نظرية لصياغة التوقعات الخاصة بالمسارات المحتملة التي يمكن أن تسلكها المتغيرات الاقتصادية على المديين القصير والطويل، وترتيب حزمة القرارات الممكنة التنفيذ على ضوء نتائج التوقعات.

ويبدو من تاريخ الفكر الاقتصادي أن الوعي بمتطلبات التوقع لأغراض الاستثمار في الأسواق المالية قد بدأت تتشكل معالمه الأولى مع نشر Bachelier لأطروحته حول النمذجة الرياضية لسلوك التغيرات السعرية في بورصة باريس للأوراق المالية.[1] وقد اكتمل ذلك الوعي بصدور أعمال الاقتصادي جون مينرد كينز John M. Keynes، الذي حرص على التأكيد على الدور المحوري للتوقعات واستخداماتها في الحياة الاقتصادية بمختلف تجلياتها عبر كتابة النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود.[2] ورغم أن Keynes قد عمل على تهيئة الطريق لبعث نظرية توافقية في التوقع الاقتصادي كمدخل لكشف مغالطات المدرسة الـ سيكية، إلا أن إسهاماته قد اكتنفها الغموض وعدم الدقة، لعدم تحديدها الإطار العام للكيفية والشروط التي يمكن أن تصاغ بها وفي ظلها التوقعات الاقتصادية.

دفع هذا الفراغ في بنية النظرية الاقتصادية العامة العديد من الاقتصاديين من شتى المدارس الاقتصادية إلى طرح مداخل ومقاربات أخرى ذات تصور مقبول يعين على استيعاب فكرة التوقع لمتغيرات البيئة الاقتصادية. ومن المتفق عليه أن العمل على إيجاد فرضية متكاملة في التوقع قد تحقق بفضل جهود الباحث Cagan الذي عمل على إعداد إطار منهجي لفرضية التوقعات وكيفية صياغتها. وقد أخذت أعماله تلك مسمى فرضية التوقعات المعدلة *Adaptive Expectations Hypothesis*.[3] وقد تعاقب على استخدامها لإغراض التوقع بالمتغيرات الاقتصادية (كمعدل الفائدة ومعدل التضخم) خلال عقد الخمسينيات نخبة من باحثي المدرسة النقدية مثل Meiselman Sutch, Modigliani, Freidman,[4].

وبسبب ما تضمنته هذه الفرضية من اختلالات على صعيد الاختبارات القياسية، فقد تداعت أمام الانتقادات التي هيأت المناخ لبروز مقاربة بديلة لنماذج التوقع الساكنة. وكبديل لفرضية التوقعات غير الرشيدة *Non-Rational* المجسدة في فرضية التوقعات المعدلة، طرح John Muth فرضيته المعروفة بفرضية التوقعات الرشيدة *Rational Expectations Hypothesis*، محدثا بذلك ثورة في عالم النمذجة العقلانية للظواهر الاقتصادية في إطار رياضي بحت. ومع أنه قدم فرضيته في مقاله *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*، إلا أن استخدامها لم ينتشر في الأدبيات الاقتصادية إلا بعد صدور الأعمال الرائدة لكل من الباحثين Lucas، Sargent ، Shiller & Modigliani وBarro حول التفسير النيوكينزي للتضخم والبطالة ومعدلات الفائدة وتأثيرات السياسة المالية والنقدية على القرارات الاستثمارات في سبعينيات القرن العشرين.[5]

---

[1]. *Bachelier, Op. Cit., pp. 35 - 38.*

[2]. جون مينرد كينز، **النظرية العامة في الاقتصاد**، تعريب نهاد رضا (الجزائر دار موفم للنشر، 1991 ص. 71.

[3]. *Nikolay Gertchev,"A Critique of Adaptive and Rational Expectations," **Quart Journal Austrian Economics**, Vol. 10 (2007), p. 314.*

[4]. *Olivier Croteau at al.,"Des Anticipations Rationnelles," **Document de Travail**, Université de Sherbrooke, Département d'Economie (Mars 2004), p. 3.*

[5]. محمد طه السقا، "التطبيقات الحديثة لفرضية التوقعات الرشيدة 1990 – 1995 " **ورقة بحث** كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر (بدون سنة نشر)، ص ص. 4 – 3.

تمثل التوقعات الرشيدة مدخلا كميا للتنبؤ بالقيمة الأساسية لمتغير ما وسلوكه العام والتغيرات الطارئة عليه.[1] وعلى هذا الأساس، قامت فرضية التوقعات الرشيدة حسب Muth على اعتبار ميل الأعوان الاقتصاديين إلى صياغة توقعاتهم الذاتية بتوظيف كافة المعلومات المتاحة في لحظة ما، مستعينين بمعرفتهم التامة بمعلمات النموذج الهيكلي الصحيح للاقتصاد. وبمقتضى ذلك، تصبح التوقعات الذاتية للوحدات الاقتصادية ممثلة في التوزيع الاحتمالي الذاتي لنتائج التوقع المشروطة بنفس المحتوى المعلوماتي متطابقة مع توقع النظرية الاقتصادية أو التوزيع الاحتمالي الموضوعي للنتائج. ويستدعي ذلك تساوي متوسط التوقعات الذاتية المرجحة بقيمة المتغير مع القيمة التنبؤية للنموذج الاقتصادي الملائم.[2]

وتتخذ فرضية التوقعات الرشيدة في إطار مفهوم الكفاءة المعلوماتية شكل النموذج الديناميكي للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأصول المالية على ضوء المعلومات المتاحة، والمعروف بنموذج التوزيعات المخصومة *Discount Dividends Model*.[3] يقوم هذا النموذج على مواءمة منطق النظرية الاقتصادية للأسواق المالية مع التغيرات السعرية للأصول المالية. وما يحصل على أرض الواقع من منظور فرضية التوقعات الرشيدة من تغيرات واتجاهات سعرية هو في حقيقة الأمر انعكاس تام لمخرجات التوقع الرشيد المستوعب للنموذج الوظيفي الصحيح لآلية عمل الأسواق.

فإذا كانت القيمة المتوقعة للأصل المالي (سهم) i من أجل اللحظة t+1 دالة في المعلومات الواردة في اللحظة t، فإن معادلة التوقع الرشيد أو القيمة الحالية (P_t) لهذا الأصل في ظل حصته المتوقعة من الأرباح الموزعة $E\ (d_{t+1})$ يمكن صياغتها برشادة على النحو:

$$P_t = \frac{1}{(1+r)}\ (E\ (P_{t+1} \mid I_t) + E\ (d_{t+1} \mid I_t).$$

حيث تشير r إلى معدل العائد المطلوب على الاستثمار، ويساوي عادة معدل التضخم. وفي ظل افتراض احتفاظ المستثمر بالأصل لفترة غير محدودة، يمكن إعادة صياغة معادلة القيمة الحالية السابقة بالصيغة الآتية:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E\ (d_{t+1} \mid I_t)}{(1+r)^i}$$

وتشير المعادلة الأخيرة ضمنيا إلى المساواة التامة للقيمة المتوقعة برشادة لسعر الأصل مع قيمته الفعلية، بما لا يدع مجالا لحدوث خطأ في التوقع. ويعني ذلك أن القيمة المتوقعة لسعر الأصل $E\ (P_{t+1})$ في اللحظة t هي أفضل تقدير لقيمته الفعلية (P_{t+1}). ويجسد هذا الوضع حالة من الغياب التام للأرباح الزائدة لعملية التوقع حسب تعبير Jensen.

ولكي تتحقق فرضية التوقعات الرشيدة، لابد من توفر الشروط التالية:[4]

- استيعاب الأسعار الفعلية والمتوقعة لكافة المعلومات المتاحة؛
- عكس الأسعار الفعلية لكافة المعلومات المستوعبة؛
- استحالة التفوق بانتظام على قانون السوق الكفؤة، وهو ما يعني انتفاء جدوى التنبؤ الإحصائي في تحقيق العوائد غير العادية، بالإضافة إلى اختفاء فقاعات المضاربة غير الرشيدة *Non-Rational Speculative Bubbles*، مع التسليم بإمكانية وجود فقاعات سعرية رشيدة، وسلوك الأسعار لحركة عشوائية أثناء تقلبها.

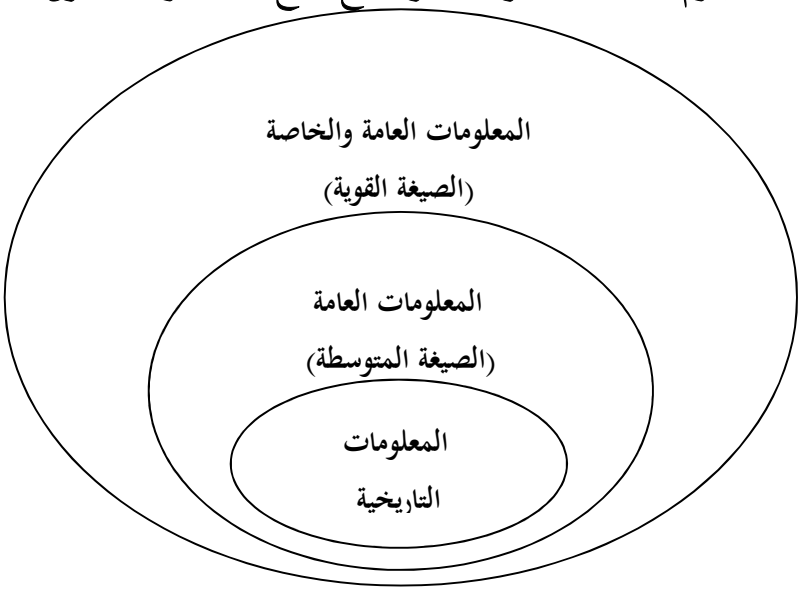
III. صيغ فرضية السوق المالية الكفؤة

---

1. *Croteau at al., Op. Cit., p.18.*
2. *John F. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," **Econometrica**, Vol. 29, No. 3 (July 1961), p. 316.*
3. *Roland Gillet, Ariane Szafaraz,"Marchés Financiers et Anticipations Rationnelles," **Revue des Reflets et Perspectives**, Vol. XLIII (2004), p.9.*
4. *Ibid., pp.10 -11.*

من الواضح أن المعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملا أساسيا وحاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق. وباختلاف مضمون ونوعية المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق. ومن الناحية التطبيقية يمكن أن تكون السوق كفأة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، وغير كفأة بالنسبة لنظام آخر. لهذا السبب، أورد فاما Fama ثلاث صيغ مختلفة لاختبار فرضية كفاءة السوق، وهي فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة متوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.[1]

الشكل رقم 8: أصناف المعلومات المتوافقة مع الصيغ الثلاثة لفرضية السوق المالية الكفؤة



***Source**: Philippe Gillet, **l'Efficience des Marchées Financiers**, 2e Edition, (Paris: Economica, 2006), p. 43.*

وبتعبير الاحتواء، يظهر الشكل 8 ثلاثة أصناف من المعلومات المتوافقة مع الصيغ الثلاث لفرضية السوق الكفؤة. وتندرج المعلومات التاريخية المستوعبة من طرف الأسعار في الإطار الأول، الذي يندرج بدوره في الإطار الثاني المتضمن للمعلومات العامة. في حين يجمع الإطار الثالث كل أنواع المعلومات: التاريخية، العامة والخاصة. وكلما زاد الابتعاد عن مركز الشكل ازدادت صعوبة إثبات صحة فرضية انعكاس واستيعاب الأسعار للمعلومات. ويؤكد ذلك على أولوية البدء باختبار صحة فرضية الصيغة الضعيفة باعتبارها نواة فرضية السوق الكفؤة. ويمكن تمثيل هذه الصيغ بيانيا على النحو الذي يصوره الشكل 9.

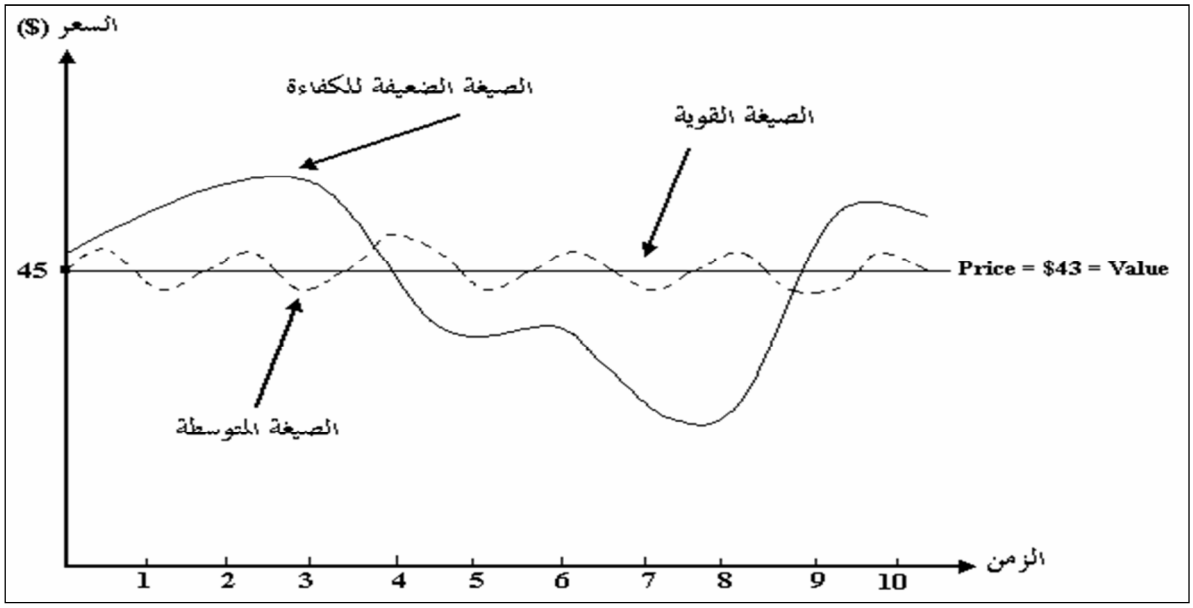
حيث يشير هذا الشكل إلى أنه في ظل فرضية الصيغة الضعيفة يمكن توقع حدوث تباين كبير وانحراف مؤقت للقيمة السوقية للورقة المالية *Price* عن قيمتها الحقيقية أو المتوقعة *Expected Value*. ووفقا لذلك، فإن المستثمرين سيحققون إما أرباحا مرتفعة أو خسائر مبالغ فيها، كما يعكسه المنحنى المستمر في الشكل. أما في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة يلاحظ أن تذبذب الأسعار كان محدودا. إذ يحتمل أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية طفيفا أو هامشيا مقارنة بما هو سائد في ظل فرضية الصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضحه المنحنى المتقطع. في حين تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة - كما يعكسها الخط المستقيم المستمر في الشكل- الوضع المثالي أو التوازني للسوق. وفي ظل هذه الصيغة، تتساوي القيمة السوقية للسهم

[1]. *Fama, "Efficient Capital Markets II," Op. Cit., p.1576.*

مع قيمته الحقيقية عند كل لحظة زمنية، بحيث يكون الانحراف بين القيمتين معدوما، أي: E (P) - P = 0. وتعني هذه المساواة انعدام التذبذب في أسعار الأسهم من أجل كل لحظة زمنية وبالتالي اختفاء أ ر العوائد الزائدة تبعا لذلك.

الشكل رقم 9

نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية



***Source**: Jack Clark Francis, **Investments: Analysis and Management**, (New York: McGraw - Hill Inc., 1976), p. 528*

1. الصيغة الضعيفة لفرضية السوق المالية الكفؤة ومدلولية الحركة العشوائية للأسعار

تشير الصيغة الضعيفة لفرضية السوق الكفؤة *Weak -Form Efficient Market Hypothesis* إلى ذلك الوضع الذي تعكس من خلاله الأسعار كافة المعلومات التاريخية الخاصة بالأوراق المالية، حجام المعاملات، والعوائد والأسعار الماضية. ويعني هذا أن محاولة التنبؤ بسعر الورقة المالية على المدى القصير بالاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار الماضية هو أمر عديم الجدوى،[1] فالتغيرات السعرية المتتالية في المستقبل غالبا ما تحدث بشكل مستقل عن التغيرات الماضية. ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مسبقا، فإن التغير في الأسعار نتيجة لذلك تحدث في أي لحظة، وفي مسارات عشوائية انعكاسا للمعلومة الواردة إلى السوق دون علم المستثمرين قبل نشرها.[2]

وكثيرا ما يتردد في أدبيات الأسواق المالية عن اقتران فرضية السير العشوائي للأسعار *RWH* بالصيغة الضعيفة لفرضية الأسواق المالية الكفؤة *EMH*.فـ الفرضيتان تلتقيان عند تصور مشترك يمثل ركيزة التحليل الاقتصادي الحديث للأسواق المالية، وهو استحالة التنبؤ بالعوائد *Unpredictability of Returns*. وينطوي هذا المبدأ على فكرة جوهرية وهي أن ارتباط الأسعار في كل لحظة بالمعلومات الواردة بطريقة عشوائية إلى السوق، ودون علم أحد من المستثمرين، يجعل الأسعار الحالية تتذبذب من لحظة لأخرى في شكل مسارات عشوائية حول قيمها الأساسية، حيث تصبح سلسلة التغيرات السعرية المتتالية (عوائد الأوراق المالية) مستقلة كليا عن بعضها، الأمر الذي يجعل تحليل التغيرات

[1]. *Ibid., pp. 1576 - 1577.*

[2]. صبح، مرجع سابق، . 139.

السعرية الماضية عديم الجدوى في عملية التنبؤ بالعوائد المستقبلية،[1] فكل الأحداث المعروفة والمتوقعة تم استيعابها فعلا من الأسعار الحالية، فضلا عن غياب الارتباط الذاتي بين العوائد خلال الزمن.

وتعرف هذه الظاهرة بظاهرة السير العشوائي للأسعار. وقد أصبحت تطبيقاتها الرياضية والإحصائية مع مرور الزمن من الأدوات الراسخة في الأدبيات المالية التي لا غنى عنها في تأكيد أو رفض صحة فرضية الأسواق المالية الكفؤة في صيغتها الضعيفة. ويعد السير العشوائي *Random-walk* حالة من حالات السيرورات العشوائية غير المستقرة *Non-stationary Process*. ومن الناحية الرياضية، يمكن التعبير عن هذه السيرورة بالنسبة لمتتالية ما من الأسعار بالنموذج الآتي:[2]

$$\ln P_t = \ln P_{t-1} + \varepsilon_t \; ; \quad \varepsilon_t \sim iid\,(0, \delta_\varepsilon^2)$$

فسعر الأصل P_t في اللحظة t هو عبارة عن سعر الأصل أو مؤشر السعر P_{t-1} في اللحظة *t-1* مضاف إليه التغير في سعر الأصل (أو مؤشر السعر)، المعبر عنه بحد الخطأ العشوائي ε_t. ومما تعنيه هذه العلاقة أن التنبؤ الأمثل بالسعر في اللحظة t هو السعر الفعلي السائد في اللحظة السابقة *t-1*.

ومن الخواص الإحصائية للسيرورة العشوائية غير المستقرة أو المتجهات العشوائية التصادفية *Stochastic Trends* لسلاسل الأسعار عدم ثبات عزومها الإحصائية كالتوقع ($E(R_t) = \mu t$)، والتباين خلال الزمن ($V(R_t) = t\sigma_\zeta^2$) فضلا عن تحرها عشوائيا بما ينافي خصائص التوزيعات الطبيعية للسيرورات المستقرة *Stationary Process*.[3]

أما الخاصية الثانية للسيرورة العشوائية غير المستقرة، فتتمثل في استقلالية التغيرات السعرية المتتالية بشكل لا يدع مجالا للتنبؤ بها، لانعدام الارتباط التسلسلي بينها. فالعوائد R_t؛ $R_t \sim \ln\left(\frac{P_t}{p_{t-1}}\right) = \varepsilon_t$ على هذا النحو يمكن اعتبارها سيرورة ضجة بيضاء *White Noise* تحمل ذاكرة معدومة، ستحيل التنبؤ بها انطلاقا من العوائد الحالية والماضية.[4] وبسبب هذه المضامين، أصبحت هذه الخاصية إحدى أكبر التحديات التي واجهها المدافعون عن فلسفة التحليل الفني القائمة على منهجية التحليل التاريخي للتنبؤ بالمسارات المستقبلية للأسعار.

وعلى صعيد الدراسات التطبيقية، اعتمدت مداخل عديدة لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة، على غرار اختبار سلاسل الارتباط واختبار الأنماط الطارئة (اختبار الاتجاه).

ويعد Fama من بين الباحثين الأوائل الذين وظفوا تقنية الارتباط التسلسلي لوصف التغيرات السعرية لثلاثين سهما مكونة لعينة مؤشر داو جونز، من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى عشرة أيام. وقد توصل إلى أن نسبة ضئيلة جدا من الأسهم تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة،[5] مما يعني صحة فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة والحركة العشوائية للأسعار.[1]

---

[1]. *Burton G. Malkiel "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics." **CEPS Working Paper** no. 91, Princeton University (April2003), p. 3.*

[2]. *Régis Bourbonnais, Michel Terraza, **Analyse des Séries Temporelles**, 3eEdition (Paris: Dunod, 2010), p.* 155.

[3]. *William Greene,. et al., **Econométrie**. 5eme Edition (France: Pearson Education, 2005), pp. 614 – 615.*

[4]. *Sandrine Lardic, Valérie Mignon, **L'efficience Informationnelle des Marchés Financiers** (Paris: La Découverte, 2006), p. 18.*

[5]. عندما تسلك التغيرات السعرية حركة عشوائية، تكون قيمة معامل الارتباط معدومة. في حين يكون هذا المعامل موجبا إذا كان متوسط الارتفاع في الأسعار خلال فترة زمنية t متبوعا بمتوسط ارتفاع كبير خلال الفترة التالية *t+1*. وفي الحالة العكسية، يكون هذا المعامل سالبا إذا كانت التغيرات السعرية خلال الفترة *t-1* تميل إلى تعويض الارتفاع (أو الانخفاض) خلال الفترة *t*. أنظر:

ومن المهم الإشارة إلى أن أغلب الدراسات التطبيقية التي أنجزت على هذا المستوى قد خلصت إلى شبه إجماع حول صحة فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة، وصعوبة تحقيق المستثمرين لعوائد غير عادية تفوق تلك المحققة في ظل استراتيجية التنويع الساذج. لكن مع ذلك يظل تأييدهم نسبيا إلى الحد الذي يحفظ ماء الوجه لأولئك المؤمنين بفلسفة التحليل الفني.

2. الصيغة متوسطة القوة

تفترض الصيغة متوسطة القوة *Semi - Strong Form Efficient Market* بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار، بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، سواء كانت خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج وغيرها من المعلومات ذات التأثير على الأسعار.[2]

وفي ظل هذا الافتراض، يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق. على أنه كلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق.[3] وبالتالي، لن يكون بمقدور مستثمر - حتى لو استرشد بتوجيهات التحليل الأساسي - تحقيق عوائد متميزة تفوق تلك التي يحققها مستثمر آخر يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي لا تتطلب أي نوع من أنواع التحليل، نظرا لسرعة تعديل السعر إزاء المعلومات الجديدة خلال فترة زمنية قصيرة.[4] وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين تغير السعر في ظل هذه المعلومات يجعل العوائد أو الأرباح الرأسمالية التي يتوقع تحقيقها محدودة على نحو لا تكفي حتى لتغطية ما تحمله المستثمر من تكاليف إضافية لإجراء مزيد من التحليل للمعلومات المتاحة.

وقد تم اختبار فرضية الصيغة متوسطة القوة بواسطة مجموعة من الأساليب، من بينها دراسات الأحداث *Events Studies* التي تتضمن دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة، كالأرباح والتوزيعات والإصدارات الجديدة، والإعلان عن اشتقاق الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية، والإعلان عن انتهاج أساليب محاسبية جديدة، والتغيرات في عرض النقود.[5] وقد اختلفت نتائج الدراسات في هذا الصدد، إذ أثبتت بعضها (Fama, Fisher, Jensen and Roll) استجابة أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين[6] وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأييد للصيغة متوسطة القوة. بينما شفت دراسات أخرى (Charest، Bernard & Thomas، Mitchell & Mulherin) أن الأسعار لا تعكس بسرعة تامة كافة المعلومات المتاحة، حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي فرصة لبعض المستثمرين لتحليل ودراسة هذه المعلومات، ومن ثم تحقيق الأرباح غير العادية.[7]

Jacquillat & Solnik, Op. Cit., p. 53

[1]. *Fama, "Efficient Capital Markets: A Review…," Op. Cit., pp. 391 - 393.*

[2]. محفوظ جبار، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة (1999 – 2001) " **مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير**، العدد الثالث، جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر (2004) . 85.

[3]. *Dimson & Mussavian, Op. Cit., p. 4.*

[4]. الدسوقي، مرجع سابق، ص. 46.

[5]. *Dragota et al., Op. Cit., pp. 2 - 3.*

[6]. *Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 7th Ed. (USA: The Addison-Wesley Series in Economics, 2004), p. 154.*

[7]. *Dimson & Mussavian, Op. Cit., pp. 4 – 5; Mignon, Op. Cit., p. 19.*

3. الصيغة القوية

تعكس فرضية الصيغة القوية *Strong-Form Efficient Market* المفهوم الواسع لكفاءة السوق. وتقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة *Fully Reflect* المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة للأوراق، وكبار العاملين فيها وفئة المحللين ذوي الخبرة والمهارة في التحليل،[1] بحيث لن يستطيع أي مستثمر حتى لو امتلك خبرة وكفاءة عالية في التحليل والتنبؤ بالأسعار أن يحقق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وذلك لأن الأسعار قد استوعبت تلك المعلومات مسبقا وعكستها بسرعة.

واختبرت صحة هذه الفرضية بقياس العائد الذي تحققه فئة معينة من المستثمرين صناديق الاستثمار والمحللين الماليين وكبار الملاك في الشركة الذين بإمكانهم الحصول على معلومات خاصة (داخلية) غير متاحة لجميع المستثمرين بسرعة كافية لإجراء التحليل وتقدير القيمة الحقيقية للورقة في ظلها.[2] وقد أكد Jensen من خلال تطبيقه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحليل أداء صناديق الاستثمار في البورصات المتطورة، أن متوسط العائد الصافي للمستثمرين في تلك الصناديق عادة ما يقل بنحو 1% عن مستوى خط السوق للورقة، وهي دلالة عن عدم جدوى ملكية هذه الصناديق للمعلومات الخاصة وعجزها عن تحقيق عوائد غير عادية تفوق متوسط العوائد للمستثمر العادي الذي يكون محفظته المالية بطريقة عشوائية.

أما بالنسبة لفئة المحللين الماليين، فتؤكد العديد من الوقائع على عدم قدرتها على تحقيق الأرباح غير العادية، باستثناء بعض الحالات الشاذة المصنفة في خانة على التشوهات السعرية (Barber & Odean)في[3] حين شفت أغلب الدراسات التي استخدمت طريقة البواقي عن وجود دلائل قوية (Jaffe, Seyhum) عن بطء الأسعار في عكس المعلومات الخاصة التي يحوزها كبار العاملين بالشركة *Registered Insiders*، كرئيس وأعضاء مجلس الإدارة، وكبار الملاك في الشركة، فضلا عن إمكانية تحقيقهم للعوائد غير العادية نتيجة لتعاملهم بالبيع والشراء للأوراق المالية لشركاتهم من خلال توظيفهم للمعلومات الخاصة.[4]

مما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضعف أكثر منه إلى القوة، بالنظر نظرا إلى إمكانية استعمال المعلومات المحتكرة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

IV. كفاءة السوق المالية ونظام المعلومات المالية

تعمل الأسعار في الأسواق الكفأة على استيعاب وعكس المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق. وينحصر جوهر الاختلاف بين المؤيدين لفكرة الكفاءة في نوعية المعلومات التي يمكن لتلك الأسعار أن تعكسها. وأيا كانت نوعيات المعلومات، فقد أصبحت قضية الحصول على المعلومات بشتى أصنافها، وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة لدى رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

1. قيمة المعلومات

تشكل المعلومات باختلاف مستوياتها (معلومات تاريخية، عامة أو خاصة) ونوعياتها (اقتصادية، سياسية، مالية...) وطبيعتها (متفائلة أو متشائمة) ركنا ركينا في البنية الجزئية *Microsticture* للأسواق المالية ودعامة لفرضية

---

[1]. *Francis, Op. Cit., p. 549.*

[2]. *Dragota et al., Op. Cit., p. 3.*

[3]. *James Bradfield,* ***Introduction to the Economics of Financial Markets (****New York: Oxford University Press, Inc., 2007), pp. 278 – 279.*

[4]. *Mohamed Chikhi, "Etude Econométrique de l'Efficience Informationnelle Face aux Anomalies sur les Marchés Boursiers,"* ***Revue du Chercheur****, No. 3, Université de Ouargla, Algérie (2004), p.7.*

الكفاءة المعلوماتية، لارتباطها الوثيق بعملية تكوين التوقعات الرشيدة وتحديد الأسعار الحقيقية للأصول المالية، فضلا عن مساهمتها في رسم واتخاذ القرارات الاستثمارية.

وفقا لهذه القناعة، فإنه من غير المتصور وجود سوق تشتغل بكفاءة دون وجود تدفق معلوماتي كافي من الأطراف المكونة للسوق، بما يسمح بتنشيط عمليات التداول وصياغة التوقعات الذاتية التي تدفع الأسعار السوقية نحو التعادل مع قيمها التوازنية العاكسة للأساسيات الاستثمارية، كلما اختلت قوى العرض والطلب على الأصول المالية.

وإذا كانت المساهمة الفعلية للمعلومات تظهر بجلاء في تكوين واتخاذ القرارات الاستثمارية المولدة للعوائد، فإن ذلك يجعل منها سلعة ذات قيمة شأنها في ذلك شأن كل الأصول المالية. وتعرف المعلومات على أنها مجموعة الرسائل *Messages* المتضمنة لوصف لطبيعة الأحداث *Events* المحتمل وقوعها مستقبلا.[1]

تفترض الكفاءة المعلوماتية ضمنيا بأن للمعلومات قيمة واحدة متماثلة لدى كافة المتعاملين في السوق. حيث يمكن التعبير رياضيا عن تلك القيمة حسب Hirshleifer (1979) بالمعادلة التالية:[2]

$$V(\eta) \equiv \sum_{m} q(m) \max_{a} \sum p(e|m)\ \ \mu(a,e) - v(\eta_0)$$

تمثل V(n) في المعادلة قيمة المعلومات، و q(m) الاحتمال الهامشي لاستقبال الرسالة (المعلومة) m. بينما يرمز P(*e*|*m*) إلى احتمال وقوع الحدث e المشروط باستقبال الرسالة m. أما المقدار u (q, e) فيشير إلى المنفعة المتولدة من الخيار الأمثل a في ظل احتمال تحقق الحدث e والمنفعة المنتظرة V(n) من متخذ القرار في ظل غياب المعلومات.

يشير منطوق المعادلة السابقة إلى قيام متخذ القرار بتحديد قيمة المعلومات بشكل يسمح له بالحصول على الخيار a المعظم للمنفعة المتوقعة والمشروطة بتلقي الرسالة m. ومن التوصيف السابق، يمكن تلخيص المعادلة العامة لقيمة المعلومات بالعلاقة الآتية:[3]

$$V(m) = \max_{a} \sum p(e/\eta)\ U(q,\ e)$$

يشتمل المدلول الاقتصادي للمعادلة السابقة على عدة أفكار تضمنها تعريف الكفاءة المعلوماتية للسوق المقترح من طرف Fama (1976, 1991). من بينها مقدرة المستثمرين على تعظيم منفعتهم الاستثمارية، وتماثل التوزيعات المشتركة للأسعار المتوقعة للأوراق المالية على ضوء المعلومات المتاحة عند لحظة ما، والمستعملة من طرف السوق في تحديد تلك الأسعار مع التوزيعات المشتركة للأسعار الفعلية المحددة بالمعلومات المناسبة المتاحة في اللحظة ذاتها. ويعني ذلك أن المعلومات المستخدمة من طرف المتعاملين في السوق ومنظومة المعلومات المتاحة في لحظة ما متماثلتان. وتحت هذا القيد، تصبح قيمة المنفعة المتولدة من الأرباح الزائدة الناتجة عن استعمال المعلومات الحالية والمتاحة في اللحظة (n_i)، بأخذ بعين الاعتبار المعلومات المتاحة (n_0) قيمة معدومة: $V(ni) - V(n_0) = 0$، وهو ما يعكس استحالة تطوير قواعد تداول تسمح بتحقيق عوائد استثمارية تفوق في المتوسط عائد محفظة السوق، من خلال استغلال المعلومات الماضية في عملية التوقع.[4]

2. دور المعلومات المالية في أسواق الأوراق المالية

---

[1] *Ishola Rufus Akintoye, "Efficient Market Hypothesis and Behavioral Finance: A Review of Literature," **European Journal of Social Sciences**, Vol.7, N°.2 (2008), p. 7.*

[2] *Michael Kästner, Biais Cognitifs et Formation des Prix sur les Marchés Financiers, **Thèse de Doctorat** Publiée par l'Université Montpellier I, Université de Montpellier I, France (Décembre 2004), p. 27.*

[3] *Ibid.*

[4] *Akintoye, Op.cit., p. 8.*

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي تحديد الأسعار التوازنية للأوراق المالية، التي تجعل عائد الأوراق المالية يتسق مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، فضلا عن قدرة المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.[1] ويتجلى الدور الهام للمعلومات في سوق الأوراق المالية في مساعدتها للمستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع للأوراق المالية المختلفة، بناء على معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة المتسقة مع درجة المخاطر المرتبطة بها.

أما على مستوى الاقتصاد الكلي، فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية المتجسدة في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد *Uncertainty* فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الاقتصاد.[2] وكلما زادت درجة الاعتماد على المعلومات، ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات. وإذا ما قدر المستثمرين أن المعلومات غير كافية، أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار كلية.[3]

وتشير المعلومات المرتبطة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى هيكل متكامل يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل، وتنبؤات المحليين الماليين والتقارير المالية التي تنشرها الشركات. أما في البلدان النامية، فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على أداء الشركات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل عليها. لذلك، يقع على إدارة الشركات بهذه البلدان عبء إعداد الحسابات الختامية، والإفصاح عن المعلومات الملائمة التي يمكن الاعتماد عليها للحكم على درجة نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة بكفاءة.[4]

يمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالشركة المصدرة إلى ثلاثة أنواع. وهي المعلومات التاريخية التي تعبر عن بيانات ماضية مثل أسعار الأسهم وعوائدها التاريخية، والمعلومات العامة المتاحة للمستثمرين عن الظروف الحالية الخاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم، وأخيرا المعلومات الخاصة،[5] التي لا تتاح إلا لفئات متميزة مثل كبار العاملين في الشركة.[6]

وهناك خاصيتان أساسيتان تشترن معا قاسما مشتركا بين احتياجات المستخدمين للمعلومات. حيث يعد توفرهما في المعلومات المحاسبية شرطا ضروريا لكي تكون ذات قيمة اقتصادية، وهاتان الخاصيتان هما القدرة التنبؤية، والقدرة على المساءلة. ويقصد بالقدرة التنبؤية *Predictability* أن تكون المعلومات مفيدة في التنبؤ بأحداث متوقعة في المستقبل. في

---

[1] السيسي، مرجع سابق، ص. 25.

[2] لطفي، مرجع سابق، ص. 190.

[3] بروس ماكوين، "حرية المعلومات خطوة نحو عدالة قرار الاستثمار " **ورقة عمل** منشورة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، مصر (2005) ص. 7.

[4] الحناوي، مرجع سابق، ص. 132.

[5]. يقصد بالمعلومات الخاصة "كافة أنواع البيانات والتقارير والمعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للشركة" كخطط مجلس الإدارة المتعلقة بتوزيع الأرباح ونسبة التوزيعات وتوقيت الإعلان عنهما، والأنواع المقترحة لتوزيع الأرباح هل هي نقدًا أم أسهما مجانية، وخطط الشركة المستقبلية أهي متجهة نحو النمو أو التوسع، والمزايا التنافسية للشركة داخل القطاع ومقدرتها على تحقيق أفضل النتائج، والمخاطر التي تواجه الشركة والاستراتيجيات المتبناة من طرف الإدارة للتعامل معها". انظر: شمس الدين، مرجع سابق، ص. 25.

[6]. ربابعة وحطاب. مرجع سابق، ص. 10.

حين تعني القدرة على المساءلة أو المحاسبة *Accountability* أن تكون المعلومات مفيدة في تقييم أداء الشركة بشكل عام وأداء إدارتها بشكل خاص.[1]

تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية بالنسبة لهيكل معلوماتي معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق. إذ هي في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ باتجاه الأسعاروفي[2] هذا الصدد، تؤ ر العلاقة بين المعلومات المالية وأسعار الأوراق المالية على طلب المستثمر على المعلومات وعلى سلوك المستثمر ذاته؛ فإذا شعر المستثمر أن السوق كفؤة فسيلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظته الاستثمارية، وبالتالي سيقل طلبه على المعلومات. أما في حالة شعوره بعدم توفر الكفاءة السوقية فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها، أو الاستعانة بالآخرين في محاولة منه لتحقيق العوائد غير العادية.

ويكمن الهدف من دراسة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية في تحديد الأوراق المالية ذات الخلل السعري، ومن ثم الإقبال على شرائها أو بيعها من أجل تحقيق العوائد الزائدة، كنتيجة لانحراف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وبالمقابل ينخفض الطلب على الأسهم المسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية، وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.[3]

ويحتاج المستثمرون في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية، وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية وبتكوين المحفظة الاستثمارية الملائمة. وعلى الرغم من أن البيانات الاقتصادية والمحاسبية المرتبطة ببيئة الاستثمار تعكس الماضي، فإن منها يمثل نقطة الارتكاز في عملية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. ومع ذلك، فإن قيمة الاستثمار أو التدفقات النقدية المخصومة بالنسبة لأي مستثمر قد تختلف اختلافا كبيرا - ارتفاعا أو انخفاضا - عن القيمة الدفترية المحاسبية بالقدر الذي يعكس اختلاف الظروف والمهارات والموارد المالية للمستثمرين.[4]

ويتوقف نجاح سوق الأوراق المالية في تحقيق الكفاءة على مجموعة من العوامل أهمها:[5]

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة، بما يسمح بتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات في ظل هذه المعلومات المتاحة.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية المتداولة، بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة مخاطرة متفاوتة على نحو يلبي رغبات المستثمرين.
- سن التشريعات ووضع القواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح، وإلزام المستثمرين على احترام المبادئ الرئيسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم المالية، والتي تتلخص في مبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات، ومبدأ التوقيتات الزمنية لإجراءات الإفصاح، ومبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات ومبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها، بحيث لا تكون مضللة وغير مبالغ فيها. وتبدو هنا أهمية المعايير المحاسبية الدولية في توحيد الاجراءات والممارسات المحاسبية الحائلة دون قدرة مديري الشركات على اصطناع التأثير على أسعار الأسهم عن طريق تضخيم الربح المحاسبي، ومن ثم اصطناع أسعار غير حقيقية للأسهم المتداولة.

---

[1]. مطر، مرجع سابق، ص ص. 172 – 173.

[2]. الحناوي، مرجع سابق، ص. 135.

[3]. حنفي **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص. 180.

[4] ماكوين، مرجع سابق، ص ص. 9 – 10.

[5] شمس الدين، مرجع سابق ص.21.

ومما سبق، تبدو العلاقة العضوية بين الإفصاح عن المعلومات والاستثمار في سوق الأوراق المالية في غاية من الأهمية. إذ من غير الممكن أن تكون هناك بورصة للأوراق المالية تتسم بقدر من الكفاءة دون توفر المعلومات اللازمة لعملية الاستثمار. بل يستحيل من الناحية النظرية أن تتحرك الأسعار في السوق دون توفر المعلومات.[1] وفي هذا السياق، ينقسم الإفصاح عن المعلومات من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي وإفصاح غير مالي. ويقتضي الإفصاح المالي نشر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركة في وقت معين، في حين يتضمن الإفصاح غير المالي نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقعها في القطاع الذي تنتمي إليه وخططها التسويقية ونوع المنتج، كما يشتمل على البيانات المتعلقة بالمدراء وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم المهنية.[2]

يمكن تقسيم الإفصاح من حيث التوقيت إلى إفصاح دوري وإفصاح فوري وإفصاح شامل. ويقصد بالإفصاح الدوري نشر المعلومات المالية بصفة دورية حسـ تنص عليه اللوائح الداخلية للسوق. ويشترط أن تكون البيانات المالية معدة طبقا لمعايير المحاسبة والمراجعة المتفق عليها دوليا. أما الإفصاح الفوري ويتمثل في الإفصاح الآني أو الطارئ عن كافة الأحداث الجوهرية الطارئة، والتي من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية. ويتم ذلك فور حدوث الحدث حتى لا تتاح الفرصة لاستغلال تلك المعلومات استغلالا سيئا يمكن أن يلحق الضرر بالآخرين. أما الإفصاح الشامل فيتم من خلال نشرات أو مذكرة المعلومات *Prospectus* التي تعد بمناسبة الاكتتاب أو الطرح العام للإصدار.[3]

. أ3 ر عدم تماثل المعلومات على سلوك الأسعار في سوق الأوراق المالية

تكشف أهمية نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤ ر سلبا على قرارات المستثمرين وكفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها.[4] فحيازة كبار الملاك في الشركة *Insiders* لمعلومات وبيانات لا يمتلكها الآخرون يمكن أن يؤدي إلى آثار وخيمة على الأطراف المشاركة في السوق. فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما.[5] ومن المؤكد أن عدم التماثل المعلوماتي *Informationaly Asymmetry* يمكن أن ينعكس في شكل عدم تجانس التوقعات*Heterogeneous Expectations* واتساع مدى السعر، وهو الأمر الذي يفضي إلى ارتفاع تكلفة الصفقات وتناقص السيولة، وبالتالي تراجع عدد المتعاملين في السوق كمحصلة لسعي الأطراف النافذة في السوق إلى تحقيق عوائد مميزة على حساب بقية المستثمرين.[6]

وبالتالي، فإن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل على المستثمرين يمكن أن يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ *Mispricing* لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم،[7] مما يؤدي في نهاية المطاف إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة. ومع ذلك، لا يسيغ التحليل

---

[1] ربابعة حطاب، مرجع سابق، ص. 7.

[2] شمس الدين، مرجع سابق، ص. 23.

[3] المرجع نفسه، ص. 24.

[4] مايكل موسى، "مواجهة تحديات العولمة " سلسلة بحوث وحلقات عمل، العدد الخامس **منشورات صندوق النقد العربي**، أبو ظبي (أكتوبر 1999) . 47.

[5] الحناوي، مرجع سابق، ص. 133.

[6] المرجع نفسه.

[7] *Charles Amo Yartey, "The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa: The Case of Ghana," IMF Working Paper, WP/06/201 (September 2006), p. 5.*

السابق الاعتقاد بأن كل المحضيين في السوق، ومنهم فئة المحللين يمارسون نشاطهم بطرق غير قانونية، ذلك لأن معظم العوائد المتميزة التي يحققها هؤلاء المحظيين في الوقت الراهن إنما هي نتاج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق.[1]

من الممكن أن يعزى عدم الكفاءة في نظام المعلومات المالية إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات، ما يقلل من فائدة ما تتضمنه من محتوى للمتعاملين. ويتوقع في هذه الحالة، أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية. أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.[2]

من المؤكد أن نظام المعلومات غير الكفء يمكن أن يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء بالتبعية. ولاشك أن العديد من الآثار الاقتصادية والاجتماعية السلبية ستبرز حينئذ كنتيجة لذلك، حيث يعزف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، وبالتالي تعقيد مسعى الشركات الراغبة في الحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو من خلال هذه الأسواق بتكلفة مناسبة. لذلك، فإن أفضل السبل لتفادي مثل هذه الآثار هي ضرورة اعتماد السلطات المنظمة لعمل السوق لمبدأ الإفصاح الإلزامي، بإجبار الشركات على نشر المعلومات التي تتستر عنها، انطلاقا من أن إدارة الشركة لن تفصح بالكامل عن كل المعلومات الخاصة بنشاطها إذا تركت لها الحرية التامة في الإفصاح عن المعلومات.[3] ويشار في هذا الصدد، إلى أنه في حالات اللاتساق القوي للمعلومات يمكن أن تكون الآثار الناجمة كنتيجة لذلك وخيمة على السوق. وقد يؤدي ذلك في بعض الحالات إلى الانهيار الشامل *Collapse* ليس لسوق الأوراق المالية فحسب، بل للمنظومة المالية برمتها.[4]

---

[1] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات، بورصات** (الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005 ص. 286.

[2] السيسي، مرجع سابق، ص. 27.

[3] لطفي، مرجع سابق، ص. 193.

[4] *Frederic Mishkin, "Financial Crises", NBER Report, Massachusetts (Winter 1996), pp. 10 - 11.*

خاتمة:

خصصت هذه المطبوعة لدراسة مجال معين من اقتصاديات الأسواق المالية. حيث تطرق الفصل الأول لدراسة الإطار النظري للأسواق المالية، متضمنا التعريف بهيكلها ووظائفها المتعددة في الاقتصادات الحديثة، ومؤشرات تطورها، وأهم الفئات المشاركة فيها. ويلاحظ أنه قد تم تناول هذه المحاور بالاستناد إلى ما هو سائد في الأسواق المالية المتطورة، حيث تمثل أنموذجا راقيا يمكن أي يحتذى به في الدول النامية للتأسيس لنهضة مالية أساسها المبادرة الخاصة.

وبصرف النظر عن المعايير المعتمدة في تصنيف وتبويب المكونات الأساسية لهيكل السوق المالية، يمكن تقسيم هذه الأخيرة إلى سوق نقدية وسوق رؤوس الأموال. ويبدو أن مكمن التفرقة بين هذه وتلك نابع من الاختلاف في آجال التوظيفات والعمليات، وماهية الأدوات المالية المتداولة في السوقين. وحيث أن هناك أهمية قصوى من وراء الاستثمار في أسواق رأس المال، فقد تم التركيز عليها دون سواها من التفريعات الأخرى للسوق المالية.

وقد تبين من خلال العرض الوصفي أن سوق الأوراق المالية باعتبارها أهم قسم يتفرع عن سوق رأس المال تؤدي وظائف في غاية من الأهمية، يترتب على انعدامها أو قصور إحداها في أي اقتصاد تخلفا وتدهورا في مستويات التنمية الاقتصادية. ولعل من أهم تلك الوظائف، تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية ومتابعة أداء الشركات المدرجة، وتوفير المعلومات والسيولة للأطراف المتعاملة في السوق.

وحتى تؤدي السوق المالية هذه الوظائف بفعالية، كان من الضروري أن تتنوع الأدوات الاستثمارية في السوق، وتتعدد الأوعية الادخارية تعددا يلبي حاجات المستثمرين التمويلية ويراعي ميولاتهم الاستثمارية، ويتماشى مع تجديدات ومتطلبات الحياة الاقتصادية المعاصرة. وهو ما تم تناوله في الفصل الثاني. إذ توفر الأسواق المالية المتطورة توليفة متنوعة من الأدوات المالية، تتراوح بين أصول الملكية كالأسهم بأنواعها، وأدوات المديونية بشتى أصنافها، والمشتقات المالية التي تأخذ من الأداتين آنفتي الذكر محلا للتعامل والاتجار يضاف إليهما معدلات الفائدة، مؤشرات الأسعار، والعملات والبضائع وغيرها من الأصول المالية الحديثة.

ويشترك في إجراء وإتمام المعاملات في سوق الأوراق المالية عدد كبير من المتعاملين. وعلى الرغم من أنه يمكن التبادل (التعامل) بصورة مباشرة بين مستثمرين اثنين فقط (كالدولة، الشركات والبنوك والمستثمرون المأسسيون، والأفراد المستثمرون) إلا أن العملية المعتادة تقتضي استخدام الخدمات المقدمة من فئة السماسرة والتجار المتخصصين في أعمال الوساطة (كالسماسرة الوكلاء، والمتخصصين وسماسرة الصالة وغيرهم...) لتفادي التكلفة المرتفعة للاتصال المباشر بين المستثمرين.

وفي الحالة الأولى، أي الوساطة المالية، يمكن أن تأخذ الصفقات شكل مقابلة للأوامر الممررة من قبل البائعين والمشترين. وبغض النظر عن مواصفاتها، فإن أكثر الأوامر شيوعا في الأسواق المالية أربعة أنواع وهي؛ أوامر السوق، الأوامر المحددة، أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة. ولكل نوع من هذه الأوامر توصيف ومزايا خاصة. غير أن المهم من ذلك، هو أن تسير إجراءات تنفيذ وتصفية متعلقات الأوامر في خطوات تضمن السير والمرونة في التنفيذ على نحو يسهم في تعظيم ثروة المستثمرين ويحقق الاستقرار في المعاملات.

ولاشك أن تنشيط سوق الأوراق المالية هي مهمة أكبر بكثير من مجرد إنشاء الهياكل أو استصدار القوانين الملحة على إرساء دعائمها. وواقع الأمر، أن نقطة الانطلاق الحقيقية تكمن في فهم آلية عمل الأسواق المالية، والوعي بقدرتها على تأدية وظائفها بكفاءة عالية في الاقتصاد الوطني. وهو ما تم التطرق له في الفصل الثالث. حيث عرض فيه لآليات عمل بورصة الأوراق المالية، من ناحية الأوامر وخصوصياتها، وعمليات التسعير وطرقه، فضلا عن تسليط الضوء على تجربة بورصة الجزائر والهياكل المشرفة عليها.

ومن أجل اتخاذ قرار استثماري صائب في الأدوات المالية فإن الأمر يحتاج إلى كم من المعلومات. وبمقتضى ذلك ظهرت فلسفتين لتحليل المعلومات، وهما أسلوب التحليل الأساسي بما فيه التحليل المالي، وأسلوب التحليل الفني.

يضم الأسلوب الأول فئة المحللين الذين يستخدمون أدوات التحليل الأساسي، ويطلق عليهم مسمى الأساسيين ، أما الأسلوب الثاني فيضم فئة المحللين الذين يستخدمون أدوات التحليل الفني، ويطلق عليهم اختصارا اسم الفنيين .

ويتأسس التحليل الأساسي في ظل منهج التحليل من الأعلى إلى الأسفل على ثلاثة مداخل متسلسلة. ينصرف المدخل الأول إلى تحليل الظروف الاقتصادية وبيان أ رها على القطاعات الاقتصادية المكونة للسوق، ومن ثم على الشركات التي تنتمي لكل قطاع، وذلك من خلال تحليل جملة المتغيرات الكلية كالسياسات المالية والنقدية، إلى جانب دراسة الأحداث السياسية الدولية المهمة. ويأتي بعد ذلك المدخل الثاني الذي يعنى بتحليل ظروف القطاعات المكونة للسوق. ويبدأ هذا المدخل بتحليل الأبعاد الأساسية لأنشطة القطاعات المختلفة، كدراسة حجم المبيعات التاريخية، والأرباح وحجم العرض والطلب، وأوضاع الشركات المنافسة. أما المدخل الأخير فيهتم بتحليل ظروف الشركة من خلال دراسة مركزها المالي وتقدير ربحيتها، ومدى جاذبية أوراقها المالية المتداولة باستخدام مجموعة من المؤشرات الاسترشادية (النسب المالية) المستنبطة من القوائم المالية المنشورة.

ويفيد التحليل الأساسي في التعرف على الأوراق المالية ذات الخلل السعري، وذلك بتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية، ثم مقارنتها بسعرها السوقي (القيمة السوقية). فإذا تبين من نتائج القياس ارتفاع السعر السوقي بدرجة كبيرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، فعندئذ يقال أن السعر السوقي للورقة المالية مبالغ فيه، أما إذا كان السعر السوقي أقل بكثير من القيمة الحقيقية للورقة المالية فيستنتج أن هذه الورقة مقيمة بأقل مما يجب.

هذا ويتضمن يتضمن مدخل التحليل الفني - على عكس التحليل الأساسي - دراسة السوق ذاتها دون دراسة العوامل الخارجية التي يحتمل أن تؤ ر على السوق. ويهدف التحليل الفني إلى التنبؤ بالحركات السعرية قصيرة الأجل لمؤشر السوق، ومن ثم تقديم التوصيات الخاصة بالتوقيت الملائم لتنفيذ عمليات الشراء أو البيع للأوراق المالية، باستخدام مجموعة من الأشكال والخرائط البيانية التي تترجم أحجام الصفقات والأسعار السائدة في السوق إلى صورة معلومات إحصائية بدلالة الزمن الماضي.

وتشير فلسفة هذا التحليل إلى إمكانية التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية، واتخاذ القرارت الاستثمارية سيما في ظل ظروف لا تتوفر فيها المعلومات المالية الكافية عن الشركات، أو في ظل سوق ناشئة لايتاح فيها للمستثمرين خبرة وثقافة استثمارية كافية عن أدوات التحليل الأساسي للأوراق المالية.

ويمكن أن يكون التحليل الفني مفيدا بشكل كبير على المدى القصير أكثر منه على المدى الطويل - والعكس بالنسبة للتحليل الأساسي، إذ من المؤكد أن مبيعات الشركة وأرباحها وقدراتها التنافسية وحتى حالة الاقتصاد لن تتغير خلال ساعة من الزمن، وفي مثل هذه الحالات قد يكون من صالح المستثمر الاسترشاد بنصيحة المحلل الفني. لذا، فكلما كانت المدة الزمنية للمتعامل قصيرة كلما كان التحليل الفني مجديا أكثر من التحليل الأساسي.

وتبين مقارنة بسيطة بين الأسلوبين أن المحلل الأساسي عادة ما تكون نظرته مستقبلية، في حين أن نظرة المحلل الفني غالبا ما تكون تاريخية أو خلفية، كما أن اهتمامات المحلل الأساسي تتركز بصفة أساسية على الايرادات وتوزيعات الأرباح المستقبلية، بينما تنصب اهتمامات المحلل الفني على دراسة حجم المعاملات والحركات السعرية الماضية.

وعلى الرغم من تعدد أوجه التباين بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، إلا أن ذلك لايسيغ الإعتقاد بتعارض الأسلوبين، بقدر ما يشير إلى تكاملهما. إذ عمليا يمكن للمستثمر في حالات كثيرة استخدام مزيج من الأسلوبين في آن

واحد، ففي الوقت الذي يمكن أن يستخدام التحليل الأساسي في اختيار الأوراق المالية التي يحتمل أن تكون محلا للاستثمار المربح، يمكن للمستثمر استخدام التحليل الفني أداة لتحديد الأوقات المناسبة لـ دخول أو الخروج من السوق. وتكمن نقطة الالتقاء بين الأسلوبين في استحالة تحقيق المستثمرين المؤمنين بفلسفة التحليلين لأرباح زائدة في ظل فرضية الكفاءة السوقية، وهو ما سيكون مجالا للبحث في الفصل التالي.

يوفر الاستثمار المحفظي أو الاستثمار غير المباشر المرتكز على مبدأ التنويع آفاقا واسعة للمستثمرين لتخفيض المخاطرة وتعظيم العائد، سيما في حالة الأسواق المنفصلة. ويمثل ذلك إحدى محاسن نظرية التمويل الحديثة التي أسس لها الاقتصادي هاري ماركويتز، ومن بعده نخبة من الاقتصاديين. ولا غرو أن يشغل ذلك بال الباحثين ومؤسسات الاستثمار الكبرى، التي شهدت زخما من الإبداع في وضع الاستراتيجيات الاستثمارية، مستهدفة التفوق على أداء الأسواق غاية ومطية لتقويض نموذج السوق الكفؤة، الذي ما فتئت النظريات الأصولية تردد على أنه نموذج لا يغلب، وهو ما قد يعيد إلى الأذهان فرضية إمكانية التنبؤ بالأسعار من خلال تتبع حركة السوق وتحليل بياناتها الأساسية.

وفي ختام هذه المطبوعة، أتاح الفصل السادس والأخير مدخلا نظريا لفهم نظرية الأسواق المالية الكفؤة على ضوء الدراسات والأبحاث النظرية والتطبيقية الحديثة. وقد تبين من متن التحليل أن الكفاءة السوقية هي مفهوم تقني يراد به أن يعكس سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة عن نشاط الشركات المدرجة في السوق ومحيط أعمالها بدلالة المستويات (أو المراحل) الزمنية المختلفة. وقد نجم عن تباين وجهات النظر حول سرعة انعكاس المعلومات في الأسعار بروز مفهومين أساسيين لمفهوم الكفاءة السوقية هما: مفهوم الكفاءة الكاملة ومفهوم الكفاءة الاقتصادية. ومن المتفق عليه أن الكفاءة الكاملة هي مفهوم يصعب تحقيقه إن لم يكن مستحيلا. في حين يكاد يجمع الاقتصاديون على حقيقة إمكانية تحقيق الكفاءة الاقتصادية، نظرا لتضمنها افتراضا منطقيا وهو أن سلوك أغلب المستثمرين في السوق يتميز بالرشادة الاقتصادية، إضافة إلى سعيهم نحو تعظيم رواتهم باستخدام شتى الموارد المالية المتاحة، وهم بسعيهم الدؤوب نحو تحقيق هذا الهدف يدفعون بالسوق نحو تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

وفي ظل السوق المالية الكفؤة، يتطلب تحقيق التخصيص الكفؤ للموارد المالية توافر مطلبين أساسيين هما: كفاءة التسعير (الكفاءة المعلوماتية) وكفاءة التشغيل. وقد اختبرت نظرية الكفاءة السوقية وفقا لاختلاف طبيعة ونوعية المعلومات التي تعكسها الأسعار ضمن ثلاث صيغ. وتتمثل هذه الصيغ في فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة، وفرضية الصيغة متوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية. وبينما اختلفت الدراسات وتباينت الآراء حول مدى واقعية الصيغتين الأخيرتين، حظيت فرضية الصيغة الضعيفة بتأييد يكاد يكون إجماعا، وذلك لورود نتائج تتماشى والافتراض القائل بأن الأسعار تسلك حركة عشوائية تعبيرا عن النمط العشوائي للمعلومات الواردة للسوق، وتبعا لذلك لا يمكن للمستثمرين التنبؤ بالاتجاه العام المستقبلي للأسعار ومن ثم تحقيق العوائد غير العادية بالاعتماد على الحركة التاريخية للتغيرات السعرية. وتحمل نظرية الكفاءة السوقية بصيغها الثلاثة تحديا كبيرا للمؤمنين بفلسفة التحليل الفني والتحليل الأساسي. وإزاء ذلك، يصبح تحليل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق عديم الجدوى في ظل تحقق الصيغ المختلفة للكفاءة.

وحتى تكون السوق كفؤة كما تتصورها افتراضات نموذج السوق المتوازنة، فإن الأمر يحتاج إلى نظام معلوماتي كفؤ يضمن تدفق المعلومات باستمرار إلى كافة الأطراف المشاركة في السوق. وبصرف النظر عن آراء المشككين في محتوى نظرية الأسواق الكفؤة، فإن انعدام وضع الكفاءة في بعض الأسواق، أو بروز ظواهر من اللاتساق في التجربة لا يمكن أن يعزى بأي حال إلى وجود خلل في افتراضات النموذج بقدر ما يمكن أن يعزى إلى عوامل بعضها متعلق بسلوك المستثمرين، وبعضها الآخر يرتبط بطبيعة أنظمة التداول، أو إلى أوجه القصور في نظام المعلومات السائد في السوق. وعلى هذا الأساس، كان من المنطقي أن تظهر عدة أطروحات استثمرت في الثغرات السابقة.

قائمة المراجع:

أولا. المراجع باللغة العربية:

7 . أبو العز، نهلة. ( ). المتخصص يصنع السوق. *مجلة الأهرام الاقتصادية*، عدد 3 .

.إسماعيل، محمد علي. "دراسة طرق عرض وتحليل بيانات الأسعار"، ورقة بحث منشورة، مصر مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، الإدارة العامة لجودة البيانات (ديسمبر .

.آل سليمان، مبارك بن سليمان بن محمد. (. *أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة*. الجزء الأول، الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع.

3.آل فواز، مبارك بين سليمان. (1). الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية). السعودية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز.

31.باعيسى، محمود عمر. "تحديد التشكيلة المثلى للبدائل الاستثمارية باستخدام نماذج البرمجة الرياضية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد(1 1 .

3.برغام، أجين. (1). الإدارة المالية (الجزء الأول). ترجمة محمود فتوح وآخرون، حلب (سوريا): شعاع للنشر والتوزيع.

33.البساط، هشام. الأسواق المالية وبورصات الأوراق المالية. اتحاد المصارف الإسلامية.

3.البنك المركزي المصري، قطاع الرقابة والإشراف. السندات المغطاة. ورقة عمل محملة من الموقع http://www.nbe.com.eg/Arabic/index.htm

3.بني هاني، عبد الرزاق. (1). مبادئ الاقتصاد الكلي (الطبعة الثالثة). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

3.بوراس، أحمد. "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة،" مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر (1 .

37.بوراس، أحمد3(. *أسواق رؤوس الأموال*. قسنطينة (الجزائر): مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة.

3.بوعكاز، نوال. "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية" (رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر: جامعة سطيف،11 .

3.بوكساني، رشيد. ( ). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

.بيرلي، ريتشارد، وستيوارت ميرز، وفرانكلين ألين. (1). أساسيات تمويل المنشأة (الكتاب الأول). تعريب سرور علي إبراهيم سرور وأحمد يوسف عبد الخير، الرياض: دار المريخ للنشر.

1 .بيفاني، آلان. "تطوير الأسواق المالية، التقييم والتقلب: اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة،" سلسلة الخبراء، العدد 3 المعهد العربي للتخطيط (مارس11 .

.التميمي، ارشد فؤاد. (. *الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات*. الأردن، عمان: دار اليازوري.

3 .جابر، محمد. الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، ط.1 (بغداد دار الرشيد للنشر، 1 .

.جبار، محفوظ. "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة (1 ‡ "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث، جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر (.

.جبار، محفوظ. "مؤشرات البورصة؛ كيفية بنائها وتسييرها"، ورقة بحث منشورة، مجلة سوق المال، العدد 1، الكويت البنك الصناعي الكويتي (يوليو 1 .

.جبار محفوظ. (. *الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية*. الجزء الثاني الطبعة الأولى الجزائر دار هومة.

7 .جبار، محفوظ. (. *تنظيم وإدارة البورصة* (الجزء الثالث). الجزائر دار هومة.

.جبار، محفوظ. أسواق رأس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، الجزء الأول (لجزائر: دار الهدى للنشر، 11 .

.جبار، محفوظ، وعمر عبده سامية. ( ). أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث.

. الجميعي، مقبل. الأسواق والبورصات.

1 .حطاب، سامي. "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار،" منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي (آذار 7 .

.حماد، طار ق عبد العال 1(. *المشتقات المالية المفاهيم، إدارة المخاطر*. الإسكندرية الدار الجامعية.

3 .حماد، عبد العال. إدارة المخاطر (الإسكندرية الدار الجامعية للنشر3 .

.الحناوي، محمد الصالح. (1 . *تحليل وتقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية*. الإسكندرية الدار الجامعية.

.الحناوي، محمد صالح، وإبراهيم سلطان وجلال العبد. (. *تحليل وتقييم الأوراق المالية*. الإسكندرية الدار الجامعية.

.الحناوي، محمد صالح، وجلال إبراهيم العبد. (. *بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*. الإسكندرية الدار الجامعية.

7 .الحناوي، محمد صالح، ونهال فريد، وجلال إبراهيم العبد. (. *أسواق المال والمؤسسات المالية*. الإسكندرية الدار الجامعية.

.حنفي، عبد الغفار 3(. *بورصة الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات*. الإسكندرية الدار الجامعية الجديدة للنشر.

.حنفي، عبد الغفار. الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الإسكندرية الدار الجامعية، .

.حنفي، عبد الغفار، ورسمية زكية قرياقص. (. *أسواق المال*. الإسكندرية الدار الجامعية.

1 .حنفي1 عبد الغفار، ورسمية زكية قرياقص. (. *الأسواق والمؤسسات المالية*. الإسكندرية الدار الجامعية.

.الحوراني، ياسر عبد الكريم. (1). أدوات الاستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي. *مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون*، المجلد ، العدد .

3 .خربوش، حسني علي، وعبد المعطي ارشيد، ومحفوظ احمد جودة. إدارة المحافظ الاستثمارية (الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع، 1 .

.خضر، حسان. "التحليل الفني للأسعار"، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، الكويت المعهد العربي للتخطيط h //www.aa ab / _fi .s .h)3m

.خضر، حسان. "التحليل الفني"، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط 3(.

.خضر، حسان. "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط h //www.aa ab / _fi .s .h)3

7 .خضر، حسان. " التحليل الأساسي"، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية، الكويت المعهد العربي للتخطيط (فبراير 3 h //www.aa ab / _fi s .h

.الخضيري، محسن أحمد. كيف تتعلم البورصة في ساعة (القاهرة إيتراك للنشر والتوزيع، 1 .

.الداغر، محمود محمد. الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات (الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع، .

7.الدسوقي، السيد إبراهيم. "التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية،" مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد الثالث (1 .

71.الدسوقي، إيهاب. اقتصاديات كفاءة البورصة (القاهرة دار النهضة العربية .

7.دهال، رياض. "الأدوات المالية"، سلسة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، الكويت المعهد العربي للتخطيط3(.

73.دهال، رياض. (مارس). تحليل الأسواق المالية. *سلسة سر التنمية*: سلسة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت المعهد العربي للتخطيط.

7.ربابعة، عبد الرؤوف ، وسامي حطاب. "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية" ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة (ديسمبر .

7.رضوان، سمير عبد الحميد. (1 . *أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية*. القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.

7.رحيم، حسين (1 . *أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية*. الجزائر: منشورات مكتبة اقرأ.

77.الزامل، خالد. "دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي "، ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول الذي نظم تحت إشراف وزارة الصناعة السورية، دمشق (ماي . h //www.you o inion. ov.sy/m111.h m

7.السعيد، هالة حلمي. "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، سلسلة رسائل البنك الكويت الصناعي، العدد ، الكويت بنك الكويت الصناعي (سبتمبر .

7.السقا، محمد طه. "التطبيقات الحديثة لفرضية التوقعات الرشيدة 1 – 1،" ورقة بحث، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر (بدون سنة نشر).

.سليمان، محمد. " التحليل الفني للأسهم بين الواقع واحتياجات المتداولين"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، العدد 1، الربع الرابع (h //www. a awul. .om.sa

1 .سوق الدوحة للأوراق المالية، قاموس المستثمر: مصطلحات استثمارية، مطبوعات تعليمية (.

. سويلم، محمد. *إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية*. دار الهاني للطباعة.

3 . السيد علي، عبد المنعم، ونزار سعد الدين العيسى. (. *النقود والمصارف والأسواق المالية*. الأردن دار الجاسر للنشر والتوزيع.

.السيسي، صلاح الدين حسن. بورصات الأوراق المالية (القاهرة عالم الكتب3 .

. شلبي، علي (1 . *بورصة الأوراق المالية* (الطبعة الأولى). القاهرة: مكتبة النهضة المصرية.

.شمس الدين، أشرف. "أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية،" ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة (ديسمبر .

7 .صبح، محمود. التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية. ط3 بدون مكان النشر البيان للطباعة والنشر، .

.صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، العدد الثاني والأربعون، أبو ظبي (الربع الثاني .

.صوفي، عدنان عبد الفتاح، وغازي عبيد مدني وياسين عبد الرحمان الجفري. "إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي." مجلة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد الثاني (1 .

.عبيد، سعيد توفيق. الاستثمار في الأوراق المالية. القاهرة: مكتبة عين شمس، 1.

1 .عطون، مروان.3(. *الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال*. الطبعة الثانية، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

.عطية، أحمد صالح3(. *مشاكل المراجعة في أسواق المال*. مصر: الدار الجامعية.

3 .عفيفي، عبد الرزاق. (. *بورصة الأوراق المالية والضرائب*. القاهرة: مكتبة الهدي المحمدي.

.عوض الله، زينب حسين. العلاقات الاقتصادية الدولية (بيروت مطابع الأمل، بدون سنة النشر .

.قندوز، عبد الكريم أحمد. "ما المقصود بالمشتقات المالية،" جزء مقتبس من كتاب: المشتقات المالية.

.الكراسنة إبراهيم. ( ). إرشادات في تقييم الأسهم والسندات. ورقة بحث، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، الإمارات العربية المتحدة.

7 .كريم، عبد الحفيظ محمد. "اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمّان المالي خلال الفترة (1 – " مجلة العلوم الإنسانية الالكترونية، العدد (يوليو //www.ulum.nl/ om Pa h

.الكيلاني، عادل عبد الله. ( ). دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية. ورقة عمل مقدمة خلال ندوة تطوير سوق الأوراق المالية في الجماهيرية العربية الليبية، أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة، طرابلس. ص. 1 .

.كينز، جون مينرد. النظرية العامة في الاقتصاد، تعريب نهاد رضا (الجزائر: دار موفم للنشر1، 1 .

1. لطفي، أمين السيد أحمد. ( ). التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة. الإسكندرية الدار الجامعية.

1 1. ماكوين، بروس. "حرية المعلومات خطوة نحو عدالة قرار الاستثمار،" ورقة عمل منشورة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIP، مصر (.

1. مباركي، سامي. محاضرات في مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الثالثة MD والرابعة كلاسيك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة باتنة.

3 1. محروس، حسن.3(. *الأسواق المالية والاستثمارات المالية*. كتاب الكتروني محمل من موقع كتب عربية. www.ko oba abia.

1. محي الدين أحمد، أحمد. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي.

1. مزاهدية، رفيق.7( ). كفاءة أسواق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية (رسالة ماجستير). جامعة باتنة، الجزائر.

1. مطر، محمد. إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط 3 (الأردن دار وائل للنشر، .

7 1. مطر، محمد، وفايز يتم. إدارة المحافظ الاستثمارية (الأردن: دار وائل للنشر، .

1. معروف، هوشيار. الاستثمارات والأسواق المالية (عمان: دار صفاء للنشر3 .

1. مفلح، هزاع7( ). التمويل الدولي. حلب (سوريا): مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية.

11. موسى، مايكل. "مواجهة تحديات العولمة،" سلسلة بحوث وحلقات عمل، العدد الخامس، منشورات صندوق النقد العربي، أبو ظبي (أكتوبر 1 .

111. نصر على، عبد الوهاب، وشحاتة السيد شحاتة. ( ). مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الإلكترونية. الإسكندرية الدار الجامعية.

هاشم، نوار. "إدارة الاستثمارات،" محاضرات مقدمة لطلبة السنة الرابعة، تخصص تأمين ومصارف، إعداد فريق الكريات الحمراء *RBCs* (1 . . *www.fa book. om/ ou s/RBCs.Bankin .an .Insu an*

11. هندي، منير إبراهيم. (1 . *الأوراق المالية وأسواق رأس المال*. الإسكندرية منشأة المعارف.

113. هندي، منير إبراهيم. (1 . *أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية*. الإسكندرية: منشأة المعارف.

11. هندي، منير إبراهيم. (. *إدارة الأسواق والمنشآت المالية*. الإسكندرية منشأة المعارف.

11. هندي، منير إبراهيم. ( ). أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

11. هندي، منير إبراهيم. الفكر الحديث في الاستثمار، ط. (الإسكندرية منشأة المعارف، .

117. الهيتي، نوزاد. (1 . *مقدمة في الأسواق المالية*. طرابس (ليبيا) أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية.

11. هيئة الأوراق المالية والسلع، أوراق مالية، العدد الخامس (نوفمبر 1) (من كتاب المحافظ الاستثمارية .

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

119. Abdel Aal. W. F. (1999). The Role of the Financial Institutions in Promoting Capital Flows and Investment. Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, Vol. xxiv, N° 94.
120. Abdel Aal. W. F. (1999). The Role of the Financial Institutions in Promoting Capital Flows and Investment. Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, Vol. xxiv, N° 94.
121. Abdullah H. Al - Batel, "Macroeconomic Determinants of Stock Prices in Saudi Arabia," Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, Vol. 24, N° 94 (1999).
122. Achelis & Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Fundamental Analysis" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=52
123. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=84
124. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Candlesticks", Downloadable at:
125. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction: charts",
126. Achelis & Steven, "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance", Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9
127. Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Moving Averages" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=67
128. Achelis, Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Relative Strength Index" (2004), Downloadable at: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=93.
129. Aggarwal, R. (January 1999). Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products. Working Paper Prepared for the World Bank Workshop on Non Bank Financial Institutions: Development & Regulation, Washington DC.
130. Aggarwal, R. (January 1999). Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products. Working Paper Prepared for the World Bank Workshop on Non Bank Financial Institutions: Development & Regulation, Washington DC.

131. **American Century Proprietary Holdings Inc. (USA), "Asset Allocation Portfolios: Why does having a diversified portfolio matter." https://www.americancentury.com/funds/what_is_asset_allocation.jsp**
132. Andrei Shleifer, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance (New York: Oxford University Press, 2004).
133. Anne Vila Wetherilt, Olaf Weeken, "Equity Valuation Measures: What can they tell us?", Bank of England Quarterly Bulletin (Winter 2002).
134. Aqil Mohamed, Hadi Hacen, "Construction of Stock Indices for the Newly Formed UAE Stock Market", Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies, N° 107.
135. Australian Securities Exchange (AXE). (February 2013). Understanding Options Trading. ASX Explanatory Booklets on Options, Sydney.
136. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Les Marchés Financiers: Gestion de Portefeuille et des Risques, 3e Edition (Paris: Dunod, 1997).
137. Borderie, A. (2001). Les Places Financières Internationales. Paris: Banque Editeur.
138. Borderie, A. (2001). Les Places Financières Internationales. Paris: Banque Editeur.
139. Brian Kettell, Economics for Financial Markets (London: Butterworth-Heinemann, 2002).
140. Burton G. Malkiel "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics." CEPS Working Paper no. 91, Princeton University (April2003).
141. Capital Market Risk Advisors: http://www.cmra.com/html/body_glossary.html
142. Charles Amo Yartey, "The Stock Market and the Financing of Corporate Growth in Africa: The Case of Ghana," IMF Working Paper, WP/06/201 (September 2006).
143. Charles Q. Broker, "Asset Allocation Analyst," Document de Travail, ABC Brokerage Report (10/01/2012).
144. David Ruppert, Statistics and Data Analysis for Financial Engineering (New York: Springer, 2011).
145. **Devenir Rentier, "Allocation d'actifs stratégique et tactique," Document de Travail, disponible sur : http://www.devenir rentier.fr/blog/rentier/article/205/**
146. **Didier Vitrac, Tout Savoir sur la Bourse (Paris: Gualino Editeur, 2001).**
147. Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2 (May 1970).
148. Eugene Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," Journal of Business, Vol. 38, Issue 1 (1965 a).
149. For more Informlation, See: Maged Shawky Sourial, "Monetary Policy and its Impact on The Stock Market: The Egeptian Case", Working Paper Published by Alxendaria & Cairo Stock Exchange, Egypt
150. Francis, J. (1976). Investments: Analysis and Management. New York: McGraw - Hill, Inc.
151. Frederic Mishkin, "Financial Crises", NBER Report, Massachusetts (Winter 1996).
152. Frederic Mishkin, Monnaie, Banque et Marchés Financiers (Pearson Education, 2007).
153. Frederic S. Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 7th Ed. (USA: The Addison-Wesley Series in Economics, 2004).
154. Graeme West, "An introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAP-M, APT and Black – Litterman," Working Paper, Financial Modelling Agency (June 26, 2006).
155. Gray, S., & Place, J. (March 1999). Financial Derivatives. Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London, N° 17.
156. Halifax Investment Services Limited. (Septembre 2012). Futures Contracts and Option Contracts. Product Disclosure Statement, Australia.
157. Hannes Marling, Sara Emanuelsson, "The Markowitz Portfolio Theory," (November 25, 2012). http://www.math.chalmers.se/~rootzen/finrisk/gr1_HannesMarling_SaraEmanuelsson_MPT.pdf
158. Harry M. Markowitz, Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments (New York: Wiley & Sons, Inc. 1959).
159. Harry Markowitz, "Portfolio Selection," The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (March 1952).
160. Hubert De La Bruslerie, Analyse Financière et Risque de Crédit (Paris: Dunod, 1999).
161. Ibid. pp. 433 – 434 and Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Petter N. Kolm, Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration (USA: John Wiley & Sons, Inc., 2006).
162. Isabelle Cadoret, Catherine Benjamin, Franck Martin, Nadine Herrard, Steven Tanguy, Econométrie Appliquée: Méthodes – Application – Corrigés, 2e Edition (Bruxelles: Editions de Boeck, 2009).
163. Ishola Rufus Akintoye, "Efficient Market Hypothesis and Behavioral Finance: A Review of Literature," European Journal of Social Sciences, Vol.7, N°.2 (2008).
164. Jack Clark Francis, Dongcheol Kim, Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis and New Developments (USA: John Wiley & Sons, Inc., 2013).
165. Jacquillat, B., & Solnik, S. (1997). Les Marchés Financiers: Gestion de Portefeuille et des Risques (3eEdition). Paris: Dunod.
166. James Bradfield, Introduction to the Economics of Financial Markets (New York: Oxford University Press, Inc., 2007).

167. Joanna Place, "Basic Bond Analysis", Handbooks in Central Banking, N° 20, London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies (December 2000).
168. John F. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," Econometrica, Vol. 29, No. 3 (July 1961).
169. Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Investissement et Marchés Financiers, 9e Edition (France: Pearson Edition, 2005).
170. Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Investissement et Marchés Financiers, 9e Edition (France: Pearson Edition, 2005).
171. Lehman, P. J. (1991). La Bourse de Paris. Paris: Dunod.
172. Lehman, P. J. (1991). La Bourse de Paris. Paris: Dunod.
173. Lionel Filipi, Réniganin, Information de L'entreprise (Paris: Presse Universitaires de Grenoble, 2003).
174. Maroua Mehiri, "Choix de Portefeuilles Internationaux: Diversification, Attitude Face aux Risque et Barrières à l'Investissement," (Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Centre de Recherche Thema, U. F. R. Economie te Gestion, Université de Cergy – Pontoise, 5 Avril 2011).
175. Martine Ross Levine, Asli Demirguc- Kunt, "Stock Market Development and Financial Intermediary: A Research Agenda," World Bank Policy Research Working Paper, N°1159 (1993),
176. Martinet, A. (2000). Lexiques de Gestion (5e Edition). Paris: Dalloz.
177. Michael Jensen, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency," Journal of Financial Economics, Vol. 6, No. 2/3 (1978).
178. Michael Kästner, Biais Cognitifs et Formation des Prix sur les Marchés Financiers, Thèse de Doctorat Publiée par l'Université Montpellier I, Université de Montpellier I, France (Décembre 2004).
179. Mohab Nabil, "Projected Fibonacci Target", Technical Analysis of Stock & Commodities Magazine, Vol. 20, California (May 2002), pp. 46 - 50: http://store.traders.com/v2054projfi.html.
180. Mohamed Chikhi, "Etude Econométrique de l'Efficience Informationnelle Face aux Anomalies sur les Marchés Boursiers," Revue du Chercheur, No. 3, Université de Ouargla, Algérie (2004).
181. National Futures Association. (2000). Buying Options on Futures Contracts: A Guide to Uses and Risk. Educatif Booklet, Chicago. http://www.nfa.futures.org
182. Nikolay Gertchev,"A Critique of Adaptive and Rational Expectations," Quart Journal Austrian Economics, Vol. 10 (2007).
183. Noel Amenc, Véronique Le Sourd, Portfolio Theory and Performance Analysis (England: John Wiley & Sons Ltd, 2003).
184. Olivier Croteau at al.,"Des Anticipations Rationnelles," Document de Travail, Université de Sherbrooke, Département d'Economie (Mars 2004).
185. Pierre Vernimmen, Finance d' Entreprise, 4e Edition (Paris: Dalloz, 2000).
186. Pierre Vernimmen, Finance d'Entreprise, 4e Edition (Paris: Dalloz, 2000).
187. Quiny, P., & le Fur, Y. Finance d'entreprise. 5eme Edition, Paris: Dalloz.
188. RBC Gestion Mondiale d'Actifs, "Évolution de la Diversification," Document de Travail, No. 40703 (08/2012), Banque Royale de Canada (2012).
189. Régis Bourbonnais, Michel Terraza, Analyse des Séries Temporelles, 3eEdition (Paris: Dunod, 2010).
190. Riad Dahel, "Project Financing and Risk Analysis," Working Paper, Arab Planning Institute (Dec.1997).
191. Richard Roll, Steven Ross, "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory," The Journal of Finance, Vol. 35, No. 5 (Dec., 1980).
192. Richard Roll, Steven Ross, "The Arbitrage Pricing Theory: Approach to Strategic Portfolio Planning," Financial Analysts Journal (May – June 1984).
193. Robert Dubil, Financial Engineering and Arbitrage in the Financial Market (New York: A John Wiley & Sons, Ltd., 2011).
194. Robert Gillet, "Efficience Informationnelle du Marché Boursier: Définitions, Tests Empiriques et Interprétation Cohérente des Résultats," Cahiers Economiques de Bruxelles, N°132 (1991).
195. Roland Gillet, Ariane Szafaran, "Marchés Financiers et Anticipations Rationnelles," Revue des Reflets et Perspectives, Vol. XLIII, N° 7 (2004).
196. Roland Gillet, Ariane Szafaraz,"Marchés Financiers et Anticipations Rationnelles," Revue des Reflets et Perspectives, Vol. XLIII (2004).
197. Samak, N. A., & Helmy, O. A. Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt: An Analytical Overview. Alxendaria & Cairo Stock Exchange, Egypt.
198. Sandrine Lardic, Valérie Mignon, L'efficience Informationnelle des Marchés Financiers (Paris: La Découverte, 2006).
199. Scannavino, A. (1999). Les Marchés Financiers Internationaux. Paris: Dunod.
200. Serge Zancanell, "Les Fonds de Placement: Définitions et Mesures de la Performance des Fonds de Placement sur le Marché Suisse," Document de Travail, Cahier de Finance.
201. Société ABC Bourse, "Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)".

202. Société ABC Bourse, "Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)". http://www.abcbourse.com/Apprendre/3_les_opcvm.html.
203. Société ABC Bourse, " Evaluer une Société". http:// www.abcbourse.com/Apprendre/ 12-leçon-af-12 html.
204. Société ABC Bourse, "La Méthode des Points et Figures", Downloadable at:
205. Société ABC Bourse, "Les Indices Boursiers". http://www.abcborse.com/Apprendre/1_les_indices_boursiers1.html.
206. Société ABC Bourse," La figure en Epaule - Tête - Epaule", Downloadable at: http://www.abcbourse.com/Apprendre/11_lecon14_1.html.
207. Société ABC Bourse,"Les Moyennes Mobiles", http://www.abcbourse.com/Apprendre/i/calcul2.zip
208. Stanley J. Paliwoda, International Marketing, Second Edition (Oxford: Butter Worth - Heinemann, Ltd., 1995).
209. Steve Ambler, "L'efficience des Marchés Financiers," Document de travail, Université du Québec à Montréal, Département des Sciences Economiques (Automne 2005).
210. Steve Ambler, "Les Mesures de Performance," Document de Travail, Ecole des Sciences de la Gestion, Université du Québec à Montréal (Automne 2004).
211. Surianor Kamaralzaman, Fazilah Abdul Samad, Mansor Md. Isa, "Financial Integration and International Diversification Benefits: Cross Country Evidence from a Malaysian Perspective." http://ssrn.com/abstract=1639710 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1639710
212. Susbielle, J. F. (2001). Comprendre La Bouse sur Internent. Paris: Edition d'Organisation.
213. Susbielle, J. F. (2001). Comprendre La Bouse sur Internent. Paris: Edition d'Organisation.
214. t, A. (2000). Lexiques de Gestion (5e Edition). Paris: Dalloz.
215. Ted A. Ponko, "Adding Value in Fund Evaluation: Alpha, Sharpe Ratio, and Information Ratio," Advisor Perspectives Newsletter, North Carolina (2007). www.advisorperspectives.com
216. Teulon, F. (1997). Les Marchés des Capitaux. Paris: Seuil.
217. Teulon, F. (1997). Les Marchés des Capitaux. Paris: Seuil.
218. UBS Financial Services Inc., "The Benefits of Diversification," Fundamentals Series (December 2004).
219. Victor Dragot, Mihai Caruntu, Andreea Stoian, "Market Informational Efficiency and Investors Rationality: Some Evidences on Romanian Capital Market," Working Paper, University of Economic Studies, Romania.
220. Wayne D. Pucell, "Technical Analysis: Alternatives to Charts Analysis", Virginia (USA): Texas Agriculture Extension, The Texas A.& M. University System, Working Paper N° 5317 (1999).
221. Wikipedia Encyclopedia, "Fundamental Analysis" (2005), Downloadable at: http:// /www.wikipedia.org/wiki/fundamental_analysis.
222. Wikipedia Encyclopedia, "Technical Analysis" (2004), Downloadable at: http://en.wikipedia.org/wiki/Technical_analysis#inconsistencies_withe_other_market_hypotheses
223. William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," the Journal of Finance, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964).
224. William Greene,. et al., Econométrie. 5eme Edition (France: Pearson Education, 2005).

Web sites:

225. http://www.marketscreen.com/help/atoz;
226. http:// www.chartpatterns.com;