

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة فرحات عباس سطيف-1
كلية العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير



محاضرات في الاسواق المالية



الدكتور: بوبريمة إحسان

السنة الدراسية 2020-2021



شكر واهداء

أشكر الله جل و على أولاً على فضله وامتنانه
بإتمام هذا العمل
ومن تمام الشكر : أن أشكر
جميع من ساهم في هذا البحث من قريب أو بعيد

كما أهدي هذا العمل إلى :

الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما،
وإلى الأسرة الكبيرة: الأخوة و الأخوات،
وإلى الأسرة الصغيرة : زوجتي و أبنائي
أبرار و جابر وماريا
وإلى جميع الأهل و الأقارب من قريب و من بعيد
و إلى كل أساتذتنا و طلبتنا الأعزاء
و إلى كل مهتم بالعلم و العلماء

تصديـر



جاءت هذه المطبوعة المعنونة بـ ' محاضرات في الأسواق المالية ' للإمام بالقواعد الأساسية لهذا المقياس و التحكم بمصادر التمويل المباشر وأهميته بالنسبة للمؤسسة و القطاع البنكي، و الاقتصاد ككل، وهذا المقياس خاص بطلبة السنة الثالثة، تخصص مالية ومحاسبة، و سنقوم بتوصيف المقياس كما يلي :

1. **التعريف بأستاذ المقياس :** الدكتور إحسان بوبريمة، ماجستير مالية ونقود دفعة 2007م، دكتوراه في العلوم الاقتصادية عام 2018م ، تدريس للمقياس منذ سنة 2017 إلى يومنا هذا (2021م)
2. **الوصف المختصر للمقياس :** تتمحور المحاضرات المرتبطة بهذا المقياس بالأسواق المالية من حيث أهمية التمويل عن طريق البورصة بالإضافة إلى مكونات السوق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها وكيفية إصدارها وطرحها للاكتتاب العام و تسعيرها.
3. **الأهداف العامة لمقياس :** تهدف هذه المحاضرات إلى تقديم مادة علمية مبسطة ومنهجية في مقياس الأسواق المالية والموجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص محاسبة ومالية.
4. **مخرجات التعليم :** يفترض بالطالب بعد دراسته لهذا المقياس أن يكون قادرا على التمييز بين مصادر التمويل المختلف وأن التمويل عن طريق الأسهم يعتبر تمويل مجاني، منه تبرز أهميته ومدى جاذبيته من قبل الشركات القائمة وقيد التأسيس. كما ركزنا على قدرة الطالب في مدى معرفته لطرق إدراج الشركات في البورصة وما هي أهم الفوائد المترتبة على ذلك وكيف يتعامل المضاربون و التجار داخل صالة البورصة أو خارجها وما هي أهمية البورصة بالنسبة للشركات و الاقتصاد ككل.

مخطط المطبوعة

الصفحة	فهرس المحتويات
6	المحاضرة الأولى : مصادر التمويل وأهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة
7	1 - التمويل الذاتي
7	2- التمويل الخارجي (القروض)
9	3- اللجوء إلى السوق المالية
15	4- أهمية البورصة
16	5- صيغ التمويل الإسلامية
19	المحاضرة الثانية : أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة
20	1 - المنتجات التي تمثل ملكية للشركة
25	2- المنتجات التي تمثل ديناً على الشركة
26	3- المنتجات التي تجمع بين الملكية والدين
28	4- صكوك الاككتاب
29	المحاضرة الثالثة : تقسيمات سوق المالية وأعضاء السوق المنظمة
30	1- سوق النقد
32	2- سوق رأس المال
36	3- أعضاء البورصة وشروط العضوية
38	4- تقسيمات سوق التداول أو السوق الثانوية
42	المحاضرة الرابعة: تقنيات التعامل وتسعير الأوراق المالية في البورصة
43	1- تقنيات التعامل
44	2- أوامر بورصة الأوراق المالية
	3- عمليات بورصة الأوراق المالية
	4- كيفية تسعير الورقة المالية
	5- أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
53	المحاضرة الخامسة : فرضية كفاءة الأسواق المالية
54	1- مؤشرات قياس درجة تطور البورصة
55	2- كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية
61	3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

64	4- عدم كمال الأسواق	
65	المحاضرة السادسة : تقييم الأسهم والسندات	
66	1- تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية	
67	2- نموذج النمو الصفري	
68	3- نموذج النمو الثابت	
69	4- نموذج النمو المتغير	
70	5- تقييم السندات	
72	المحاضرة السابعة : مؤشرات البورصة	
73	1- تعريف المؤشر	
76	2- أهداف المؤشرات وأنواعها	
77	3- أساليب بناء المؤشرات	
80	4- التمثيل البياني للمؤشرات	

87	المحاضرة الثامنة : المشتقات المالية	
87	1- تعريف المشتقات وأنواع المتعاملين فيها	
87	2- عقود الخيار	
91	3- العقود الآجلة والعقود المستقبلية	
93	4- المبادلات	



مقدمة :

تسعى معظم الشركات إلى البحث عن مصادر التمويل وزيادتها للنهوض باستثماراتها، لذا تعمل تلك التي قبلت من قبل لجنة البورصة على إنجاح عمليات الاكتتاب في أوراقها المالية المصدرة حديثا وذلك عن طريق اللجوء إلى بنوك الاستثمار والتي تملك المهارة في مجال تصريف الأوراق المالية ولديها الخبرة الطويلة التي تراكمت عبر السنوات لإنجاح عمليات الاكتتاب لذا تحاول الإصدار بأسعار مدروسة و معقولة وفي نفس الوقت البحث على كبار المستثمرين والبنوك والشركات المستعدة لشراء الإصدار مما يوفر لها دخلا و للشركات المصدرة تمويل طويل الأجل، ويساهم كلا الطرفين سواء الشركات المصدرة أو بنوك الاستثمار في تفعيل كفاءة سوق الإصدار والتداول وذلك عن طريق الالتزام بالشفافية ونشر المعلومات الصحيحة عن الحالة الاقتصادية للشركة ولكافة المتعاملين بالتساوي وبأسرع وقت ممكن حتى يكون هناك تكامل بين السوق التي تستوعب الإصدارات والشركات المصدرة، وهذا التكامل يوفر الحيوية والسيولة والعمق في نشاط بورصة الأوراق المالية وثقة المتعاملين في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات التي تبحث عن الإشهار، زيادة القيمة السوقية والنمو.



المحاضرة الأولى : مصادر التمويل و أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة

- 1- التمويل الذاتي.
- 2- التمويل الخارجي.
- 2-1- القروض متوسطة الأجل. *Crédit moyen terme*
- 2-2- القروض طويلة الأجل. *Crédit à long terme*
- 2-3- القرض الإيجاري. *Crédit Bail ou leasing*
- 3- اللجوء إلى السوق المالية
- 3-1- زيادة رأس المال بإصدار أسهم.
- 3-1-1- مراحل إصدار الأسهم
- 3-1-2- علاوة الإصدار. *La prime d'émission*
- 3-1-3- الحق التفضيلي للاكتتاب *droit préférentiel de souscription*
- 3-1-4- القيمة النظرية لحق الاكتتاب. *La valeur du droit souscription*
- 3-2- الاقتراض من خلال إصدار السندات
- 4- أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة
- 5- صيغ التمويل الإسلامية.
- 5-1- المضاربة
- 5-2- المشاركة.
- 5-3- المراجعة
- 5-4- الإستصناع
- 5-5- الإجارة
- 5-6- السلم.

بعد دراسة المشاريع الاستثمارية و المفاضلة بينها تأتي مرحلة تمويل المشاريع المقبولة، لكن تعدد مصادر التمويل و تعدد تكاليفها يجعل مسألة الاختيار بين البدائل المتاحة من الأمور الصعبة جدا، فالندرة النسبية التي تمتاز بها تلك المصادر من جهة واختيار المصدر أو المصادر الأقل تكلفة من جهة ثانية ينعكس مباشرة على مردودية المؤسسة أو الشركة. لذا قبل المفاضلة بين هذه المصادر لا بد من معرفة أنواعها:

1- التمويل الذاتي : هو عبارة عن مفهوم يبين القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها، و يتكون التمويل الذاتي من الأرباح الغير موزعة واستثمار الفائض من الأرباح والاهتلاكات السنوية للأصول و مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل، بالإضافة إلى رأس المال العامل و إيرادات التنازل عن بعض الأصول. فالأرباح السنوية الغير موزعة على المساهمين أصبح للمسيرين حرية التصرف فيها، و الاهتلاكات السنوية تمثل ما خصص من قيم مالية لتجديد الأصول الإنتاجية و هي تختلف عن باقي الأعباء التي طرحت للوصول إلى النتيجة في كونها خروج غير حقيقي و إنما تخصيصا داخليا، أما مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل فتمثل تخصيصا لقيم مالية عندما يوجد شك في دفع مصاريف في الأجل الطويل خلال فترة انتظار تحقق هذه المصاريف تستطيع المؤسسة توظيف هذه المؤونة كمورد مالي طويل الأجل.

و يحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقتين التاليتين:

إجمالي التمويل الذاتي = ن الغير موزعة + الاهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل.

صافي التمويل الذاتي = ن الصافية + الاهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل.

2- التمويل الخارجي : يعتمد التمويل الخارجي على :

القروض طويلة الأجل + القروض متوسطة المدى + القروض الإيجارية + **الزيادة في رأس المال** + تحصيل الحقوق + المساعدات.

2-1- القروض متوسطة الأجل: *Crédit moyen terme*

توجه القروض المتوسطة لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز استعمالها 7 سنوات مثل الآلات و المعدات و تجهيزات الإنتاج بصفة عامة.

2-2- القروض طويلة الأجل: *Crédit à long terme*

و القروض الطويلة الأجل الموجهة إلى هذا النوع من الاستثمارات تفوق في الغالب 7 سنوات و يمكن أن تمتد إلى 20 سنة، و هي توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات مثل الحصول على عقارات، أراضي، مباني..... إلخ. و رغم ما تحتوي عليه الطرق الكلاسيكية من مخاطر عالية إلا أنها الطابع الغالب في تمويل الاستثمارات و هذا ما يدعى **بالوساطة المالية**. بمعنى أن البنوك تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد و تقرضها إلى المحتاجين للتمويل بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير و تحقيق الأرباح من وراء ذلك، بالإضافة إلى طرق أخرى هي أقل خطرا من هذه الطرق نذكر منها :

2-3- القرض الإيجاري : *Crédit bail ou leasing*

هو عبارة عن عملية يقوم بموجها البنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية مجوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات إما أن تطلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتفق بشأنها مجددا، وتستفيد بالتالي لفترة أخرى من حق استعمال هذا الأصل دون أن تكتسب ملكيته، وإما أن تشتري نهائيا هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد، وفي هذه الحالة تنتقل الملكية القانونية للأصل إلى المؤسسة المستأجرة إضافة إلى حق الاستعمال.

والخيار الأخير أن تمتنع عن تجديد العقد وتمتنع أيضا عن شراء الأصل وتنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما، وتقوم بإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة. ومقابل هذا التسهيل يفترض أن مجموع الأقساط المدفوعة يفوق ثمن الاستثمار. والجدير بالذكر أن وظيفة الوساطة تقليدية لم تبق منحصره فقط في جمع الأموال وتوجيهها في شكل قروض، بل أصبح الوسطاء يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة، كشراء المتوجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم و سندات وغيرها وتحقيق الأرباح من وراء ذلك. أكثر من ذلك فقد أصبح الوسطاء يصدرون كذلك أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح¹.

وعلى الرغم من المزايا التي تمتاز بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل، إلا أنها لا تخلو من عيوب، لاسيما عندما يكون العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة القروض المستعملة. فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين ويزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة. كما أن انخفاض نسبة التضخم يجعل المؤسسة تتمول بأسعار فائدة أعلى من تلك السائدة في السوق، أي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة لها على مدى الفترة التي انخفضت فيها نسبة التضخم.

ويمكن إجمال السلبيات التي يتميز بها التمويل الغير مباشر في النقاط التالية²:

- ↳ تكلفة الإقراض مرتفعة و المتمثلة في الفوائد والعمولات والرسوم.
- ↳ ضرورة تقديم ضمانات للحصول على قرض، وهو ما يمثل عائقا بالنسبة للعديد من الأفراد لاسيما أصحاب المشاريع المبتدئين.
- ↳ تجنب بعض الناس من المسلمين التعامل مع هذه البنوك بسبب انطوائها على عنصر الربا.
- ↳ التضارب بين مصالح الملاك الدائنين والمدراء.
- ↳ عدم قدرة البنوك على تمويل التجمعات الصناعية و المالية الكبيرة التي تحتاج إلى موارد مالية طويلة الأجل وبكميات ضخمة.

¹ - جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة/ الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص 8.

² - راجح حسين، الإقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة/الجزائر 2008.

كل هذه الأسباب جعلت الشركات تعتمد أكثر فأكثر على سوق الأوراق المالية أي التمويل المباشر للحصول على الأموال اللازمة و أصبحت العلاقة مباشرة بين أصحاب رؤوس الأموال و أصحاب الشركات أو منظمي المشروعات. و نلاحظ أن أهمية البنوك التجارية أي التمويل الغير مباشر يبرز أكثر فأكثر في ظل الاقتصاديات التي تعرف ضعفا في دور الأسواق المالية و المؤسسات المالية الغير نقدية في تمويل الاقتصاد، ويطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل الغير مباشر في التمويل **باقتصاديات المديونية** أو الاستدانة، في حين يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل المباشر **باقتصاديات الأسواق المالية**.

3- اللجوء إلى السوق المالية (زيادة رأس المال أو الاقتراض)

إذا احتاجت المؤسسات إلى مصادر تمويل **طويل الأجل** من أجل **زيادة** حجم استثماراتها (وهذا ما يعرف بالطرح الثانوي) أو تأسيس شركات جديدة (أي طرح أولي) فإنها تلجأ إلى السوق المالية من أجل إصدار أسهم و سندات لسد احتياجاتها التمويلية.

3-1- زيادة رأس المال بإصدار أسهم:

السهم هو منتج مالي تكشف حيازته على توجيهين مختلفين:

• توجه المساهم المضارب

• و توجه حامل السهم المدخر أو المستثمر

و معيار التمييز بين هذين التوجيهين يستند إلى فترة أو مدة حيازة الأسهم، فالحيازة من أجل البيع المباشر أو شبه مباشر تختص بالمضاربة و على العكس من ذلك فان التوظيف طويل الأجل هو الذي يميز المساهم المدخر.

➤ لكن أيا تكن الأسباب الدافعة للشراء فالمستثمر بحيازته للأسهم يصبح مالكا و يتحمل بالتالي خطرين :

أ- خطر عدم تقاضيه مداخيل غير منتظمة، إذ أن أرباح الأسهم تحسب استنادا إلى نتائج المشروع، و تقرر في جمعية عمومية عادية.

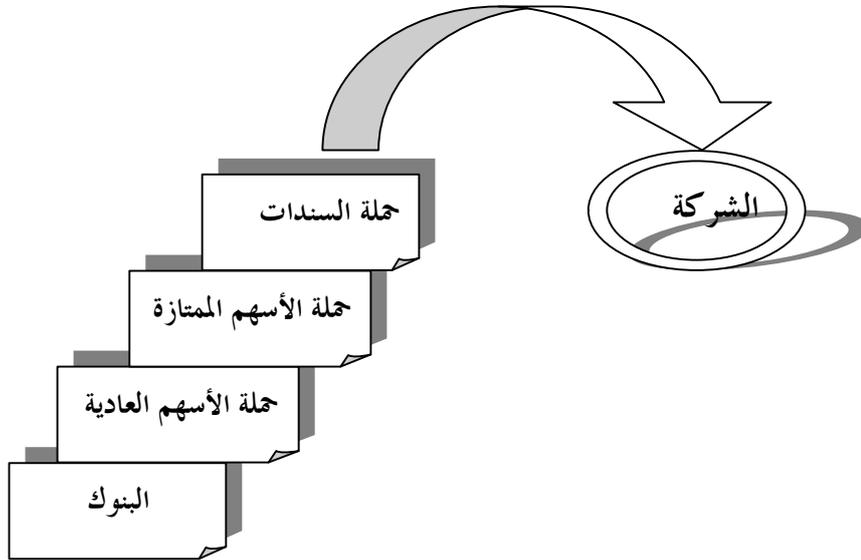
ب- خطر انخفاض قيمة السهم عند إعادة بيعه.

و بذلك تلقى أوضاع البورصة بظلمها على المشروع ففي فترات النمو يفضل المستثمرون شراء الأسهم، أما في الأزمات فيطبق هؤلاء قاعدة الحذر، مفضلين حيازة السندات لأنها توفر لهم دخلا أكيدا و تسديدا معلوما.

و الملاحظ أن الأسهم لها جاذبية معينة من قبل الشركة أكبر من الاقتراض أو إصدار السندات لأنها لا تكلف الشيء الكثير و لا تحتاج الشركة لدفع فوائد دورية مقابل ما تحصل عليه من مال، و ليس عليها إعادة كامل رأس المال للمساهمين كما يحدث في حالة الاقتراض، لكن المشكلة في طرح الأسهم هي أنها تبعد ملكية الشركة مما يؤدي إلى إنقاص ملكية حملة الأسهم الحاليين إضافة إلى ضعف إمكانية التحكم بالشركة، و هذا الأخير هو أحد أهم أسباب

إصدار الأسهم الممتازة³ مع حرمان صاحبها من حق التصويت لكن مع أولوية الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، ومنه يمكن ترتيب مصادر التمويل لرفع رأسمال الشركة كما يلي:

الشكل رقم (1) : مصادر تمويل أو رفع رأسمال الشركة



المصدر : فهد عبد الله الحويطاني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150

3-1-1- مراحل إصدار الأسهم :

المرحلة أولى : تأخذ الجمعية العمومية أولاً قرارها بزيادة رأس المال، ثم تفوض الإجراءات التطبيقية للعملية إلى مجلس إدارة المشروع، و هذا المجلس يحدد مبلغ الزيادة و سعر إصدار الأسهم الجديدة و خصائصها.

المرحلة الثانية: تتمثل بإعلام الجمهور وسلطات البورصة بالعملية، و يتم إنجاح هذه العملية باللجوء إلى عقود ضمانه تدرج ضمن أحد النموذجين الأساسيين التاليين:

☒ العقود التي تلزم الوطاء : في هذه الحالة تستطيع المؤسسات المالية حيازة الأسهم قبل و ضعها بتصرف الجمهور، على أن تأخذ على عاتقها عملية بيعها أو أيضا تلتزم بشراء الأسهم التي لم تجد لها مشترين في نهاية العملية.

☒ عقود المعاونة : *contrats d'assistance*

العقد في هذه الحالة لا يلزم المؤسسات المالية ببيع كل الإصدارات من الأوراق المالية، بل تكتفي هذه المؤسسات فقط بتقديم المساعدة من أجل تسهيل إنجاح العملية.

← لكن السؤال الذي يطرح الآن ما هو السعر الذي يباع به الإصدار و هل هناك حد معين لقيمة الأسهم

المصدرة؟

3-1-2- علاوة الإصدار : *la prime d'émission*

يصدر السهم بسعر إصدار (بسر بيع) محصور بين حدين:
على الأقل القيمة الاسمية للسهم، لأن كل إصدار دون السعر الاسمي *Pair* هو ممنوع.

³ - فهد عبد الله الحويطاني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150/149.

على الأكثر القيمة الرياضية المحاسبية *valeur mathématique comptable* للسهم القديم أو تسمى القيمة الدفترية *book value* ، و القيمة الرياضية تساوي:

(رأس المال + الاحتياطات) / عدد السهم

و تمثل علاوة الإصدار الفرق بين سعر الإصدار (قيمه في البورصة) و القيمة الاسمية للسهم، فمثلا إذا كانت القيمة الاسمية للسهم التابعة لشركة رياض سطيف 1000 دج و أن قيمته في البورصة 6000 دج، فان الفرق الذي يعرف بـ علاوة الإصدار يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة كما يلي:

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000		علاوة الإصدار
6.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

يلاحظ من هذا المثال السابق أن الأموال الخاصة يمكن حسابها من ضرب عدد الأسهم في سعر بيع السهم، كما أن القيمة الدفترية تتغير بتغير علاوة الإصدار و تساوي مجموع الأسهم العادية و علاوة الإصدار و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية. فمثلا إذا افترضنا أن مجموع الاحتياطات و الأرباح المحتجزة من طرف شركة الرياض هو 2.000.000.000 دج فان هيكل الأموال الخاصة يصبح كما يلي :

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000		علاوة الإصدار
2.000.000.000		احتياطات و أرباح محتجزة
8.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

و تكون القيمة الدفترية للسهم 8000 دج أي $1.000.000 / 8.000.000.000$ سهم . أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال الخاصة و قسمة الباقي على عدد السهم العادية و ذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.

يبقى أن نشير إلى أن هذه القيمة تستعمل عند التصفية حتى عرفت بقيمة التصفية.

- على العموم فان سعر السهم يتوقف كما هو معروف على عدة عوامل منها : الأرباح المحققة و المتوقعة للسنوات القادمة، نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدرة للسهم، نسبة المديونية، معدل النمو للشركة، العائدات الموزعة من قبل شركات تعمل في نفس القطاع و كذا طبيعة النشاط الذي تمارسه.

• ولشركات المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول و ذلك بشرائها من حملة الأسهم، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ (*takeover*) على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء في الجرائد و إغراء حملة الأسهم و الشركاء الأصليين من أجل تنازلهم عما يجوزهم من أسهم و تتم هذه الصفقات بأسعار أعلى من الأسعار السائدة في البورصة ويتم هذا النوع من الشراء بطريقة ودية و عادة تتم الموافقة و تخرج الشركة المشتراة من السوق بالكامل، أما في حالة الشراء بالشكل العدائي فيتم ذلك بقيام الشركة الراغبة في الشراء بشراء نسبة كبيرة من الأسهم من السوق مباشرة أو عن طريق تقديم سعر مغر لحملة السهم حتى و إن مانع القائمون على الشركة من كبار المالكين و مجلس الإدارة. عندها يقوم مجلس إدارة الشركة بالتصدي لهذا الهجوم من طريق اتخاذ مختلف التدابير لمحاولة رفع سعر السهم في السوق، كأن تقوم الشركة باتخاذ بعض الإجراءات لتطوير عمل الشركة و إصدار بعض الأخبار التي تعطي انطبعا عن توجهات الشركة المستقبلية و خططها التنموية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم و إفشال عملية الشراء.

و في حالة فشل هذه الطرق فقد تقوم الشركة باتخاذ بعض التدابير العجيبة أحيانا كقيامها باستخدام طريقة الحبة المسمومة *Poison Pill* و هي عبارة عن طريقة لقتل الشركة كي لا تصبح ذات قيمة للشركة الراغبة في الشراء! من ذلك قيام الشركة ببيع عدد كبير من الأسهم لجهات صديقة بسعر متدن الأمر الذي يرفع من عدد الأسهم العائمة في السوق *Floating Shares* و يجعل عملية شراء كامل أسهم الشركة أمرا مكلفا كذلك قد تقوم بالتخلص مما لديها من مبالغ نقدية *Cash* لتضعف من جاذبية الشركة في عين المشتري و ذلك بدفع ما عليها من ديون و منح علاوات لموظفيها و أعضاء مجلس الإدارة⁴.

أخيرا هناك طريقة تعرف بخطة حقوق المساهمين *Stockholders' Rights Plan* و التي يقوم من خلالها مجلس إدارة الشركة بمنح حامل السهم أحقية شراء سهم جديد في المستقبل بسعر معين متى ما ظهر هناك احتمال قيام جهة بشراء أكثر من 15% من أسهم الشركة فيصبح من الصعب على الجهة المتعدية السيطرة على الشركة. لذا سنتكلم في الخطوة الموالية عن الأطراف التي لها الحق أو الأولوية في عملية الاكتتاب؟

3-1-3- الحق التفضيلي بالاكتتاب: (حق الأفضلية بالاكتتاب) *droit préférentiel de souscription*

و على الرغم من أن أسباب الطرح الثانوي أو ما يعرف برفع رأس المال قد تكون لها مبرراتها الإيجابية كأن تكون الشركة بحاجة لدعم مشاريع أبحاث و تطوير أو شراء شركة صغيرة مكتملة لها و هكذا، و لكن تظل نظرة المستثمرين سلبية لها كونها في واقع الأمر تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم العائمة في السوق مما يؤدي بالتالي إلى انخفاض السعر و السبب في ذلك يعود إلى أن قيمة السهم تعتمد على عدد أسهم الشركة التي في أيدي المالكين. فكلما زاد عدد الأسهم المملوكة نقصت حصة كل سهم من الأرباح و بالتالي تنخفض قيمة السهم. إلا أنه من المفترض أن تستفيد الشركة من التمويل الجديد و بالتالي تزداد إيراداتها و أرباحها في المستقبل، كما أن الشركات عادة تمنح المالكين الحاليين الأحقية في شراء الأسهم الجديدة و بالتالي تمكينهم من شراء الأسهم الجديدة دون دخول ملاك جدد

⁴ - فهد عبد الله الحويمان، مرجع سبق ذكره، ص 84/85.

و بالتالي الحفاظ على حقوق المساهمين السابقين. و يتم تحقيق هذه الغاية عبر الحق التفضيلي للاكتتاب الذي يعطى الأولوية للاكتتاب تستند نسبيا إلى عدد الأسهم المحازة. و كل مساهم يستطيع الاكتتاب بسهم جديد، و وفقا لعدد معين من الأسهم القديمة المحازة، و تحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{عدد الأسهم القديمة} / \text{عدد الأسهم الجديدة}$$

مثلا يبلغ رأس مال شركة ما مليون دولار موزع على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها يساوي مئة دولار قررت الشركة إصدار 5000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار. ففي هذه الحالة يستطيع المساهم الاكتتاب بسهم جديد إذا كان يحوز على سهمين قديمين : أي $2 = 5000/10000$ سهم.

لكن ما نلاحظه أن قيمة السهم النظرية لحق الاكتتاب تنخفض بعد زيادة رأس المال.

3-1-4- القيمة النظرية لحق الاكتتاب: *la valeur du droit souscription*

من حيث المبدأ تساوي القيمة النظرية لحق الاكتتاب الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم على إثر إصدار أسهم جديدة.

على سبيل المثال، شركة يبلغ رأسمالها مليون دولار، موزعة على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها 100 دولار، قدرت احتياطياتها بـ : 500000 دولار.

$$\text{القيمة النظرية (الدفترية) للسهم هي: } \$ 150 = 10000 / (1000000 + 500000)$$

فإذا زيد رأس المال بقيمة مليون دولار، نتيجة إصدار 10000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار، تصبح قيمة السهم بعد الزيادة : $\$ 125 = 20000 / 2500000$

لكن إذا أصدرت الأسهم الجديدة بسعر 120 دولار للسهم أي 20 دولار تمثل علاوة إصدار فان قيمة السهم سوف تصبح: $\$ 135 = 20000 / 2700000$

إن القيمة النظرية لحق الاكتتاب أو الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم تتحدد كما يلي: $\$ 15 = 135 - 150$ و نلاحظ أن ارتفاع علاوة الإصدار يؤدي إلى انخفاض القيمة النظرية لحق الاكتتاب و تتمثل في الفرق بين سعر السهم القديم و السعر النظري الجديد.

مثال 2 : أصدرت شركة X أسهما جديدة بسعر 300 دولار للسهم مع حق اكتتاب 3 أسهم جديدة لكل سهمين قديمين، السعر الأخير المسعر به السهم المصدر حديثا قدر بـ 320 دولار.

$$* \text{ يتحدد السعر النظري كالتالي: } 308 = \frac{(2 * 320) + (3 * 300)}{2 + 3}$$

و القيمة النظرية لحق الاكتتاب $= 308 - 320 = 12$ دولار، و إذا قرر المساهم القديم الاكتتاب فان مجمل قيمة أسهمه تصبح : $(3 * 300) + (2 * 320) = 1540$ دولار

و إذا لم يكتب فانه يتعرض **نظريا** لخسارة 12 دولار عن كل سهم، و لتعويض هذه الخسارة يمكنه أن يبيع هذا الحق في البورصة.

قابلية حق الاكتتاب للتداول : تجدر الإشارة إلى أن الحق التفضيلي بالاكتتاب يجب أن يمارس خلال فترة معينة تختلف بين بلد و آخر تبعاً لما تفرضه القوانين المطبقة و هذا الحق يسمى غير قابل للتقليص عندما يتمتع المساهم الأساسي بحق الاكتتاب بالأسهم المصدرة. كما أن الحق المذكور هو من جهة أخرى قابل للتداول.

و المساهم المالك لهذه الحقوق يمكنه الأخذ بأحد الخيارين التاليين:

◈ استخدام الحق التفضيلي بالاكتتاب من أجل حيازة الأسهم المصدرة و الخسارة المحتملة التي قد تتعرض لها الأسهم المحازة أساساً يجري تعويضها عبر سعر شراء الأسهم الجديدة.

◈ التخلي عن الحق التفضيلي و بيعه في السوق الثانوي.

هذه القيمة المتحركة تسعر خلال طيلة فترة الاكتتاب بالأسهم المصدرة و فور إقفال الاكتتاب يصبح الحق التفضيلي دون أية قيمة. و نظراً لأن الحقوق المذكورة مسعرة في البورصة فإن سعرها يرتبط بكل من العرض و الطلب مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت في التسعير، و سعر الحق يظهر أنه يتجه حكماً نحو الصفر كلما ازداد الاقتراب من نهاية فترة الاكتتاب.

3-2- الاقتراض من خلال إصدار السندات :

تعرف السندات على أنها أوراق مالية قابلة لتداول، و سوق الاستدانة بسندات هو سوق يهيمن عليه المؤسساتيون *Institutionnels* على العموم و الدولة بشكل خاص.

و عادة لا يحدد القانون حداً أدنى أو أقصى لقيمة القرض بسندات، كذلك لا توجد قواعد تشير إلى التقيد بنسبة معينة بين المبلغ المصدر و رأس المال، و للحصول على قيمة القرض يقتضي ضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار، أما سعر الإصدار فهو يمثل الثمن المدفوع للشركة من قبل المکتب و في هذا السياق نشير إلى حالات عدة: ◀ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية أو الوهمية للسندات *valeur nominale ou faciale* و عندها يعرف الإصدار بالتعادي *Au pair* .

◀ سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية للسند، ففي هذه الحالة يتحقق الإصدار دون السعر الاسمي و الفارق بين

القيمة الاسمية و سعر الإصدار يشكل ما يعرف بـ : علاوة الإصدار *Prime d'émission*

◀ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية و لكن التسديد يحصل بمعدلات أعلى من هذه القيمة و عندها يجري

الحديث عن علاوة التسديد *Prime de remboursement*

◀ سعر الإصدار هو أدنى من السعر الاسمي لكن إمكانية التسديد تكون بسعر أعلى من السعر الاسمي و عندها

يحصل الإصدار بـ : علاوة مزدوجة *Double prime*

لكن ما هي الأسباب التي تدفع المشروعات إلى دفع هذه العلاوات؟

في الحقيقة تمثل العلاوات المشار إليها تصحيحاً للإصدار بما يتوافق مع وضع السوق في موعد الإصدار (عند إصدار القرض) فبعد قيام المشروع بتحديد معدل الفائدة و توقع العبء المالي الناشئ عن القرض فإن شروط القرض قد تتطور و القرض الذي افترض أساساً أنه مغر قد يخسر هذه الإيجابيات، لأن معدلات السوق تكون مرتفعة عند

الإصدار و لكي لا يغرم المكتتب و يعرض الإصدار للفشل يقدم للمستثمر مقابل (بدل) بعلاوة الإصدار أو بعلاوة التسديد.

و الآن ما هي العوامل التي تأخذها الشركات بعين الاعتبار عند اتخاذها لقرار اختيار مصدر التمويل طويل الأجل : هل هو إصدار أسهم أم سندات؟

لا شك أن هناك اختلافات جوهرية بين الأسهم و السندات و التي تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على قرار اختيار مصدر التمويل المناسب : فالأسهم

- تعطى لأصحابها حق المشاركة في اتخاذ القرارات في الشركة المصدرة.
- لا يترتب على الشركة المصدرة التزامات بدفع عائد معين لأصحابها.
- لا يترتب على الشركة المصدرة بسدادها لأصحابها في تاريخ معين.

كما نشير هنا أن فوائد السندات تعتبر نفقة بالنسبة للشركة التي أصدرت السندات، و يمكن تنزيلها من الأرباح الإجمالية للشركة، أما الإيرادات فتعتبر توزيعاً للربح.

ومن البديهي أن المساهمين القدامى لن يوافقوا على أسلوب معين للتمويل إلا إذا كان هذا الأسلوب يضمن لهم مصالحهم أو على الأقل لا يلحق بهم أضرار مالية : فكلما كان معدل الإيرادات المتوقع على الاستثمارات أكبر من سعر الفائدة على السندات كلما كان اللجوء إلى إصدار السندات أفضل حيث يؤدي ذلك إلى زيادة إيرادات السهم في الشركة و هذا ما يعرف بالرافعة المالية و تتمثل في اعتماد المؤسسة على القروض طويلة الأجل لرفع ربحية السهم أما في الحالة العكسية عندما يكون معدل الإيرادات أقل من سعر الفائدة فان اللجوء إلى إصدار السندات سيؤدي إلى إلحاق خسائر بالمساهمين لأن إيراداتهم سوف تكون أقل من إيرادات السندات، وقد تكون الشركة مضطرة لقبول مثل هذا الوضع عند توقع ارتفاع الإيرادات مستقبلاً.

بعد اختيار البديل التمويلي الأقل تكلفة و الذي يدر أكبر إيراد نشير بأن للبورصة هي التي لعبت دور توفير التمويل و بأقل تكلفة و في أسرع وقت و بمبالغ كبيرة لذا يجب علينا أن نبين ما هي أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة؟

4- أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة:

إن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات و تنويع الأصول المتاحة للاستثمار فضلاً عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على نمو الاستثمار و تحريك عجلة التنمية الاقتصادية. فارتفاع قيمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في السوق الثانوية يعني زيادة حجم التمويل المتاح لاستثمارات هذه المؤسسات، كما أنها تعمل على توجيه الفوائض المالية إلى القطاعات التي تستخدم عملية التنمية الاقتصادية، و تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية العامة و أداة لتقييم الشركات و وسيلة للحد من معدلات التضخم دون التمويل بالعجز، كما تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة إذا تم ربطها بأسواق الأوراق المالية الدولية.

3-1- تعبئة المدخرات : تقوم سوق رأس المال بوظيفة تعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم و السندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمدخر و المستثمر خاصة إذا كانت تكاليف المعاملات منخفضة.

3-2- زيادة الثروة : تتسم الأدوات المالية التي يوفرها سوق رأس المال بأنها لا تتعرض للإهلاك كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها أو عائدا يزيد في ثروة الاقتصاد و الاستثمارات.

3-3- توفير السيولة: يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، و في الأسواق المرتفعة تزداد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجاتها التمويلية عن طريق الإصدار مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار في المجتمع.

3-4- توفير التمويل للاستثمار: تعمل سوق رأس المال على توفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المشاريع الاقتصادية للأوراق المالية و الحصول على التمويل اللازم للاستثمار و التوسع،

3-5- تخفيض المخاطر و ترشيد المستثمر: تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد أو درجة عدم انتظام العوائد و الخوف من وقوع خسائر من الاستثمار، و لتجنب المخاطر فان سوق رأس المال تسمح للمستثمرين بتنوع أوراقه المالية حيث يقوم ببناء محفظة تضم أوراق لقطاعات مختلفة و مؤسسات متنوعة، كما أن التنوع يكون على المستوى الدولي و ليس على المستوى المحلي فقط.

3-6- إحكام الرقابة على إدارة الشركات : حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت و المشاريع الاستثمارية.

3-7- تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي و تجنب معدلات مرتفعة من التضخم، و ذلك أن اللجوء للتمويل عن طريق الإصدار يجنب وقوع البنك المركزي في سياسة التمويل بالعجز.

5- صيغ التمويل الإسلامية : هناك عدة صيغ لتمويل الاستثمارات عن طريق الأسواق المالية الإسلامية نذكر منها باختصار.

5-1- المضاربة : عقد على المشاركة في الاتجار بين مالك رأس المال و عامل يقوم بالاستثمار بما لديه من خبرة و يوزع الربح بينهما في نهاية كل صفقة بحسب النسبة المتفق عليها، أما الخسارة إذا وقعت فيتحملها رب المال وحده، و يخسر المضارب جهده و عمله أي أن رأس المال من طرف و الإدارة و التصرف فيه من طرف آخر.

فالأول يملك المال و لكنه لا يجد الوقت أو الخبرة للاتجار فيه و الثاني لديه الخبرة في الشؤون التجارية و لكنه لا يملك المال للتعامل فيه و ممارسة خبراته.

و المضاربة مشروعة بدلالة قوله تعالى " **و آخرون يضربون في الأرض يبتغون فضل الله** " و قوله سبحانه و تعالى " **ليس عليكم جناح أن تبتغوا فضلا من ربكم** " و أقر النبي صلى الله عليه وسلم بعد البعثة النبوية ما كان يفعله قبلها من المضاربة بمال خديجة رضي الله عنها إلى بلاد الشام و هو شاب.

➔ **أنواعها:** المضاربة إما مطلقة أو مقيدة، أما المضاربة المطلقة فهي التي تتم دون قيود بأن يدفع البنك المال مضاربة من غير تعيين العمل و المكان و الزمان و صفة العمل و من يعامله المضارب⁵.
و أما المضاربة المقيدة فهي المقترنة ببعض القيود بأن يدفع البنك مالا إلى شخص آخر على أن يعمل به في بضاعة معينة أو في بلدة معينة أو في سوق معين أو في وقت معين أو لا يتعامل إلا مع شخص معين و على هذا يجوز أن يشترط رب المال على المضارب ألا يتجر إلا في سلع تحقق في عرف السوق حدا معيناً من الربح⁶.

5-2- المشاركة أو الشركة أو الشراكة:

فهي أن يتعاقد اثنان فأكثر على إنشاء عمل أو مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي بقصد تحقيق الربح و شركات العقود ثلاثة أنواع : شركة أعمال أو صنایع، شركة وجوه و شركة أموال⁷.
فإذا تساوى الشريكان في رأس المال و التصرف و الدين أو الملة فهي شركة مفاوضة و هي نادرة في الحياة العملي، و إذا تفاوت الشريكان في المال و التصرف أو في العمل و المسؤولية بأن يكون رأس المال أحدهما أكثر من الآخر، أو يكون أحدهما مسؤولاً عن إدارة الشركة و الآخر غير مسؤول فهي شركة عنان، و هي كثيرة الحصول في الحياة العملية و لا سيما في أعمال المصارف الإسلامية حيث يساهم المصرف في تمويل المشروع و يفوض العميل بإدارة الشركة و استثمار المال و يكتفي المصرف بالرقابة.

و هذه الشركات كلها من شركات الأشخاص و تتصف بصفة الاشتراك الدائم إلى انتهاء مدة الشركة أو فسخها أو إنجاز مهمتها أو عملها و العمل فيها إما من كلا الشريكين أو من أحدهما. و يوزع الربح بين الشركاء حسب الاتفاق و الخسارة بنسبة حصة كل منهما في رأس المال. و يشترط كون الربح معلوم المقدار لكل شريك منعا من الجهالة المؤدية إلى المنازعة و إفساد الشركة، و أن يكون بنسبة شائعة لا بحصة مقطوعة لأحد الشركاء، إذ قد لا تريح الشركة إلا بهذا المبلغ المقطوع.

و تلجأ المصارف الإسلامية و غيرها إلى المشاركة بدلا من المديونية الربوية حيث يكون التمويل فيها مقابل فوائد مقطوعة و هذا هو عين الربا و أما المشاركة فتحقق ربها مشروعاً لكل من البنك و الشريك و العميل على مدار السنة. و قد طورت أوضاع الشركات في العصر الحاضر فعرف ما يسمى بالشركة المساهمة و الشركة المتناقصة أو المنتهية بالتملك أو الشركة الدائمة⁸.

5-3- المراجعة :

هو بيع يشمل الثمن الأول مع زيادة الربح، كأن يشتري الشيء بعشرة دنانير، و يود بيعه بربح دينار (مقدار مقطوع) أو بنسبة عشرية مثل 1 أو 2%

5-4- الإستصناع :

⁵ - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر المعاصر، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2002. ص 439.

⁶ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 440.

⁷ - أو ما يسمى بشركة المساهمة.

⁸ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 432.

عقد مع صانع على عمل سيئ معين في الذمة، كالاتفاق مع النجار على صناعة مكتب أو مقاعد أو غرفة مفروشات أو نوم، أو صانع أحذية على صناعة حذاء أو خياط على خياطة ثوب معين، وتكون العين المصنوعة و مادتها الأولية من الصانع و يكون المعقود عليه هو العمل فقط. فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب و الجلود من المستصنع لا من الصانع، فإن العقد يكون إدارة لا إستصناعاً.

و يكون الاتفاق على ثمن معين لا يدفع كله عند الاتفاق أو التعاقد و إنما يدفع عادة جزء من الثمن بصفة العربون. و قد أصبح للإستصناع في عصرنا الحاضر أهمية كبيرة حيث أتجه الناس إليه في بناء السفن في احواض واسعة و في تصنيع الطائرات المدنية و الحربية و تجهيز الآلات و صناعة السيارات و غير ذلك من المصالح و الحاجات فصار هذا العقد من أهم العقود الدولية و المحلية في مجال التجارة و الصناعة و أدى ذلك إلى تنسيط حركة التبادل و التعامل و تسهيل المعاملات على كل من الصانع و المستصنع في المعامل و المصانع المختلفة⁹.

5-5- الإجارة : الإجارة أو التمويل التأجيري هو تقنية تمويل منتشرة بكثرة تسبه لحد ما التأجير التمويلي و التأجير التشغيلي الوضعيين *conventional operating and finance leases* و يقتضي العقد بأن يقوم البنك الإسلامي باعتباره المؤجر أو المالك بتأجير أصل من الأصول آلات أو تجهيزات مادية مثلاً إلى زبونه أي المستأجر، مقابل مبلغ متفق عليه يسدد على دفعات خلال مدة محددة مسبقاً، هي مدة استعمال الأصل أو مدة الإجارة. تبقى ملكية التجهيزات في يد المؤجر (المالك) خلال تلك المدة، و بالتالي يتحمل كافة المخاطر المتعلقة بها على أن يتحمل المستأجر المصاريف التي تنتج عن استعمال تلك التجهيزات. قد يأخذ عقد الإجارة شكل " الإجارة و الاقتناء أو الإجارة المنتهية بالتملك " حيث يدفع المستأجر بالإضافة على الدفعات السابقة أقساطاً تمثل المبلغ المستثمر في التجهيزات الأمر الذي يتيح له شراءها في نهاية المدة و تؤول ملكيتها إليه. في هذه الحالة الأخيرة يجب أن يحتوي عقد الإجارة على مادة تجر المستأجر على شراء التجهيزات المعنية من البنك. لقد ازداد استعمال الإجارة في عملية تمويل اقتناء الطائرات و المركبات و الآلات الو التجهيزات و المباني و غيرها¹⁰.

5-6- السلم :

هو بيع آجل بعاجل أو بيع شيء موصوف في الذمة يتم تسليمه في آجل لاحق، و يجب أن يكون الثمن كله معجلاً، أي أنه يتقدم فيه رأس المال أو الثمن و يتأخر المبيع أو المسلم فيه لأجل في المستقبل مثل شراء حب معين أو قطن أو مواد مصنعة محددة المواصفات لمنع الجهالة و يمكن توفيرها في موعد التسليم، فهو بيع أو مبادلة شيء مقبوض عند التعاقد بشيء مؤجل التسليم في المستقبل¹¹.

⁹ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 56.

¹⁰ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى 2011. ص 691.

¹¹ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 295.

المحاضرة الثانية : أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة

- 1- المنتجات التي تمثل ملكية الشركة
 - 1-1- الأسهم العادية *Common Stock*
 - 1-1-1- خصائص الأسهم العادية
 - 1-1-2- حقوق المساهمين العاديين
 - 1-1-3- أنواع الأسهم العادية
 - 2-1- السهم الممتازة
 - 1-2-1- خصائص الأسهم الممتازة
 - 2-2-1- أنواع الأسهم الممتازة
 - 3-1- الأسهم الرخيصة
- 2- السندات و المنتجات الأخرى التي تمثل ديننا على الشركة أو الهيئة المصدرة.
 - 1-2- خصائص السندات
 - 2-2- أنواع السندات
 - 3- المنتجات التي تجمع بين الملكية و الدين.
 - 1-3- أوراق أو سندات المساهمة.
 - 2-3- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم.
 - 3-3- شهادات الاستثمار.
- 4- الخدمات و المنتجات المالية الإسلامية
 - 1-4- الأسهم العادية
 - 2-4- الصكوك
 - 3-4- أحكام الأسهم و السندات و حصص التأسيس
- 5- صكوك الاكتتاب (الفرق بينها و بين عقود الخيار)

تعتبر الأوراق المالية مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسات، كما يمكن كذلك للدولة أن تصدر قيم منقولة لتمويل مشروعاتها أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية في فترات التضخم.

1- المنتجات التي تمثل ملكية الشركة:

1-1 - الأسهم العادية: Common stock و هي تمثل المقدار المملوك من رأس مال الشركة. أي يتم تقسيم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء سهم و هي أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق و يظهر قيمة تعرف بالقيمة الاسمية.

و قد يكو لحامله *au porteur* يعني أن الشركة المصدرة له لا تعرف من مجوزته ذلك السهم في أي لحظة من لحظات التداول و لذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري إلى آخر دون المرور بالشركة المعنية، كما قد يكون السهم اسماً أي حاملاً لاسم المالك *nominatif* حيث يصبح هذا الأخير معروفاً لدى الشركة و عليه تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفحة لإتاحة الفرصة لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها و التي تمت على أسهمها و معرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم.

و في حالة تصفية الشركة بعد إفلاسها فإن المساهمين العاديين يأتون في الدرجة الثالثة بعد الدائنين و المساهمين الممتازين، من حيث استرجاع أموالهم المستثمرة.

1-1-1 - خصائص الأسهم العادية:

↳ عادة ما تصدر الشركات عدد من الأسهم العادية أقل من ذلك العدد المحدد في القانون الأساسي للشركة المساهمة (*statut*) حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور.

↳ إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف و لكن أصعب من حيث التحليل، كما أن للسندات مدة صلاحية محدودة و حد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر و لا الأرباح.

↳ للسهم العادي عدة قيم منها، القيمة الاسمية : و هي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم و هي محددة في القانون الأساسي للشركة، كما توجد القيمة الدفترية (*book value*) تساوي مجموع قيم الأسهم العادية و علاوة الإصدار و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسوماً على عدد الأسهم العادية، أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال الخاصة و قسمة الباقي على عدد الأسهم العادية و ذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.

يبقى أن نشير على أنه عادة ما تستعمل هذه القيمة عند التصفية، حتى عرفت بقيمة التصفية للسهم.

↳ كما أن للأسهم العادية قيمة تباع بها في الأسواق تسمى القيمة السوقية.

↳ لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول و ذلك بشرائها من الحملة.

يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة و عليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة إلى أخرى، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و كذا عوائد الأسهم الممتازة.

1-1-2 - حقوق المساهمين العاديين:

- ✗ الحق في الأرباح الموزع، لكن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة، على عكس فوائد الديون تلتزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة، عادة ما تكون سنوية.
- ✗ حق التصويت يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة على أساس أن لكل سهم صوت.
- ✗ حق الأولوية في الاكتتاب.
- ✗ حق حضور الجمعية العامة : قد تكون عادية أو طارئة و تعقد الجمعيات العادية غالبا كل سنة و ذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج إلخ.
- ✗ حق بيع الأسهم.
- ✗ حق الإطلاع على وثائق الشركة.
- ✗ حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية.

1-1-3-أنواع الأسهم العادية : هناك أسهم لها حق أكثر في التصويت و ليس لها أولوية عند توزيع الأرباح، و بالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم له أولوية في الاكتتاب و لكن ليس له ثقل عند التصويت و هكذا بناء على إيجابيات و سلبيات كل نوع و كذا على الهدف من شراء الأسهم يتخذ قرار التوظيف من قبل المستثمرين، إذ يشتري النوع الأول كل من يريد تحقيق الأرباح و يشتري النوع الثاني كل من يريد السيطرة على الشركة و توجيهها الوجهة التي يريدتها. و بذلك يمكن ملاحظة أن النوع الأول من الأسهم له ثقل أكثر في التصويت و حظ أقل عند توزيع الأرباح ما هو إلا صيغة من صيغة الأسهم العادية¹².

بالإضافة إلى ذلك هناك أسهم لحاملها و أسهم اسمية و عليه بإمكان الشركة تحويل صيغة أسهمها سواء من أسهم لحاملها إلى أسهم اسمية أو العكس، كما يمكن الإشارة إلى أن بعض الشركات لا تصدر إلا أسهما اسمية خاصة تلك الشركات الغير مسجلة في البورصة الرسمية.

كما نشير إلى ظهور أنواع جديدة من الأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة و الأسهم العادية المضمون القيمة، الأسهم المصدرة خصيصا للعمال و غيرها من أشكال الأسهم¹³.

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

¹² - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الاول، مفاهيم أساسية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى 2011. ص705.

¹³ - جبار محفوظ ، مرجع سابق. ص705.

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من التضارب في المصالح بين المستثمرين لذا سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة¹⁴

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة و في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشأة التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم في الإيرادات قبل حساب الضريبة، ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم - في دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها¹⁵، و من آثار منح العاملين أسهماً في الشركة هو ترك أثر تقني مهم و محفز للعاملين لزيادة إنتاجه و بالتالي زيادة إنتاج المنشأة، أول إصدار لهذا النوع ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية¹⁶.

على الرغم من أن هذا النوع من الأسهم العادية يتطلب تشريعاً من السلطة السياسية إلا أنه يشجع في استثمار الفور الضريبي و إصدار هذا النوع من الأسهم¹⁷.

الأسهم العادية المضمونة :

الأصل في الأسهم العادية أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته و ذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين أو إذا تجاوز الانخفاض الحد و لكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض¹⁸. إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة و الحصول على التعويض، و من مميزات الأسهم المضمونة بالنسبة للمستثمر تقليل أثر نقص المعلومات لديه عند اتخاذ القرار الاستثماري فضلاً عن ذلك تؤثر هذه النوعية من الأسهم في حماية بنك الاستثمار الذي تعهد بتسويق الأوراق المالية عند انخفاض القيمة السوقية أثناء طرح السهم و من المؤكد أن الميزة الرئيسية هي ضمان التصريف الكامل للإصدار بضمان التعويض عند الانخفاض الشديد للقيمة السوقية و خلال مدة محدودة.

14 - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات- الاستثمار في البورصة - دار حامد للنشر و التوزيع- الطبعة الأولى - عمان - 2006 م - ص 95

15 - منير إبراهيم هندي- أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- المكتب العربي الحديث - الإسكندرية- 2006 - ص 17

16 - ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي - مرجع سابق - ص 44.

17 - محمود محمد الداغر- مرجع سابق - ص 99-100.

18 - منير إبراهيم هندي- الأوراق المالية و أسواق رأس المال- منشأة المعارف- الإسكندرية- 1999 - ص 19-20.

1-2-1 - الأسهم الممتازة : الأسهم الممتازة مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، لها قيمة اسمية، دفترية و أخرى سوقية، لكن يختلف المساهم العادي عن المساهم الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الحصول على الأرباح المقررة للتوزيع و كذا الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة و له أيضا الحق في أرباح سنوية تحدد بنسبة مؤوية من القيمة الاسمية للسهم - يحدد الحد الأقصى لهذه النسبة في عقد إصدار تلك الأسهم - أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة، و أكثر من هذا فإنه في حالة تحقيق أرباح و رأت الإدارة أنه من مصلحة الشركة عدم توزيع الأرباح في تلك السنة فإنه لا يتم توزيعها على النوعين من الأسهم العادية و الممتازة¹⁹. نظرا لما تتمتع به الأسهم الممتازة من أسبقية على الأسهم العادية، فإنها عادة ما تحرم من حق التصويت إلا في حالات خاصة كوجود الشركة في ظروف ومشاكل مالية عويصة.

1-2-1- خصائص الأسهم الممتازة :

↳ تمتاز هذه الأسهم بخاصة تجميع الأرباح، يقتضي هذا المبدأ أن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
فإذا كان المساهم x مالك لـ 100 سهم ممتاز نسبة أرباحها 5% و قيمتها الاسمية 50 دينار، و لم تدفع الشركة المعنية الأرباح لمدة 4 سنوات لحملة الأسهم الممتازة، فإنه إذا ما قررت توزيع الأرباح في السنة الخامسة يجب عليها دفع كافة الأرباح المتأخرة لحملة الأسهم الممتازة أي دفع:

$$5\% * 50 \text{ دينار} * 4 * 100 = 1000 \text{ دينار للمساهم x قبل إجراء أي توزيع على المساهمين العاديين.}$$

و هناك بعض الشركات التي تصدر أسهما ممتازة دون الالتزام بدفع متأخر من الأرباح و هي قليلة جدا لعدم إقبال المساهمين عليها.

↳ لها ثلاث قيم : اسمية، دفترية و سوقية.

↳ تتصف بإمكانية الاستدعاء و التسديد، سواء بالشراء من حملتها أو استبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.

↳ تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في الحصول على الأرباح أي بعد دفع فوائد الديون، فعادة ما يكون منصوصا في عقد الشركة أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم إجبار الشركة على دفع الأرباح بينما يمكن ذلك بالنسبة للدائنين.

↳ حق المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة و بعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقا.

↳ تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتوزيع الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

1-2-3- أنواع الأسهم الممتازة:

¹⁹ - من مصلحة الشركة خاصة على المدى الطويل توزيع الأرباح بصفة دورية على حملة الأسهم الممتازة حتى تبقى على سمعتها و تتمكن من إصدار أسهم ممتازة أخرى في المستقبل و تجد الإقبال عليها إلى الحد الذي يمكنها من مقابلة احتياجاتها طويلة الأجل بأموال خاصة.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة و الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت إضافة إلى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم و في عام 1982 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية و لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات و للمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم و إن كان يشترط أن لا تزيد النسبة عن 15.5% من تلك القيمة²⁰.

الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

و هي حق يستفيد منه المستثمر و يتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشأة و خاصة تلك التي ترتبط بمصلحة مستثمريه وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة²¹.

الأسهم الممتازة بدون حق التصويت:

هي أسهم لا يحق لحملةها حضور الجمعيات العامة للمساهمين و لا حق التصويت، يتم اللجوء إليها كوسيلة للتمويل دون فقد السيطرة على الشركة الممولة أو على الأقل دون فقدان الأولوية، فهي أداة لرفع رأس المال مع ضمان استقرار الشركة. بالمقابل حقوق المساهمين هنا ممتازة في حالة توزيع الأرباح و هي تجميعية²².

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

و هي فرصة تحويل الأسهم الممتازة إلى عدد من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة²³.

الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: و هي إلزامية لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد و لمدة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار و ذلك لتقليص عدد الأسهم الممتازة²⁴.

الأسهم الممتازة غير التجميعية: يحصل المساهمون في هذه الحالة على أرباح تحسب كنسبة مؤوية من القيمة الاسمية للسهم قبل توزيع بقية الأرباح على المساهمين العاديين،²⁵ و لكن لا يحق لحملةها الحصول على الأرباح التي لم توزع في السنوات السابقة.

20 - منير إبراهيم هندي- الأوراق المالية و أسواق رأس المال-مرجع سابق - ص 28-29.

21 - محمود محمد الداغر-مرجع سابق - ص 103.

22 - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الاول، مرجع سبق ذكره. ص715.

23 - ناظر محمد نوري الشمري و آخرون-أساسيات الاستثمار العيني و المالي -دار وائل للنشر-الطبعة الأولى -عمان-1999- ص 214

24 - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2010م ، ص 163.

25 - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الاول، مرجع سبق ذكره. ص715.

الأسهم الممتازة التجميعية: تختلف هذه الأسهم عن سابقتها في أنه إذا لم تتمكن الشركة من توزيع الأرباح جزئياً أو كلياً لسنة أو أكثر لسبب أو آخر، فإنه بمجرد إجراء توزيعات يحصل المساهمون الممتازون على أرباح كافة السنوات السابقة التي لم يتم فيها توزيع، قبل إجراء أي توزيع على المساهمين العاديين²⁶.

الأسهم الممتازة أخرى: توجد بعض الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة مثل الأسهم ذات الميزات الضريبية التي يستفيد حاملها من بعض التخفيضات أو الإعفاءات الضريبية، و الأسهم ذات الاقتطاعات الضريبية المنقولة *précompte mobilier*، التي تستفيد من الاقتطاعات المحفظة. ومن المنطقي أن يكون سعر هذه الأسهم مرتفعاً مقارنة بأسعار الأسهم العادية.

1-3- الأسهم الرخيصة: هناك مفهوم خاطئ لدى الكثير من المتداولين يتمثل في الاعتقاد بأن الشركة التي سعرها منخفض تعتبر "رخيصة" و تلك التي سعرها مرتفع تعتبر "غالية" وهذا غير صحيح لأن السعر مجرد مبدأ لا يعنى الشيء الكثير. على سبيل المثال يستطيع مجلس إدارة الشركة أن يغير من سعر الشركة كيفما يشاء، و ذلك بإجراء تجزئة عادية أو عكسية للسهم. فبدلاً من كون سعر السهم 10 دولارات يمكن أن يجرى له تقسيم بقدر 2 إلى 1 ليصبح السعر "أرخص" فيكون 5 دولارات، و يزداد عدد الأسهم المملوكة بمقدار الضعف. و في التجزئة العكسية تقوم الشركة بتجزئة سعر السهم ليصبح مرتفعاً، على سبيل المثال بدلاً من كون السعر دولار واحد تجزئ له تجزئة عكسية بقدر 10 إلى 1 ليكون سعر السهم 10 دولارات.

إذا السعر مجرد مبدأ غير مهم و الأفضل أن ينظر الشخص إلى القيمة السوقية للشركة أو الـ *Market Cap* الذي يرمز للقيمة الإجمالية للشركة في السوق. فإذا كانت هناك شركة سعر سهمها دولار واحد و لديها 100 مليون سهم مصدرة، تكون قيمتها السوقية 100 مليون دولار. على سبيل المثال، تتجاوز القيمة السوقية لشركة مايكروسوفت 280 بليون دولار. و شركة أي بي أم حوالي 150 بليون دولار، و شركة بي تي أس سي *PTSC* من شركات الستات قيمتها السوقية حوالي 11 مليون دولار. و أهمية القيمة السوقية تكمن في كونها تدل على مدى التمثيل الممنوح للشركة من قبل جموع المستثمرين و المتداولين، و تعطي بلا شك دلالة على نظرة الناس للشركة و ما يقبلوا به من ثمن لها. (كتاب المال و الاستثمار ص 79)

➔ أسهم البني *Penny Stocks*

تسمى أيضاً الأسهم متدنية السعر بأسهم البني (أو السنت) و يطلق الاسم عادة على الأسهم التي سعرها أقل من دولار.

2- السندات و المنتجات الأخرى التي تمثل ديناً على الشركة أو الهيئة المصدرة:

تعرف السندات على أنها أوراق مالية قابلة لتداول ، و سوق الاستدانة بسندات هو سوق يهيمن عليه المؤسساتيين *Institutionnels* على العموم و الدولة بشكل خاص.

1-2 - خصائص السندات:

²⁶ - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الاول، مرجع سبق ذكره. ص715.

☒ عادة لا يحدد القانون حدا أدنى أو أقصى لقيمة القرض بسندات، كذلك لا توجد قواعد تشير إلى التقييد بنسبة معينة بين المبلغ المصدر و رأس المال، و للحصول على قيمة القرض يقتضي ضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار، أما سعر الإصدار فهو يمثل الثمن المدفوع للشركة من قبل المكتتب.

☒ ذات دخل ثابت سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.

☒ تسديد قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.

☒ قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، و يعرف الفرق بين سعر البيع و القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية و عندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.

2-2 - أنواع السندات:

① - **السندات التقليدية** : عرفت بأنها تمثل ديننا على المصدر الذي يلتزم بدفع مبلغ سنوي لحامل السند يتمثل في سعر الفائدة المحدد في عقد الإصدار.

➔ حملة السندات الكلاسيكية عدة حقوق نوجزها فيما يلي:

✓ الحق في الفائدة مهما كانت نتيجة السنة المالية للشركة.

✓ الحق في استرجاع المبلغ محل الاكتتاب و قد يكون ذلك عن طريق شراء الشركة المصدرة للسندات من البورصة.

✓ الحق في بيع السندات في السوق الثانوية.

② - **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم**: لنفس الشركة المصدرة.

③ - **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات**: (*OBSO*) إذ يرفق بكل سند قديم كيون يمكن استبداله بسند جديد. و بمجرد انتهاء عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

④ - **السندات المضمونة بأصول الشركة** : *mortgage bonds*

قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كأراضي و الآلات أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية و المالية، و في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته -سددته- من تلك السندات، و بذلك فإن أي تخلي عن التزاماتها تجاه حملة هذا النوع من السندات سيجعل هؤلاء يبيعون تلك الأصول المرهونة و يقتسمون العائد فيما بينهم.

⑤ - **السندات بمعدل فائدة متغير** : و الذي يرتبط بسعر الفائدة في سوق النقد

⑥ - **السندات المرتبطة بالمؤشرات** : *indexed bonds*

هو ذلك السند الذي يرتبط سعر الفائدة الخاص به أو المبلغ الأصلي أو الاثنان معا بتغيرات مؤشر معين، و يعرف هذا النوع من السندات بالسندات المستقرة.

أما المؤشرات المستعملة فهي كثيرة و متنوعة تعبر في معظمها عن مؤشر مستوى المعيشة : أسعار التجزئة أو الجملة أو معدل التضخم إلخ. و الغرض من هذه السندات هو المحافظة على القدرة الشرائية.

7- **سندات الحكومة:** أوراق مالية تصدرها الحكومة لتمويل المشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس والمستشفيات أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية و تخفيض نسبة التضخم، و لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات التي قد تكون في بعض الأحيان على مدة طويلة جدا 40/30 أو 50 سنة أو أكثر.

3- **المنتجات التي تجمع بين الملكية و الدين:**

3-1 - أوراق أو سندات المساهمة: تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات و الواردات، الاستثمار في ميدان السكن، تمويل الشركات العمومية الصناعية، كما هو الحال بالنسبة لبعض الشركات الجزائرية، الشركات التجارية، البنوك و غيرها من المؤسسات المؤهلة و المرخصة بجمع المدخرات من الجمهور. كما في ذلك المؤسسات المتخصصة.

تختلف خصائص هذه الشهادات بعض الشيء من بلد إلى آخر فبينما نرى أن حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة، أما في فرنسا يحصل حاملها على فائدة فقط و لا يوجد لها تاريخ استحقاق، فهي ضمن الديون الأبدية، و الفوائد مقسمة على جزأين الأول ثابت و الآخر متغير حسب النتائج المحققة من قبل المصدر و ليس لحاملها الحق في التصويت.

3-2 - السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم :

هي من بين الأوراق التي تجمع بين صفات الأسهم و صفات السندات لحملتها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد و في فترة زمنية محددة مسبقا.

كما يمكن فصل القسيمات في حد ذاتها و بيعها في البورصة شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية المتداولة هناك، بالإضافة إلى ذلك يحتفظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (OBSA) بحقه كحامل السندات المعنية. و عليه فإن الغرض من إصدارها هو الاستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة عن طريق اكتتاب حملتها في الأسهم بعد ذلك.

3-3 - شهادات الاستثمار: تشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية، كما أن حملتها نفس حقوق حملة السهم فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، اقتسام الممتلكات في حالة تصفية الشركة، و كذلك الإطلاع على وثائقها، غير أن حملتها لا يملكون الحق في التصويت شأنهم في ذلك شأن حملة السندات العادية، و بذلك يمكن القول أن شهادات الاستثمار *certificat d'investissement* هي عبارة عن جزء من السهم، و يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت *certificat de droit de vote* التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها و إنما هي حق من حملة الأسهم العادية.

و عليه يسمح إصدار هذه الشهادات بالحصول على مصادر تمويل دون التخلي على سيطرة الشركة و توجيهها و مراقبتها مع الإبقاء على نسب التصويت كما هي أو كما هو الحال بالنسبة للمؤسسات المملوكة من قبل الدولة و التي ترغب في إبقائها تحت السيطرة.

و يتمتع حملتها بالأولوية إلى جانب المساهمين العاديين في الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس المال الشركة المعنية، بالإضافة إلى ذلك فإنه في حالة توزيع أسهم جديدة مجاناً على حملة الأسهم فإنه يستوجب على الشركة المصدرة إصدار شهادات استثمار جديدة و توزيعها مجاناً على حملة الشهادات كل حسب حصته من الشهادات القديمة التي بجوزته، بالضبط كما تتم العملية بالنسبة لحملة الأسهم.

و يبقى علينا أن نشير هنا أنه لا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار، و أن الجمع بين هاتين الشهاداتتين يمثل سهماً كاملاً من حيث الحقوق المالية و كذا حق التصويت

4- صكوك الاكتتاب : أو صكوك شراء الأسهم *warrants* ، فصك شراء أسهم هو حق خيار يسمح لحامله بالحصول أو الاكتتاب في أسهم الشركة المصدرة أو في فرع من فروعها خلال فترة معينة و بسعر محدد مسبقاً أي هو شهادة تمكن حاملها من تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب خياره. لإتمام ذلك يجب على حامل الصك التخلي عن الشهادة للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد (الاستحقاق) و دفع مبلغ من النقود و عليه فإن صكوك الشراء هي بمثابة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بغرض جمع رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآتية و التوسعية. كمقابل لذلك تعطي الحق لحاملها في شراء الأسهم العادية للشركة في الفترة القادمة و بسعر محدد أثناء عقد الصفقة. إلا أن الشركة المصدرة لا توزع الأرباح على حملة هذه الصكوك و لا يحق لهم التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين.

و ما دامت عملية الاكتتاب تخضع لرغبة حامل الصك فيمكن القول أنه عبارة عن حق خيار شراء الأسهم العادية لشركة ما و في كثير من الأحيان تسوقها هذه الأخيرة مرفقة بسندات تطرح للجمهور إذ تستعمل لجذب المستثمرين إلى إصدارات الشركة من الأسهم و السندات بإرفاق الصكوك بها.

و تجدر الإشارة إلى أن شهادة الصك تبين عدد الصكوك المقابلة لسهم واحد أو عدد الأسهم التي يمكن للمستثمر شراؤها بصك واحد. كما أنه في الكثير من الحالات تجد أن الصك يقابل سهماً واحداً. و على الرغم من أن هذه الصكوك تشبه في الكثير من المظاهر خيارات الشراء، إلا أنها تختلف عنها في الكثير من الأوجه منها:

- أن فترة تنفيذ الصكوك طويلة نسبياً إذ يتم تنفيذها بعد عدة سنوات بينما تنفيذ خيارات الشراء تتراوح بين 3 أشهر و سنة.
- أن عقد الخيار الواحد عادة ما يقابله 100 سهم بينما يقابل الصك جزءاً من السهم أو سهماً واحداً أو عدة أسهم على الأكثر، أي قد يحتاج المستثمر لأكثر من صك ليتمكن من شراء سهم واحد.
- أن تنفيذ الصك ينتج عند زيادة عدد الأسهم المتداولة و بالتالي تخفيض قيمة الأسهم الموجودة بحوزة المستثمرين، بينما تنفيذ الخيار يعني الحصول على أسهم موجودة قبل تسويق الخيار و هذا لا يؤثر على هيكل رأس المال للشركة المعنية و بالتالي لا يخفض من قيمة الأسهم.
- إن الهيئة المصدرة للصك هي الشركة التابعة لها الأسهم المعنية و هي نفسها التي تسلم الأسهم إذا ما نفذ الصك، أما المصدر للخيار فقد يكون أي هيئة أو مؤسسة أو فرد كما قد يكون بعيداً كل البعد عن الشركة.



إذا الشرط الأساسي أن يكون قادرا على الوفاء بالتزاماته بعد إصدار الخيار أي بإمكانه تسليم الأسهم محل الخيار عند التنفيذ و بذلك فإن عدد الصكوك محدودا و يتم إصدارها لأغراض محددة أما عدد الخيارات فغير محدود و بإمكان المستثمرين أو المضاربين تبادلها في أي وقت شاءوا.

- إن تنفيذ الصكوك يمكن الشركة من الحصول على أموال إضافية، أما تنفيذ الخيار فلا يزيد من كونه عملية مالية تمت بين طرفين في سوق الخيارات.

إن الصك هو حق شراء أسهم عادية فقط، أما الخيار فهو حق شراء أسهم، سندات، عملات أو حتى سلع.

المحاضرة الثالثة : تقسيمات السوق المالية وأهم أعضاء السوق المنظمة

- 1- السوق النقدية
 - 1-1- سوق الخصم
 - 1-2- سوق القروض قصيرة الأجل.
 - 1-3- المتعاملون في السوق النقدية.
 - 1-4- الصكوك المتداولة في سوق النقد.
 - ودائع السوق النقدية
 - ودائع الشهادات الادخارية
 - أذونات الخزينة
 - الأوراق التجارية
 - 2- سوق رؤوس الأموال
 - 2-1- سوق الإصدارات أو السوق الأولية
 - 2-1-1- كيفية الاستفادة من الطرح الأولي.
 - 2-1-2- خطوات طرح الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
 - 2-2- سوق التداول أو السوق الثانوية
 - 3- أعضاء البورصة وشروط العضوية
 - السماسرة *Brokers*
 - تجار الأوراق المالية *Dealers*
 - سماسرة الصالة *Floor brokers*
 - تجار الصالة *Floor traders*
 - المتخصصون *Specialists*
- 4- تقسيمات سوق التداول أو السوق الثانوية

على الرغم من التباينات المتعددة لأسواق المال عند الكثير من الدارسين و الباحثين إلا أنه يمكن تبويب أنواع الأسواق المالية بصفة عامة إلى نوعين هما : الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال.

1- السوق النقدية²⁷:

أو السوق ما بين البنوك : لقد عرفت السوق النقدية *Money Market* بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية و ذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

و تتكون السوق النقدية من فرعين أو أكثر حسب البلد و تطور تلك السوق و كذا حسب قدرة و سيطرة البلد على تلك السوق من حيث الرقابة و التنظيم. ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال تتكون من سوقين فرعيين خصصت كل منهما لنوع معين من العمليات.

1-1- سوق الخصم *The Discount Market* أين تخضم الأوراق التجارية من كمبيالات و سندات و أذونات خزينة. و الخصم هي عملية مالية تتم بين حامل الورقة التجارية و بين بنك ما، يتم بموجب هذه العملية صرف تلك الورقة قبل تاريخ استحقاقها مقابل نسبة معينة يأخذها البنك، أي دفع قيمتها لحاملها، مما يوفر لهذا الأخير سيولة هو في حاجة إليها في الوقت الحاضر، و بعد حصول البنك على الورقة يمكنه هو الآخر صرفها قبل تاريخ الاستحقاق أيضا بسبب نقص السيولة لديه أو لأي غرض آخر، و ذلك لدى البنك المركزي و هذا ما يعرف بـ **إعادة الخصم**.

1-2- سوق القروض قصيرة الأجل *Short term Loan Market* التي بواسطتها يلتقي العارضون و الطالبون لرؤوس الأموال لفترات قصيرة نسبيا قد تصل إلى يوم واحد، كما قد تصل المدة إلى 6 أشهر أو 9 أشهر أو سنة على الأكثر. و يتمثل العارضون لتلك الفوائض من السيولات في البنوك التجارية و المؤسسات المالية المتخصصة في منح القروض قصيرة الأجل و يتمثل الطالبون لتلك السيولات في الأفراد و المؤسسات بغرض تغطية العجز الطارئ و المؤقت أو التمويل قصير الأجل.

و إذا كانت السوق النقدية في الولايات المتحدة تتكون من سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل فهي أيضا تتكون في فرنسا من سوقين فرعيين، الأولى عبارة عن **السوق فيما بين البنوك *marché Interbancaire*** و كما يدل اسمها فهي مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي و بذلك فإن هناك مؤسسات مالية معينة يخول لها القانون الفرنسي المشاركة في التعامل في هذه السوق مثل المؤسسات المتخصصة في القروض *Etablissements de crédit* ، بنك فرنسا أي البنك المركزي، الخزينة العمومية، المصالح المالية للبريد و غيرها من المؤسسات المالية المتخصصة.

²⁷- الدكتور جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى 2002 دار هومة الجزائر، ص 64-71.

يقوم بنك فرنسا بدور هام في تنظيم ومراقبة هذه السوق الفرعية، إذ يتدخل عند حدوث إختلالات في التوازن بوسائل معينة كالإعلان عن المناقصات *Appels d'offres*، بيع و شراء سندات الخزينة.... الخ، تمكنه و السلطات التابعة له من العودة بتلك السوق إلى حالة التوازن كما تقوم بإعادة تمويل مؤسسات القروض و نشر أسعار الصرف يوميا و التي تتحدد بواسطة العرض و الطلب.

أما السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية الفرنسية فهي سوق القيم المدينة المتداولة *Marché des titres de créances négociables*، حيث يتم تداول شهادات الإيداع *Certificats de dépôt*، أذونات الخزينة و سندات المؤسسات و الشركات المالية و كذا سندات الخزينة العمومية المتداولة. و على عكس السوق فيما بين البنوك فإن هذه السوق، أي سوق القيم المدينة مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين طالما أنهم يحققون الشروط و الضمانات المطلوبة. و على الرغم من اختلاف طريقة تقسيم السوق النقدية في الولايات المتحدة عنها في فرنسا و ربما تختلف من بلد إلى آخر إلا أننا نرى أن أهداف هذه السوق متشابهة في معظم البلدان المتقدمة، حيث توفر هذه السوق فرصا جيدة للدخار و الاستثمار لأجل قصيرة و بذلك يتخلص المتعاملون الاقتصاديون من أفراد و مؤسسات من السيولة الفائضة لمدة قصيرة و الاستفادة من الفوائد على تلك السيولة.

بعبارة أخرى فإن هذه السوق تساعد في القضاء على الاكتناز الذي يؤثر على الإنفاق و يخفض من مبيعات المؤسسات و بالتالي تدني عائدها و يتسبب هذا في تدهور تسديدها للعمال و الموردين و يجرمها من التوسع الذي يوفر فرص تشغيل متعددة، أي انتشار البطالة وغيرها من النتائج السلبية التي غالبا ما تؤدي إلى الركود الاقتصادي، كما هو الحال في الكثير من دول العالم المتخلف الذي عادة ما تنتشر فيه ظاهرة الاكتناز. و عليه يمكن القول أن هناك فوائض مالية سائلة (دخول، فوائد،) و من جهة أخرى هناك أفراد و مؤسسات في حاجة إلى تلك الفوائض لتسديد مستحقاتها الآنية و دون اللجوء إلى الديون متوسطة و طويلة الأجل، من هنا تأتي أهمية السوق النقدية في الجمع بين هاتين الجهتين.

1-3- المتعاملون في السوق النقدية²⁸ :

يتعامل في السوق النقدية أطراف متعددة إما بصفتها طالبة للنقود أو بصفتها عارضة للنقود، و هذه الأطراف هي :

- ① - **الطرف الأول** : يتمثل في المؤسسات الوسيطة، مالية كانت أو نقدية مثل : البنوك و شركات التأمين و المؤسسات المالية و بيوت الخصم و القبول و الدفع و سمسارة الأذون و الخزينة العامة.
- ② - **الطرف الثاني** : يتمثل في أصحاب الفوائض المالية، أي الفئات التي لديها مدخرات و تبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها السيولة و العائد و تتحمل جزء من المخاطر.
- ③ - **الطرف الثالث** : يتمثل في الوحدات الاقتصادية و الأفراد و المؤسسات ذات العجز و التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة أو عجز مؤقت دون تحمل أعباء أو تكاليف عالية، و من هؤلاء : التجار، المضاربين، السماسرة، المستهلكين الذين لهم قدرة على الدفع، الحكومات، المنشآت، لمواجهة التزامات قصيرة الأجل.

²⁸ - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 130.

1- 4- الصكوك المتداولة في سوق النقد²⁹ : ويمكن تقسيمها على أساس العائد كما يلي :

☞ ودائع السوق النقدية :

عبارة عن وودائع بسعر فائدة ثابت و أجلها محدد بسنة، و لا يمكن سحبها قبل هذه المدة، لكن يمكن تداولها في السوق النقدي خلال هذه المدة.

☞ ودائع الشهادات الادخارية :

هي عبارة عن إيصالات من البنوك مقابل الإيداعات لديها و تحمل تلك الودائع أسعار فائدة ثابتة و لها أجل استحقاق محدد لا تسحب إلا بحلول هذا التاريخ و لها إمكانية التداول في السوق النقدي، و في العادة تكون آجال شهادات الإيداع من شهر إلى ثلاثة أشهر و بعضها قد يتجاوز العام و يصل إلى أجل خمس سنوات.

☞ أذونات الخزينة :

و تمثل أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل يبلغ أجلها في العادة ثلاثة أشهر. و لا يزيد استحقاقها على سنة وهي غير قابلة للتداول في البورصة حيث تعتبر جزء من أدوات سوق النقد و ليس سوق رأس المال، أما السندات الحكومية يصل تاريخ استحقاقها إلى 30 سنة، تصدرها الحكومة لتمويل العجز في الموازنة العامة و تتميز بانخفاض درجة المخاطرة لأنها مضمونة من قبل الحكومة.

☞ الأوراق التجارية :

و هي الأوراق التجارية التي تحمل وعود بالدفع تصدرها الشركات الكبيرة بأجل استحقاق يتراوح بين يوم واحد و سنة كاملة، و لا يوجد أي ضمان لهذه الأذون إلا ما تتمتع به الشركات من سمعة ائتمانية واستعداد البنوك للتعامل معها لسداد هذه الأوراق عند الاستحقاق.

2- سوق رؤوس الأموال :

تسمى أيضا بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزا لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق و أن تطرقنا لها، و هذا التصنيف كان تبعا لأجل الورقة المالية المصدرة حيث يتم تداول بعض أدوات سوق النقد كأذونات الخزنة و السندات قصيرة الأجل التي لا تزيد آجالها عن سنة واحد، بينما يتم تداول الأسهم و السندات متوسطة و طويلة الأجل و التي تزيد آجالها عن سنة في سوق رؤوس الأموال و التي يتم تقسيمها وفقا لطبيعة الإصدار إلى قسمين رئيسيين هما³⁰ :

²⁹- محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 131.

³⁰- عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 ص 7-10.

2-1- سوق الإصدارات أو السوق الأولية : Primary Market

يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات في السوق الأولي، حيث تطرح الحكومة السندات و أذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات و مؤسسات العمال السندات و الأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية.

و يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات باستخدام ثلاثة أساليب هي :

أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بنك الاستثمار أو المتعهد **Underwriter** بتغطية عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، و لا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة و الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم النصح و المشورة للجهة المعنية فيما يتعلق بنوع الورقة المصدرة و التوقيت المناسب للإصدار، و حجم و سعر الإصدار و قد يتعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار، و في الدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار.

✓ أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تباع الأسهم و السندات المصدرة.

✓ أسلوب المزاد : و بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات **Bids** تتضمن الكميات المراد شرائها و سعر الشراء، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. و عادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف الإصدارات من السندات الحكومية و أذونات الخزنة.

و تعد السوق الأولية الوسيلة التي يحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. و تبعا لذلك فهي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، و سوق للاستثمار المالي للوحدات المشتري للأوراق المالية. فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، و تبعا لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي و ليس الاستثمار الحقيقي.

2-1-1- كيفية الاستفادة من الطرح الأولي:

بعد أن عرفنا كيف تتم عملية طرح الأسهم نتساءل عن دور المستثمر الصغير في هذه العملية و عن مدى استطاعته الحصول على الأرباح الناتجة عن هذه العملية على ضوء ما نراه من نجاح مبهر لعمليات الطرح في السنوات الأخيرة؟ إن ذلك ممكن و لكن يجب أخذ النقطتين التاليتين بعين الاعتبار³¹.

← إن عملية الحصول على أسهم بسعر الطرح أمر في غاية الصعوبة لأن بنوك الاستثمار تحتفظ بهذه الأسهم لعملائها الكبار و المتداولين النشطين خصوصا في حالات الأسهم ذات الشعبية العالية، و بالتالي فإن معظم السماسرة لا

³¹ - فهد بن عبد الله الحويمان، مرجع سبق ذكره، ص 88.

يحصلون على عدد كبير من الأسهم المطروحة أي بحدود مائة سهم في الغالب. و كثير من الوسطاء يعاقب المستثمرين ممن يبيعون أسهمهم بسرعة خلال الأيام الأولى بعد يوم الافتتاح و ذلك بعدم منحهم أسهما في المستقبل. ← ليست جميع عمليات الطرح ناجحة لذا فمن الأفضل تحري الدقة قبل اتخاذ القرار بالحصول على كمية منها عن طريق السمسار فعلى سبيل المثال تم طرح أسهم شركة **بالم Balm** لشبكات الحاسب الآلي بسعر 38 دولار، و بدأ السهم في يوم الافتتاح عند سعر 145 دولار و ارتفع إلى 165 دولار و أقفل عند سعر 93 دولار و بعد عدة أسابيع هوي إلى أقل من 30 دولار . لذا يجب اقتناء أسهم الاككتاب من بنوك الاستثمار التي لها تاريخ جيد في انتقاء شركات الطرح الأولى.

2-1-2- خطوات طرح الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية :

عند اتخاذ قرار تعويم الشركة تقوم الشركة بتحديد رأس المال المطلوب و التفاوض مع أحد بنوك الاستثمار لتحديد سعر الطرح ومن الطبيعي أن تختار الشركة بنك استثمار له سمعة جيدة و خبرة طويلة في هذا المجال تجنباً لفشل عملية التعويم أو الحصول على سعر غير مناسب. ومن أشهر بنوك الاستثمار هناك مرجان ستانلي (*Morgan Stanley*) ، سلمن بروذرز (*Salamon Brothers*) فيرست بوستن (*First Boston*) ، ميريل لنش (*Merrill lynch*) جولدمان ساكس (*Goldman Sachs*) و غيرهم. ومن المعروف أن معظم عمليات التعويم تتم بضمان من بنك الاستثمار الذي يسمى في هذه الحالة *Underwriter* و الذي يضمن إنجاح العملية و الدفع مقدماً للشركة الراغبة في التعويم و هذا ما يجعل سعر التعويم في الغالب أقل من السعر الذي يستقر عليه السهم عند طرحه في السوق و بواسطة طريقة التعويم بضمان بنك الاستثمار نجد أن الشركة الراغبة في التعويم تود أن تضمن سعراً معيناً بصورة مسبقة دون المخاطرة، و نجد أن بنك الاستثمار يود أن تذهب أرباحه أرباح الرياح في حالة فشل العملية فتجده يضطر لبيع الأسهم بسعر معقول.³²

بعد الاتفاق على سعر معين تقوم الشركة بالتسجيل لدى هيئة الأسواق و الأوراق المالية (*SEC Securities & Exchange Commission*) و هي الهيئة المسؤولة عن حركة تنظيم طرح الأسهم و تداولها في الأسواق الأمريكية و متبعة أداء الأسواق و منع محاولات التلاعب في الأسعار. و تتم عملية التسجيل هذه بتعبئة نموذج التسجيل *S-1* و الذي يتضمن وثيقة هامة تعرف باسم *Prospectus* على الشركة الراغبة في طرح أسهمها تعبئتها، و التي تذكر فيها معلومات كاملة عن طبيعة عمل الشركة و الأشخاص الذين يديرونها إلى جانب مدى ربحيتها في الماضي و نمو مبيعاتها و طبيعة المنافسة التي تواجهها الشركة و حدتها و ما إلى ذلك من معلومات تعين المستثمر في اتخاذ القرار المناسب. و هذه الوثيقة ليست وثيقة دعائية أو تسويقية حيث أن ما يذكر فيها من حقائق و أرقام يعتبر سلاحاً قانونياً للمستثمر فيما لو كانت هناك معلومات خاطئة أو زائفة لذا فإن الشركات تحرص على إعدادها بشكل صحيح و صريح. و من

³²- فهد عبد الله الخويمان، مرجع سبق ذكره، ص 86.

النقاط الواجب الانتباه إليها عند قراءة وثيقة الطرح معرفة أهداف الشركة من الطرح و نسبة أسهم الملاك المطروحة للاكتتاب حيث إن تبين أن عددا كبيرا من الأسهم المطروحة هي ملك للمؤسسين فقد لا يكون ذلك مشجعا. و بعد الحصول على موافقة هيئة الأسواق تبدأ الشركة بمرحلة الاستعراض (Road show) حيث يقوم المسئولون بزيارة عدد من المدن و الالتقاء بكبار المستثمرين و البنوك لإطلاعهم على خطط الشركة و ذلك لكسب تأييدهم و بالتالي شرائهم الأسهم المطروحة. و يمنع النظام من قيام الشركة بالتحدث عن أي تطورات أو وعود خاصة بمستقبل الشركة عدا ما تم ذكره في وثيقة الاكتتاب و ذلك من تاريخ التسجيل إلى ما بعد 25 يوم من بداية تداول الأسهم، و تسمى هذه الفترة بفترة الهدوء (Quiet Period). بعد ذلك يقوم بنك الاستثمار بدفع رأس المال المتفق عليه للشركة و يقوم هو بدوره ببيع ما لديه من أسهم و لكن عملية البيع هذه قد لا تتم بسهولة نظرا لصعوبة تسويق الأسهم فيقوم بنك الاستثمار غالبا بالاستفادة من خدمات بنوك الاستثمار و ممارسة آخرين في عميلة التسويق تجنبا لخطورة الفشل³³.

و يسمح النظام لبنك الاستثمار المتولي لعملية الطرح أن يبيع و يشتري مسبقا (شورت). و ذلك في الأيام الأولى من بداية التداول ليتمكن من جعل السعر يستقر و لا يتذبذب بشدة.

2-2- سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary Market :

هي تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها و تبعا لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها و ليست الشركة أو الجهة المصدرة لها. و تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه إلى التقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، بمعنى أنه بدون السوق الثانوية لا تنشأ سوق أولية، ففي السوق الثانوية يتم تسهيل الأوراق المالية و تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع و لا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا و جاذبية حيث يكون من السهل بيعها و تحويلها إلى نقود بسرعة و بدون خسائر.

إن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها حتى تواريخ استحقاقها، و بالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.

وإلى جانب ما تقدم تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية حيث أن المشروعات و المؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية، سوف تدفع للجهة المصدرة سعرا لا يزيد عن السعر الذي تعكسه السوق الثانوية. و كلما زادت أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة في السوق الثانوية زاد السعر كذلك في السوق الأولية و من ثم قيمة رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة.

³³ - فهد عبد الله الحويمان، مرجع سبق ذكره، ص 87.

و يتم تداول الأوراق المالية ضمن السوق الثانوية من خلال السماسرة **Brokers** و التجار **Dealers** و يعمل السماسرة كوسطاء بين المشترين و البائعين بينما يعمل التجار لحسابهم الخاص. و انتقال السهم من البائع إلى المشتري يكون بإحدى الطرق التالية³⁴:

① - **التسجيل**: و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية، فعند ما يريد صاحب السهم بيعه، يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، و في الوقت نفسه، يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة، و يوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل.

② - **الحياسة الفعلية**: و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها، حيث ينتقل ملكيتها بمجرد الحياسة الفعلية للسهم، و ذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم.

③ - **التظهير**: و هي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر، حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري (كتابة اسمه) دون الرجوع إلى الشركة.

3- أعضاء البورصة وشروط العضوية³⁵:

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون بالبورصة مع العلم بأنه لا يتم الحصول على العضوية إلا بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة و توفر شروط معينة تحددها الجهات الرقابية، كما أن كل نوع من الأعضاء يدفع رسوم معينة للعضوية و من أهم أنواع الأعضاء العاملين بالبورصة نذكر:

➤ **السماسرة: Brokers** هم الذين يتوسطون بين البائعين و المشترين و يسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، و السماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء البورصة و عادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

➤ **تجار الأوراق المالية: Dealers** هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء، و عادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كما قد يطلق عليهم صناع السوق **Market Markers** لأنهم يؤثرون على العرض و الطلب و من ثم على الأسعار، هذا و قد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفة السماسر و التاجر.

➤ **سماسرة الصالة: Floor brokers** هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم و لا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة و إنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي تكون لديها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، لذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة السماسرة **Brokers' Brokers** و يحصلون على جزء من العمولة.

34 - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 2002 ص 104.

35 - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية - الإسكندرية، ص 9-11.

تجار الصالة : **Floor Traders** وهم تجار مسجلون بالبورصة و يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة و لكنهم يقومون بالبيع و الشراء لحساب أنفسهم و هدفهم اغتنام فرص الربح من الفروق بين أسعار الشراء و البيع،لذا يطلق عليهم أحيانا المضاربون **speculators**.

المتخصصون : **Specialists** هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل واحد منهم للتعامل في ورقة مالية معينة أو عدد من الأوراق المالية، هذا و إذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو المحتكر لها و هو وحده الذي يمكنه الإطلاع على الأوامر المحددة **Limit Orders** المتعلقة بتلك الورقة، و عادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) و بين نشاط التجارة (بيع و شراء الأوراق المالية لحسابهم) و يلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة مؤداه المساعدة على استقرار التعامل داخل البورصة حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين و العكس صحيح.

3-1- شروط العضوية في البورصة :

تطلب معظم و إن لم يكن كل أسواق الأوراق المالية في العالم شروطا و معايير يجب أن تتوفر في كل مترشح حتى يمكن قيده كسمسار في السوق، و تتماثل تلك الشروط إلى حد كبير، و من أهمها نذكر³⁶:

① - شروط تتعلق بالحالة المدنية: و مفاد هذه الشروط تتمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاوله عمله فيها، و بلوغه سنا معينة، و تمتعه بالأهلية القانونية.

② - شروط تتعلق بالتراهة و حسن السيرة : و ذلك مثل ألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل، و ألا يكون قد حكم عليه لجناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، أو مخالفة لوائح و قوانين سوق الأوراق المالية.

④ - شروط تتعلق بالكفاءة المالية : و تنحصر في امتلاكه لرأس مال يثق به المسؤولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة منه سواء للعملاء أو للجنة السوق و لتحصيل الغرامات المالية و للوفاء بالمبالغ المطلوبة كتأمينات.

⑤ - شروط تتعلق بالكفاءة الفنية: و تتمثل في ضرورة حصول المرشح على حد أدنى من التعليم الثانوي ، و يطلب منهم إثبات خبرة في مجال يتعلق بأسواق الأوراق المالية لمدة غالبا ما تكون ثلاث سنوات على الأقل، أما الحاصلون على شهادة جامعية فتخفف مدة التدريب و الخبرة إلى فترة سنة واحدة غالبا.

⑥ - شروط إجرائية: و تتمثل فيما يلي

○ اجتياز اختبار تحريري أو شفوي أو كليهما.

○ الحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة السوق في اقتراع سري.

³⁶- احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آئارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى،

1415 هـ، 1995م.ص 344-346.

- دفع رسم يختلف من سوق لأخرى.
- تقديم كفالة مالية أو شخصية.

4- تقسيمات سوق التداول :

تنقسم السوق المالية إلى سوق النقد و سوق رؤوس الأموال كما قسمنا سوق رؤوس الأموال إلى سوق أولية و ثانوية، كما تنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، و يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية *stock exchange*، حيث يلتقي فيها طالبي و عارضي الأوراق المالية أو مندوبيهم. يمكن محدد، حيث تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة و مستوفاة لشروط التداول مثل سوق نيويورك *New York Stock Exchange* و للتسجيل في بورصة نيويورك خمسة شروط أساسية:

◀ أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، و أن لا يقل عن 3 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام.

◀ أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.

◀ أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.

◀ أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.

◀ أن يوجد 2000 مساهم على الأقل، يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

و بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكتملة هي :

✓ أن يكون للمنشأة مكائنتها على المستوى القومي.

✓ أن تكون لها المكانة الجيدة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

✓ و أن تنتمي لصناعة لها فرصة التوسع و النمو أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق.

هذا و إذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

و بمجرد قبول و تسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاما عليها:

■ الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية و البورصة.

■ نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.

■ نشر حساباتها الختامية سنويا.

■ امتناع العاملين بها عن التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف *short Selling* الذي

ستعرض له فيما بعد.

و تثير هذه الشروط المشددة التساؤل عن سبب إقدام المنشآت على تسجيل أسهمها في السوق المنظمة (البورصة)، رغم وجود سوق غير منظمة التي ستعرض لها فيما بعد و التي لا تضع مثل تلك الشروط!

تحقق المنشأة التي لها أسهم مسجلة و متداولة في البورصة العديد من المزايا، فالتسجيل في حد ذاته يعد إعلاناً مجانياً عن المنشأة، و يتوقع أن يكون له الأثر الإيجابي على المبيعات، و تزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطاً، كما يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطباعاً إيجابياً عن المركز المالي للمنشأة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها، و حجم التعامل على أسهمها، أسعار الإقفال و الافتتاح. بالإضافة إلى ثقة المستثمرين في حركة سعر السهم، فهي حركة غير مفتعلة، أي لا تقوم على الغش و الخداع من قبل بعض المتعاملين.

و يتم التعامل في السوق الغير المنظمة *Over the counter market* في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية. و تحدث عملية التبادل في السوق الغير المنظمة - التعامل خارج المنصة - من خلال مكاتب المتعاملين و سمسرة السوق، حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل و أسعارها. و يتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصالات قوية، يمكن عن طريقها أن يجري السمسار اتصالاته بتجار الأوراق المالية ليختار من بينهم من يقدم أفضل الأسعار و من الأمثلة على هذا السوق سوق *NASDAQ* الذي لا يملك كيان عمراي على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيويورك.

بالإضافة إلى السوق الرسمية هناك أسواق أخرى غير رسمية لعل أهمها السوق الثالثة و الرابعة. و تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة و من غير أعضاء الأسواق المنظمة، و لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. و تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية و الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السمسرة في الأسواق الأخرى.

وسواء كانت السوق التداول منظمة أو غير منظمة، فثمة ضرورة لوجود ما يسمى بصانعي الأسواق ، و يكون صانع السوق محتفظاً بمخزون من الأوراق المالية يجعله على استعداد في أي وقت لبيع و شراء الأوراق المالية التي يتعامل فيها. و يلعب ما يسمى بالمتخصص *Specialist* دور صانع السوق في الأسواق المنظمة حيث يتخصص في التعامل في ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية، و يجمع نشاطه بين السمسرة و الاتجار، فإذا قام المتخصص بالتوفيق بين رغبات المشترين و رغبات البائعين فهو يعمل كسمسار. وإذا لم يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لتوفيق الرغبات، و من ثم فهو في تلك الحالة يعمل كتاجر. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم و المستمر للبورصة. ففي حالة وجود فائض عرض من أصل مالي معين يلجأ المتخصص لتخفيض هامش ربحه *Spread* و ذلك لتنشيط الطلب على الأصل المالي، و من ثم تحقيق توازن العرض و الطلب عليه. و في حالة وجود فائض طلب يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد على الأصل المالي أو قد يعمد إلى رفع سعره من خلال زيادة هامش ربحه لترشيد الطلب المتزايد على الأصل المالي. و يلعب التاجر دور صانع السوق في السوق الغير المنظمة حيث يقوم بالاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية التي يتعامل فيها، من أجل إعادة التوازن إلى السوق.

4-1- عمليات البورصة : فيما يخص عمليات البورصة فتميز بين عمليات الآجلة و العاجلة كما يلي :

➤ **العمليات العاجلة :** تتميز بأنها تتم فوراً فيجري دفع الثمن و استلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم حتى يتمكنوا من تسليمها وقت البيع.

➤ **العمليات الآجلة :** تتميز بأن دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقاً تدعى موعد التصفية و تجرى هذه التصفية عادة كل شهر مرة قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات فثانياً بين المتعاملين في السوق بيعة و شراء و يتم دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية فعلياً بعد عدة أيام من تاريخ التصفية حسب التنظيم المعمول به في البورصة و بالتالي تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة.

كما أن بورصة الأوراق المالية لديها دور كبير في ³⁷ :

☞ شراء و بيع الأوراق المالية عن طريق السمسرة فقط و لا يجوز أن تتم عمليات الشراء و البيع للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو وكلائهم، و لكل سمسار غرفة صغيرة في البورصة مزودة بأجهزة الاتصال.

☞ تلقي الأوامر من العملاء شفوياً أو هاتفياً أو كتابياً من طرف السماسرة.

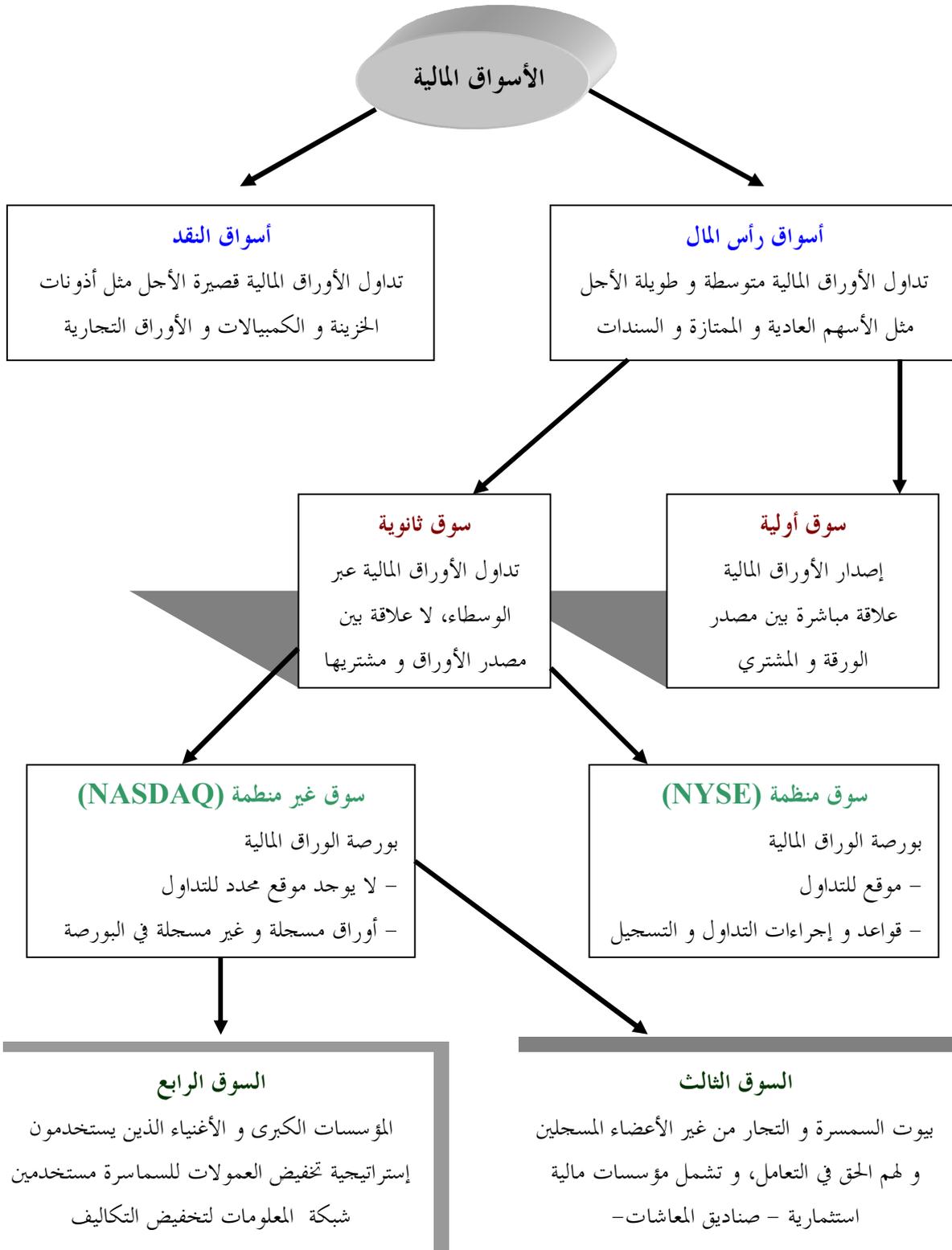
☞ تنفيذ العملية داخل المقصورة عن طريق المناذاة للسماسرة بصوت مرتفع مبيناً اسم الأوراق المالية التي يريد بيعها أو شرائها ثم يتم تقييد العملية في قسيمة خاصة تقدم لمراقب المقصورة و بعد ذلك ترسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في تلك اللحظة.

☞ تقييد الصفقة بين العميل و السمسار بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي اشتراها أو باعها لحسابه و يقوم بإرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

ووفقاً للمخطط البياني التالي يمكن توضيح تقسيمات الأسواق المالية وفقاً للأسس السابقة الذكر كما يلي :

37 - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 135-136.

الشكل رقم 2 : تقسيمات السوق المالية



المصدر : محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى 2005 ص45.

المحاضرة الرابعة : تقنيات التعامل و تسعير الأوراق المالية في البورصة

- 1- تقنيات التعامل
 - 1-1- التعامل بالمناداة
 - 1-2- التعامل بالأدراج
 - 1-3- التعامل بالصندوق
 - 1-4- التعامل بالمقابلة
- 2- أوامر بورصة الأوراق المالية
 - 2-1- مفهوم الأمر
 - 2-2- أنواع الأوامر
- 3- عمليات بورصة الأوراق المالية
 - 3-1- العمليات الآنية
 - 3-2- العمليات الآجلة
- 4- كيفية تسعير ورقة مالية
 - 4-1- دور المعلومات في تسعير ورقة مالية
 - 4-2- آليات التأثير على أسعار الأسهم
- 5- أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
 - 5-1- التحليل الأساسي
 - 5-2- التحليل الفني.

مقدمة : إن عملية تسعير الورقة المالية في البورصة لا تختلف كثيرا عنها في الأسواق العادية حيث يلتقي الباع والاشترون للأوراق المالية و يتنافسون في الحصول عليها و بذلك تتفاعل قوى العرض و الطلب و تتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية و تتم هذه العملية بعدة تقنيات :

1- تقنيات التعامل : و تسمى أيضا تقنيات التسعير *technique de cotation* التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية و تهدف هذه التقنيات إلى تنظيم عمليات البيع و الشراء و متابعة أسعار الأوراق المالية إضافة إلى الحفاظ على استقرار البورصة و استمرار عمليات التداول بما بعيدا عن الأزمات المالية.

1-1- التعامل بالناداء : *cotation la crie*

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين ووجه داخل صالة البورصة و عقد الصفقات بناداء بعضهم البعض فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها مما ينشأن عرض و طلب على كل ورقة مالية متداولة ثم يتم تحديد سعرها التوازي الذي تباع به و هكذا تتم تسعير باقي الأوراق المالية المدرجة و المقيدة في البورصة³⁸.

* و نظرا لكثرة المتعاملين و قلة خبرة المستثمرين في الأوراق المالية فان المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو الوسطاء الماليين و بعد التفاوض على سعر معين يقوم المسعر أو الموظف لدى سلطات البورصة بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر بتغير العرض و الطلب و هكذا دواليك تتم العملية بالنسبة لباقي الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية.

1-2- التعامل بالأدراج : *cotation par casier*

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية و ليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في الدرج حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة سواء كانت أوامر بيع أو شراء. و يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في تلك الورقة المالية حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها و تحديد أسعارها.

1-3- التعامل بالصندوق : يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء و البيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة (*SBF*) و ليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، لتتكفل بعد ذلك الهيئة المكلفة بالتسعير بفرز مجموع هذه الأوامر و الوصول إلى سعر توازي يعلن عنه لكافة المتعاملين و يحقق عدالة التداول لجميع الأطراف، و يلجأ إلى هذه الطريقة في الوضعيات المعقدة في البورصة، أو إن شهدت هذه الأخيرة مشكلة تسعير ورقة مالية بالطريقة السابقة حيث تستدعي الوضعية دقة أكثر و رقابة من قبل الجهات المختصة حتى يكون السعر المحدد يحقق رضا جميع الأطراف و يحافظ على عدالة السوق و توازنه.

1-4- التعامل بالمقابلة : هذه الطريقة تقع بين الطريقة الشفوية و الطريقة الكتابية اللتين سبق شرحهما، حيث يتم تسجيل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات.

³⁸ - كما يستعملون إشارات اليد مع الناداة، و ذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء و رأسيا في حالة البيع.

← • إلا أن طرق التسعير قد تطورت بفعل التقدم التكنولوجي حيث أصبحت كل البورصات و خاصة في الدول المتقدمة تستخدم و سائل الإعلام الآلي و شبكات الانترنت لإتمام الصفقات المالية و التي أصبحت تعقد بواسطة التسجيلات الآلية للحاسوب و بدون حضور المستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر و يعطي سعر التوازن تلقائيا كلما تغيرت ظروف السوق مما يوفر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض و الطلب إلى البورصة.

ومن المهم أن نشير عند هذه النقطة أن السعر لا يتحدد عن طريق الطرق السابقة الذكر فقط فقد يتدخل صناع السوق بشراء الأوراق المالية التي قل الطلب عليها أو بيع الأوراق المالية التي قل عرضها مما يوفر سيولة في سوق البورصة يجعلها دائما سوق نشطة و حيوية.

2- أوامر بورصة الأوراق المالية:

يجري التعامل في السوق المنظمة حصرا بالوسطاء إذ تتحدد علاقة المستثمر أو الزبون مع الوسيط بموجب توكيل يتضمن تعليمات عقد الصفقة سواء في حالة البيع أو الشراء.

2-1- مفهوم أمر البورصة : يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء عقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية، هذا التوكيل عادة يجرى بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة كالهاتف، الفاكس أو الانترنت، وعند تحرير أي أمر يجب أن يتضمن الشروط التالية :

- ✓ تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة.
- ✓ الجهة المصدرة للورقة المالية.
- ✓ سعر الورقة و كمية الأوراق المطلوبة.
- ✓ في حالة السندات تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، و الأجل و فئة السند.
- ✓ في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازا أو عاديا.
- ✓ تحديد نوع السوق فوري أو آجل.

2-2- أشكال أوامر البورصة : تتاح أمام المستثمر أوامر ذات أشكال متعددة تتوافر بها شروط الأمر ومن هذه الأشكال نذكر :

أ- الأمر بالسعر المحدد : بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقا، و مثل هذا السعر يمثل الحد الأدنى في حالة البيع و الحد الأعلى في حالة الشراء. ومن مساوئ هذا الأمر أنه لا تتاح الفرصة لتنفيذه بالرغم من الفوارق القليلة بين السعر المحدد بالأمر و السعر المعروض في السوق.

ب- أمر السوق : بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهاراته و كفاءته في تنفيذ الصفقة بالسعر الأفضل و هذا أسهل و أدق أمر يصدره الزبون و يبقى ساري المفعول ما لم يلحق أمر آخر من قبل الزبون.

ج- الأمر بالسعر الأول أو سعر الافتتاح : يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على لوحات البورصة و يكون في الغالب هذا الأمر أثناء التداول أو في بداية الجلسة، و تكمن صعوبة تنفيذ هذا الأمر في التقلبات السريعة التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لذلك يتطلب السرعة و المتابعة المستمرة عند التنفيذ.

د- الأمر بالسعر التقريبي : يعتبر هذا الأمر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت إذ يترك الزبون للوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل عند سعر الشراء أو أدنى بقليل عند سعر البيع.

هـ- الأمر بالسعر الأفضل : يعطي هذا الأمر المرونة و الحرية في تنفيذ الصفقة، و هنا يلعب توقيت إصدار الأمر دورا مهما في تحديد السعر الأفضل فإذا كانت بداية الجلسة يصبح سعر الافتتاح هو الأفضل، كما أن مهارة الوسيط و ظروف السوق تلعب دور كذلك في تحديد السعر الأفضل.

و- الأمر مع التوقف عند سعر معين : تعطي مثل هذه الأوامر إلى الوسطاء للحد من خسائر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فإذا اشترى أحد المستثمرين سهما بسعر 1000 دج و ارتفع إلى 1500 دج فإنه حقق ربح قدره 500 دج للسهم الواحد و يرغب المستثمر في حمايتها فيصدر أمرا إلى الوسيط ببيع السهم إذا انخفض إلى 1400 دج و بذلك يقلل من خسائر الأرباح، أما للحد من خسائر الرأسمالية يصدر الزبون أمرا ببيع السهم إذا انخفض من 1000 دج إلى 800 دج للسهم الواحد، و بذلك تصبح الخسارة 200 دج للسهم مقبولة من قبل الزبون.

3- عمليات بورصة الأوراق المالية : أسهمت تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تطوير و تكامل بورصات الأوراق المالية فانعكس ذلك على تنوع عملياتها و الأوراق المالية المتداولة فيها، مما أتاح الفرصة لعموم المستثمرين محليين و أجانب للتعامل بالعمليات الآنية و المستقبلية، وفيما يلي مضمون هذه العمليات.

3-1- العمليات الآنية : *Spot operation*

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة، التي تنصب عملياتها على التعامل نقدا و التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل و يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع و الدقيق للصفقة و بما ينسجم و ظروف السوق المالية. أما العمر الزمني لهذه العملية فيكون بالأيام و الأسابيع أو شهر كحد أعلى، و يجوز تمديده للشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة و لجنة البورصة و في كل الأحوال شروط هذه العملية تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني من حيث تكامله و درجة نضوجه.

3-2- العمليات الآجلة : *Forward Operation*

يطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية و مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء و بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة و الدفع مستقبلا. و نشأت هذه الأسواق أو العمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية، و تصنف هذه العمليات ضمن عمليات المضاربة، فالبايع يكون مضاربا بالهبوط فهو يبيع أسهما يتوقع أن تمببط أسعارها عند موعد التصفية و المشتري مضاربا بالصعود فهو يعقد الصفقة لتوقعاته بارتفاع أسعار السهم موضوع الصفقة.

فعلى سبيل المثال يتوقع أحد المستثمرين انخفاض سعر أحد الأسهم من 1000 ون إلى 900 ون للسهم خلال ستة أشهر القادمة فهو يبيع أسهمه بالسعر السائد 1000 ون على أن يتم تنفيذ الصفقة و تصفيتها بعد ستة أشهر حيث يتوقع هبوط السعر إلى 900 ون، وإذا ما حصلت التوقعات يربح البائع فرق السعر 100 ون ، أما لو حصل العكس و ارتفع السعر يوم التصفية إلى 1100 ون فالمشتري هنا يكتفي بالمطالبة بالفرق و هو 100 ون للسهم الواحد.

4- كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة : يقصد بسعر الورقة المالية القيمة السوقية للأصول المالية المتداولة التي تتحدد عن طريق قانون العرض و الطلب مثله مثل سوق السلع و الخدمات، إذ كلما ارتفعت عدد أوامر الشراء أي الطلب الخاص بورقة مالية معينة مع بقاء مستوى العرض كما هو ارتفع سعرها و بالعكس إذا انخفض العدد فان السعر ينخفض، نفس المنطق ينطبق على عدد أوامر البيع فكلما ارتفع عرض الأوراق المالية مع بقاء مستوى الطلب على ما هو عليه فان سعر الورقة المالية ينخفض و في الحالة العكسية يرتفع، هذا خاص بكل ورقة مالية مدرجة في البورصة.

و تتم هذه العملية عن طريق ترتيب أوامر شراء و طلب الأوراق المالية ابتداء من السعر الأفضل كما هو مبين في الجدولين التاليين :

ب- أوامر البيع (العرض)

أ- أوامر الشراء (الطلب)

السعر درج	عدد الأوراق	رقم الأمر	السعر درج	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	800	10	بالسعر الأفضل	100	30
502	200	11	498	1100	31
501	500	12	499	1000	32
500	1500	13	500	800	33
499	1800	14	501	220	34
498	2000	15	502	1150	35

إن ما يميز هذين الجدولين السابقين هو زيادة الطلب بانخفاض السعر و زيادة العرض بزيادة السعر. و هذا أمر منطقي في سوق تسوده المنافسة، و لتحدي السعر الذي تتداول به الورقة المالية يكمن ترتيب البيانات السابقة كما يلي :

الطلب (الشراء)			السعر	العرض (البيع)		
رقم الأمر	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المطلوبة		رقم الأمر	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المعروضة
10	800	800	الأفضل	----	----	
11	200	1000	502	1150	4370	
12	500	1500	501	220	3220	
13	1500	3000	500	800	3000	
14	1800	4800	499	1000	2200	
15	2000	6800	498	1100	1200	
----	----	----	الأفضل	100	100	

و يمكن تمثيل هذه المعطيات بيانيا وعندها يمكن أن نوضح بدقة أن السعر التوازني قدر بـ 500 دج عندما تتساوى الكمية المعروضة و المطلوبة من الأوراق المالية عند 3000 ورقة.

4-1- دور المعلومات في تسعير الورقة المالية :

إذا كانت توقعات المستثمرين تشير إلى التفاؤل بمستقبل الاستثمارات و عوائدها وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل كمعدل النمو الاقتصادي أو على مستوى القطاع و الشركة المصدرة للورقة المالية كزيادة القدرة على التمويل الذاتي أو زيادة الأرباح الموزعة، فان هذا يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر الشراء أي زيادة الطلب ومن ثم ارتفاع سعر الورقة المالية، وهذا ما يدل على أن التسعير المنخفض لا يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أما إذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات فهذا يدل على وجود تسعير مضخم أي أن سعر الورقة المالية فوق قيمتها الحقيقية أو القيمة العادلة مما يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر البيع و بالتالي عرض كميات كبيرة من أجل تجنب أو الحد من الخسائر المحتملة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار³⁹.

و نشير هنا : على الرغم من أهمية المعلومات و دورها في تحديد سعر الورقة المالية إلا أنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته و ميوله في تفسير المعلومات لتعبر عن طموحاته و مخاوفه اتجاه حركة الأسعار مستقبلا. و لنجاح عملية التسعير أي أن الأسعار تبقى عند قيمتها العادلة فان هناك بعض العوامل التي تدفع السوق الكفاء إلى توفير آلية سريعة تحافظ على القيمة الحقيقية للأسعار الأوراق المالية.

4-2- آليات التأثير على أسعار الأسهم :

هناك بعض الآليات تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض و بآليات معين نذكر أهمها⁴⁰:

➤ **إعادة شراء الأسهم :** إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها، و يؤدي ذلك إلى انخفاض عدد الأسهم و بالتالي ارتفاع ربحية السهم⁴¹ و قيمته السوقية و لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي :

لنفرض أن شركة ما حققت أرباحا مقدارها 2.25 مليون دولار و أن عدد السهم القائمة لدى هذه الشركة تبلغ 900 ألف سهم تباع بسعر 70 دولار للسهم، و ترغب الشركة إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار، فما أثر ذلك على كل من قيمة سهم الشركة و ربحيته؟

39 - مجموعة من المراجع :

د. جبار محفوظ : تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر، ص 118.

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 133.

40 - د. إبراهيم كراسنة : إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، يوليو 2005، ص 10.

41 - ربحية السهم الواحد، E.P.S تقدم الشركات المتداولة في البورصة معلومات عن ربحية السهم العادي الواحد بعد استبعاد أرباح الأسهم الممتازة إن و جدت و ذلك في قائمة الدخل التي تعد عن الفترة، و ذلك لما لهذا الرقم من أهمية في قياس العديد من المؤشرات المالية.

◀ سعر سهم الشركة كان 70 دولار.

نصيب السهم من الأرباح هو $900000/1800000 = 2$ دولار، فتصبح قيمة السهم $70+2=72$ دولار.

◀ عدد الأسهم التي تستطيع الشركة شرائها هي :

$72/180000 = 25000$ سهم ، أما عدد الأسهم القائمة بعد الشراء ستكون : $25000 - 900000 = 875000$ سهم.

ربحية السهم كانت قبل إعادة الشراء $900000 / 2250000 = 2.5$ دولار

◀ أما بعد الشراء ستكون : $875000 / 2250000 = 2.57$ دولار.

إذ يلاحظ أن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة الشراء و لكن ما هي الفائدة التي عادت على المساهمين من جراء سياسة التوزيع المتبعة، و يكون قرار الخيار بين الحصول أو عدم الحصول على توزيعات نقدية، فالمستثمر الذي بحاجة إلى توزيعات نقدية يمكنه أن يبيع جزء مما يملكه من الأسهم، أما المستثمر الذي لا يحتاج إلى توزيعات نقدية فيمكنه الاحتفاظ بالسهم في الوقت الذي ترتفع قيمته السوقية.

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها و ذلك من أجل حماية حقوق الدائنين و بعض حملة الأسهم : فمثلا إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة و كذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة و لا يجوز إعادة الشراء عن طريق الإقراض.

👉 التوزيعات في صورة أسهم : *Stock Dividends*

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية و عادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة، و من مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين، و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم.

فمثلا لو كان سعر سهم شركة ما 30 دولار و لدى مساهم في هذه الشركة 200 سهم، معنى ذلك أن ثروة هذا المساهم تبلغ $30 * 200 = 6000$ دولار، و لو قررت هذه الشركة توزيع 10 % أسهم مجانية، فسيكون نصيب هذا المساهم $200 * 0.1 = 20$ سهم، و تصبح قيمة السهم $6000 / 220 = 27.3$ دولار، و من هنا نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30 دولار للسهم الواحد إلى 27.3 دولار للسهم⁴².

👉 اشتقاق الأسهم : *Stock Split*

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم الأسهم و أحيانا تفتيت الأسهم، و تختلف هذه السياسة مع سابقتها في أنها تهدف في

⁴² - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطلب عليه و بالتالي يترك أثره الايجابي على مستوى سيولته، ذلك أن زيادة عدد الأسهم نتيجة الاشتقاق لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح الشركة، و عليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح و التوزيعات، و هذا الأمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم مما يحقق له سيولة أفضل⁴³.

5- أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية :

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية عملية ذات مخاطر عديدة أهمها مخاطر تقلب الأسعار، لذلك يلجأ المستثمرون لأكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية التي يرغبون الاستثمار فيها، فبخلاف الطريقة العشوائية يوجد التحليل الأساسي و التحليل الفني، فالأول يركز على المؤسسة و المحيط و الذي تتطور فيه، في حين يركز التحليل الفني على الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي من خلال معرفة الاتجاهات السعرية و التغيرات التي تحدث في الأسعار.

5-1- التحليل الأساسي : يطلق على أصحابه بالأساسيين *Fundamentalists* يعني تحليل البيانات و المعلومات المالية و الاقتصادية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة⁴⁴. و يركز التحليل الأساسي على الظروف الاقتصادية مثل مستوى التوظيف و النمو الاقتصادي و الظروف المالية كالتغيرات في أسعار الفائدة، و يبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المنشأة على كسب ربحيتها و إمكانية نموها، و مصادر تمويلها، و يقارن المحللون المليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل و إمكانية نمو قوية و يتم التركيز في ظل هذا المدخل على الأداء الاقتصادي للمنشأة و إمكانية تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها، و تعتبر النسب و البيانات المالية و الملاحظات الذكية هي الأدوات الأساسية للمدخل الأساسي⁴⁵.

لكي يتم تحديد السعر المناسب لسهم أي مؤسسة فيجب على محل الأوراق المالية التنبؤ بالربح و التوزيعات للمؤسسة موضوع التحليل و يشكل هذا الجوهر التحليل الأساسي و الذي يعني تحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، و لا شك أن نجاح المؤسسة في مجال النشاط الذي تنتمي إليه يحدد بالتوزيعات التي تدفع لحملة الأسهم و السعر المطلوب للسهم في السوق، كما أن مستقبل المؤسسة مرتبط بالحالة الاقتصادية العامة، لذلك يجب عند تحليل قيمة المؤسسة أو السهم الأخذ بعين الاعتبار البيئة و الظروف التي تعمل فيها المؤسسة، حيث نجد أن الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة لها تأثير كبير على بعض الشركات عن الشركات الأخرى و ينعكس بالتالي على الأرباح⁴⁶.

43 - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 13.

44 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 159.

45 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 4.

46 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 256.

و في الأخير نقول أن التحليل الأساسي هو التحليل الذي يهدف إلى إيجاد السعر العادل للورقة مالية ما ابتداء من تحليل العوامل المؤثرة على سعرها، مع العلم أن العوامل التي تؤثر على سعر السهم هي نفسها العوامل التي تؤثر على الربحية المتوقعة للمؤسسة، و الرسم البياني التالي يوضح الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية.

الشكل رقم (3): الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية

A Framework For Fundamental Security Analysis



المصدر : محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة،الدار الجامعية- الإسكندرية،

1998 ، ص39.

و في ظل التحليل الأساسي يهتم المستثمر بما يلي⁴⁷ :

➤ الأرباح المستقبلية

➤ نصيب السهم من الربح الموزع سنويا.

➤ المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة.

و من ثم يمكن القول أن مفهوم التحليل الأساسي هو الأداة التنبؤية للظروف الاقتصادية العامة، و تحليل الصناعة التي ينتمي إليها المشروع، و تحليل التقارير المالية للشركة بهدف التعرف على درجة نمو المشروع و قدرته على تحقيق أرباح مستقبلية و أثر ذلك على سعر السهم.

➤ آلية التحليل الأساسي و خطواته :

يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة بين السبب و النتيجة *Cause Effect Relationship* على مستويات ثلاثة :

● الاقتصاد في مجموعه.

● السوق بقطاعاته.

● الشركة أو الوحدة المؤسسية المنفردة.

و تكمن صعوبة التحليل الأساسي في أنها لا تستثني أي عامل مؤثر داخل المستويات الثلاثة المشار إليها، وعموما يمكن استعراض خطوات هذا التحليل على النحو التالي :

للبدء بتحديد الأهداف التي يطلب من عملية التحليل تحقيقها، و قد تأتي أهداف التحليل في صيغ كلية حين يكون ذلك هو المطلوب، أما حين يكون الأمر متعلق بقرارات استثمارية معينة على التحليل الأساسي أن يقدم لمتخذ القرار وصفا أكثر وضوح يتضمن استنتاجات يبني عليها القرارات الاستثمارية إيجابيا أو سلبيا. ومع ذلك فإن التحليل الأساسي لغاية الاستثمار يتطلب الإشارة إلى الأوضاع العامة المحيطة بالقرار الاستثماري على شكل أطر و حقائق كلية *Aggregates Facts* تكون في العادة نقطة البداية التي يدخل منها المحلل الأساسي إلى التفاصيل الخاصة بقضية أو مجموعة من القضايا المحددة.

للبدء بعد تحديد هدف التحليل، يشرع القائمون عليه في عملية تجميع و تركيز الإحصائيات و المعلومات اللازمة لإنجاز عملية التحليل، و تأتي هذه البيانات في مصادر متعددة كالتقارير الحكومية الرسمية، و ما تنشره المجلات و الدوريات المتخصصة، و مؤسسات البحث العلمي، و من أسواق الأوراق المالية، و الجهاز المصرفي، و بيوت السمسة، و الشركات المالية، و من التقارير السنوية للشركات و وحدات الإنتاج المختلفة، أو غير ذلك من المصادر المحلية و الدولية.

للبدء ثم يشرع المحلل في دراسة البيانات المتجمعة بالتفصيل للتحقق من طبيعة الآثار التي تكون لها في قيمة السلعة أو أداة استثمارية معينة، بمعنى أن يصل المحلل إلى تلك العلاقة التي تربط بين معلومات معينة و سلعة معينة، و هذه العلاقة

47 - مروان شحوط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص 304.

هي التي ستحدد في النهاية شكل التنبؤات و التوقعات الخاصة بحركة الأسعار و مداها، و ذلك عندما يقوم المحلل بمناقشة الفرضيات و المعطيات التي يكون قد استقر عليها التحليل.

كما نشير في الأخير أن التحليل الأساسي : يقوم على افتراض أن السوق كفاء بالمستوى الضعيف للكفاءة *Weak form efficient Capital Market* و أنه لا يمكن تحقيق ربح غير عادي من خلال دراسة المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن أيضا الاعتماد فقط على المعلومات داخل سوق الأوراق المالية -أسعار الأوراق المالية و أحجام التداول- بل يجب دراسة المعلومات الخارجية على مستوى الظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأوراق المالية لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ قرار بالشراء من عدمه حيث يجب شراء الورقة المالية إذا كانت قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية حيث تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجب *Undervalued* و بالعكس يجب عدم شراء الورقة أو بيعها لو كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية أي أنها مسعرة بأكبر مما يجب *Overvalued*⁴⁸.

2-5- التحليل الفني : يمكن تعريف التحليل الفني على أنه ذلك التحليل الذي يرصد الحركة التاريخية المسجلة لسعر معين باعتبارها الوسيلة لفهم الحركة القادمة⁴⁹. و قد استخدمنا كلمة تاريخية هنا لأن التحليل يهتم فقط برصد الماضي ليتوقع المستقبل، فهو ينظر إلى الخلف ليرى أمامه، و ليعطي الإشارات اللازمة بناء على ذلك فان هذا هو الفرق الجوهرى بين هذا التحليل و التحليل الأساسي الذي يدرس المستقبل ليرى الحاضر، أو يدرس الحاضر في أحسن الأحوال ليقرر شكل الحاضر و المستقبل.

و يعرف أيضا على أنه مجموعة من الطرق التي تقترح استراتيجيات مفيدة ابتداء من معالجة المعلومات المتواصلة للأسعار في الماضي⁵⁰، و يؤدي التحليل الفني وظيفته بدراسة التشكيلات التي يتخذها الرسم البياني داخل خرائط المتابعة اليومية *Charts* لحركة سعر سلعة معينة في السوق، و من استنتاج شكل الحركة التالية لذلك السعر، حيث يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة و يركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق، و يقدم المحلل الفني خدمة مهمة و هي التوقيت بتحديد التوقيت المناسب لعمليات الشراء و البيع للأسهم عموما⁵¹.

48 - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره ، ص38.

49 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.

⁵⁰ - Jean-laurent Viviani, *Gestion de Portefeuille, Edition : Dunod, Paris, 1997, P 238.*

51 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.

المحاضرة الخامسة : فرصة كفاءة الأسواق المالية

1- مؤشرات قياس درجة تطور البورصة

1-1- مؤشر السوق

1-2- سيولة السوق

1-3- درجة التركيز و عدم الاستقرار

2- كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية

2-1- مفهوم الكفاءة

2-2- أهمية الكفاءة

2-3- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

2-4- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

✓ فرض الصيغة الضعيفة *The weak form efficient market hypothesis*

✓ فرض الصيغة متوسطة القوة *The semi strong form efficient market hypothesis*

✓ فرض الصيغة متوسطة القوة *The strong form efficient market hypothesis*

3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

3-1- السيولة

3-2- استمرارية السعر

3-3- عمق السوق

3-4- شمولية السوق

3-5- حيوية السوق

3-6- انخفاض تكاليف المبادلات

3-7- قيود على التعامل

4- عدم كمال الأسواق : *Market imperfection*

✓ الإختيار المعاكس *adverse selection*

✓ سلوك القطيع *herdding behavior*

✓ و الخطر المعنوي *Moral hazard*

1 - مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية :

لقياس درجة تطور و نمو سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من المعايير يتفق عليها الاقتصاديون لتقدير درجة تقدم و نضج السوق نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة، درجة التركيز.

1-1- حجم السوق : و يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين⁵² :

① **المؤشر الأول** : معدل رسملة السوق، وهو عبارة عن القيمة السوقية للسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، و يفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

② **المؤشر الثاني** : عدد الشركات المقيدة في البورصة، فزيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية و دورها في توسيع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.

1-2- **سيولة السوق** : تعني سيولة السوق القدرة على شراء و بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، وهناك مؤشرين لقياس السيولة⁵³ :

① **المؤشر الأول** : حجم التداول، تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة فيه و حجم النشاط. وتكمل هذه النسبة نسبة رأسمال السوق، فقد تكون هذه الأخير مرتفعة في حين حركة التعاملات ضعيفة.

② **المؤشر الثاني** : معدل الدوران، تمثل هذه النسبة القيمة الجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على رسملة السوق ، و يستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، و يكمل معدل الدوران نسبة رأسمال السوق، فقد يكون سوق الأوراق المالية صغيرا و نشيطا.

إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول -السيولة- بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل و بالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

1-3- **درجة التركيز و عدم الاستقرار** : يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها⁵⁴ :

① **المؤشر الأول** : تمركز السوق ، تقاس هذه النسبة من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق، و يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، و تعد درجة التمرکز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

⁵²- أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دار الثقافة للنشر/الاسكندرية 2004-2005 . ص 65.

⁵³- أميرة حسب الله، مرجع سابق، ص 66.

⁵⁴- رشيد بوكساني: محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها ، *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale N°04/2008.Ecole Supérieure de Commerce Alger.PI3.*

2 المؤشر الثاني : عدم الاستقرار، تقاس هذه النسبة بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا.

و دلالة هذه النسبة تشير إلى درجة التقلب في العوائد في سوق الأوراق المالية، بمعنى آخر تشير إلى درجة عدم الاستقرار في السوق. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر التطور و تنمية السوق.

2- كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية ذات كفاءة عالية Efficient Stock market إذا كانت رؤوس الأموال توجه للمشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية ومن الشروط الضرورية لكفاءة السوق المنظمة توفر معلومات عن الأوراق المالية و إيصال هذه المعلومات بسرعة و بتكلفة زهيدة إلى كافة المتعاملين في السوق و في وقت واحد، حيث لا يكون هناك أي ميزة لأي مستثمر على آخر في معرفة المعلومات و الاستفادة منها بشكل غير عادل. إن توفر هذه الشروط يجعل أسعار الأوراق المالية تتغير و تتبدل بسرعة لتعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق و لن يستطيع أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية بصورة مستمرة. و إذا لم تتوفر هذه الشروط فانه يصبح من الممكن للمتعاملين الذين يحصلون على المعلومات أولا أن يستغلوها للتلاعب بأسعار الأوراق المالية و التحكم فيها. و يعكس مفهوم السوق الكفاء استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لجميع المعلومات المتاحة في السوق سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو عن الشركة نفسها.⁵⁵

2-1- مفهوم الكفاءة : إن مضمون كفاءة السوق Efficient Market يعني أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية.⁵⁶

✓ و يعرف السوق الكفاء كذلك بأنه السوق الذي يجعل السعر لأصل مالي معين يساوي باستمرار قيمته النظرية أو الدفترية.

✓ وهناك تعريف آخر يعرف السوق الكفؤة بأنها السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة و المشترين للأوراق المالية ضمن آلية كفؤة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق و بسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق.⁵⁷

✓ أو هي تلك السوق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية. كما عرفت بأنها السوق التي تتوفر فيها معلومات كثيرة و بأسعار منخفضة بالنسبة لكافة

55 - إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 7.

56 - منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير - منشأة المعارف، الإسكندرية 1995، ص 13.

57 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 03، 2004، ص 84.

المستثمرين و أن كل المعلومات الخاصة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها. لهذا السبب فإن المشتريات و المبيعات في سوق كفاءة هي صفقات بقيم حالية صافية مساوية للصفر.

* و يشير التعريف الأول إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي :

- ✓ **التأثير الكامل** : يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء و البيع و من ثمة تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعومات المفروض أن تؤثر عليها.
- ✓ **جميع المعلومات متاحة** : يفترض مفهوم كفاءة السوق أن كل المعلومات سواء كانت تاريخية، جارية أو مستقبلية تكون متاحة و مروجة لجميع المتعاملين في السوق مما يجعلها تنعكس بالكامل على أسعار الأوراق المالية.
- ✓ **السرعة و الدقة** : ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل بسرعة في الأسعار مع معرفة المعلومات الجديدة، ولا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن الجديد لكنه يكون فقط السعر العادل للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات. كما لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة و بين و الوصول إلى النتائج بخصوص سعر الورقة المالية.

2-2- أهمية الكفاءة :

تعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات السائدة لتطور و نضوج أسواق رأس المال بشكل عام و بورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة والمنشورة و تلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة و خاصة. و تعتبر الكفاءة بشقيها السعري و التشغيلي أساس قيام و استمرار و توسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها، حجمها و موطنها. لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف لتمويل الاقتصاد الوطني.⁵⁸

2-3- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية : السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني

بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليه و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم و هو ما يضمن تغيير فوري في السعر. مما يعكس تلك المعلومات، و هذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر مقومات و شروط السوق الكاملة و التي تتمثل فيما يلي⁵⁹ :

- ① - وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، و يسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل و التوقعات العلمية، و لكن لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده في سعر الورقة المالية.
- ② - توافر المعلومات بسرعة و دقة وبدون تكاليف، و من ثمة تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم.

58 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ، جامعة سطيف ، العدد 03 ، 2004 ، ص 81.

59 - إيهاب الدسوقي : مرجع سبق ذكره ، ص 33.

3- توافر المعلومات بصورة عشوائية و سهولة الدخول و الخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل العمولات و الرسوم والضرائب.

4- استجابة المستثمر بسرعة و دقة للمعلومات الجديدة ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية. و في ظل مثالية هذه الشروط يصعب أن تتوافر في أسواق رأس المال الكفاءة الكاملة بسبب اختلاف الإمكانيات المادية و الأهداف الخاصة بالمعاملين و المستثمرين و قدرتهم على سرعة تسير المعلومات المستلمة، إذ يحتاج السوق إلى وقت لتفسير و تحليل المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأسهم الأمر الذي يجعل هناك فروقات مابين سعر السهم في السوق و قيمته العادلة، فترة بقاء هذه الفروق ترتبط تماما بفترة تحليل المعلومات و تفسيرها. و هذه الحقيقة تؤشر فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق⁶⁰.

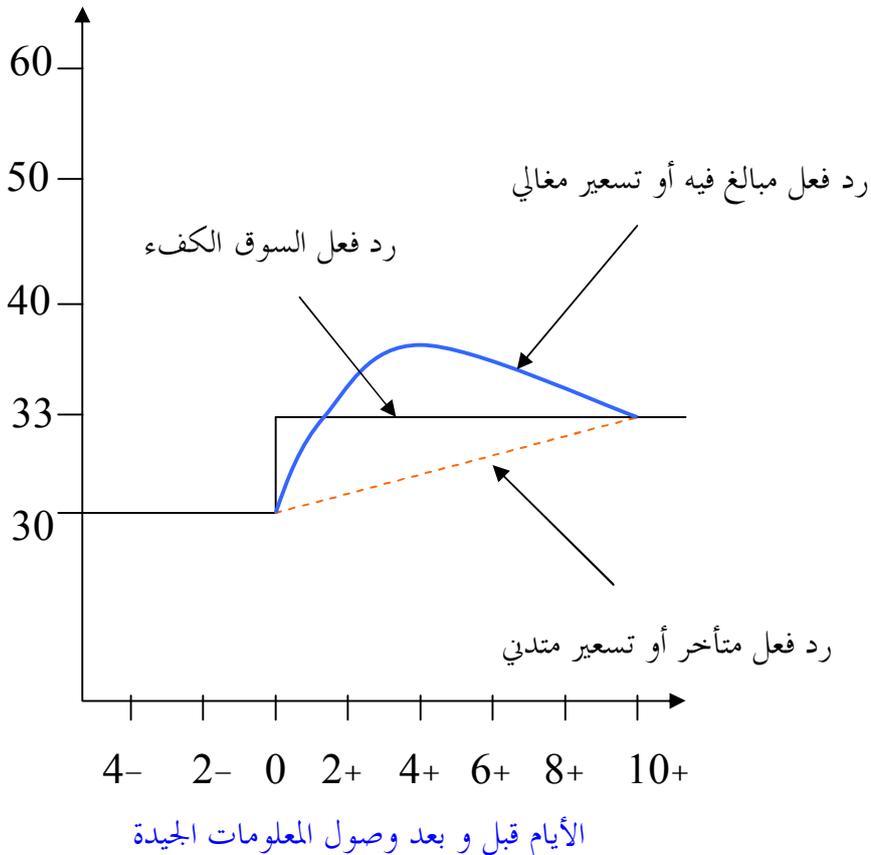
و يمكن أن نبين مفهوم الكفاءة الكاملة و الاقتصادية من خلال الشكل البياني رقم (1).

الشكل رقم (1)

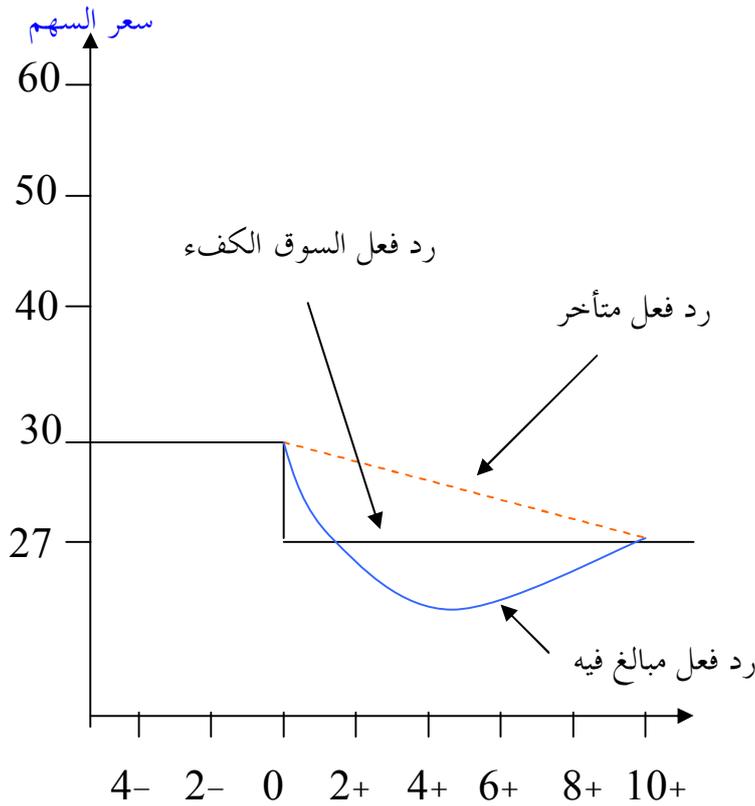
التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الاقتصادية

سعر السهم

(a) معلومات تفاعلية



60 - أرشد فؤاد النميمي، أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل و إدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004، ص 136.



الأيام قبل و بعد وصول المعلومات الغير جيدة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص 137.

يتضح من الشكل البياني أنه في اليوم الذي تصل فيه إلى السوق معلومات جديدة بشأن الشركة المصدرة وهي الفترة صفر، و قدرت القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم بسعر 33 دولاراً فإذا كان السوق كفؤاً بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 دولار إلى 33 دولار فوراً في اليوم صفر. أما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها و تفسيرها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم صفر و إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، والمنحنى والخط المتقطع يعكسان ردود أفعال المشاركين تجاه المعلومات المستلمة الجيدة و الغير جيدة.⁶¹

2-3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال:

لقد درج الباحثون على تقسيم أسواق الأوراق المالية من حيث درجة الكفاءة إلى عدة صور، تندرج تبعاً لقدراتها على تحقيق التعديل الدقيق و السريع في أسعار الأوراق المالية، تبعاً لما يتكشف عنه من معلومات، ولقد كان فاما Fama أول من قام بتصنيف السوق إلى ثلاثة صيغ مختلفة من الكفاءة، و قبل التطرق إليها نشير إلى أن السوق تكون كفؤة إذا توفر مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون أن سوق غير كفؤة، أي أن الأوراق المالية تباع بقيمة سوقية أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية، فالأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية Under priced سوف يلجأ المستثمرون لشرائها و بالتالي ترتفع قيمتها السوقية. أما الأسهم المقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية Over priced سوف يتم بيعها

⁶¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص 136.

كما يؤدي إلى انخفاض سعرها و يرجع ذلك إلى أن المستثمرين من ذوي القدرة العالية على التحليل مثل المحللين الماليين سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروق، إلا أن هذه الاختلالات الوقتية في الأسعار سوف تتلاشى تدريجياً لتتعاادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية.

(أ) - فرض الصيغة الضعيفة : يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق *The Weak Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. ومن ناحية أخرى تظهر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق في جوهر التحليل الفني *Technical Analysis* و يستخدم عدة رسومات و منحنيات لمعرفة اتجاه سوق الأسهم ومحاولة التنبؤ ماذا سيحدث مستقبلاً. و يعبر أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع الذي تعمل به الشركة... الخ. و لكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة و عوامل أخرى ذات علاقة⁶².

(ب) - فرض الصيغة متوسطة القوة : *The Semi-Strong form Efficient Market Hypothesis* و تعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، و إنما كافة المعلومات المتاحة و المنشورة لعامة الناس⁶³، سواء معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها و بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم و التقارير المالية. و تظهر هذه الصيغة في التحليل الأساسي الذي ستتطرق إليه لاحقاً في تسعير الأسهم. وقد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض المتوسط القوة من خلال سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح و التوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو توزيع أسهم مجانية أو توزيع الأرباح في شكل أسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة.

(ج) - صيغة الفرض القوي : تقتضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق *The Strong Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفترة معينة منه مثل إدارة المنشأة و المصدرة للسهم و كبار العاملين و المسؤولين فيها، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيين، من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتان⁶⁴. و يمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة و هما :

62 - إبراهيم كراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، مرجع سبق ذكره ، ص 33.

63 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

64 - بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، مرجع سبق ذكره، ص 159/158.

العاملين بالشركة : يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة مقارنة باقي المستثمرين، و بذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثمة مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه⁶⁵.

المؤسسات المالية و المتخصصين في تحليل الأوراق المالية : و نذكر منها صناديق الاستثمار و مؤسسات التحليل المالي التي لديها القدرة للوصول إلى المعلومات بسرعة و استخدام أدوات التحليل المالي و من ثمة القدرة على التوقع باتجاهات السوق، ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار و مقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي⁶⁶.

* و يوضح الشكل البياني رقم (2) الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوما ضيقا للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها، بينما تقع صيغة الفرض متوسط القوة بين الاثنين.

الشكل رقم 4 : أنواع صيغ الكفاءة



المصدر : بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، مرجع سبق ذكره،

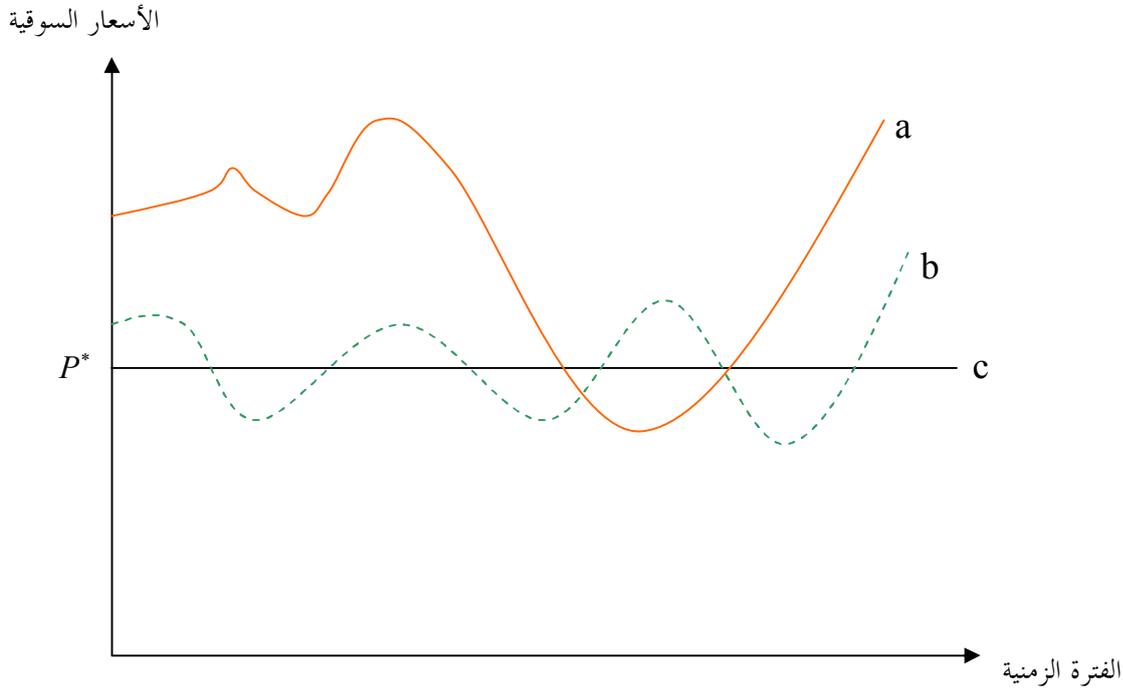
ص 159.

65 – عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 63.

66 – عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 63/64.

* كما نلاحظ أيضا تداخل الصيغ مع بعضها البعض فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من صيغة المتوسطة و الضعيفة، و الشكل البياني رقم (3) يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة.

الشكل رقم (5) : طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة



المصدر : : أرشد فزاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص145.

← من الشكل البياني يتضح ما يلي⁶⁷ :

- 👉 يمثل الخط (c) السعر الحقيقي و يعكس الكفاءة التامة للسوق و التي يمثلها فرض السوق القوي حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم و في أي لحظة و بدون اختلافات.
- 👉 يمثل المنحني (b) الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية صغيرة.
- 👉 و يمثل المنحني (a) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية واسعة.

3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية : *Breath Market Qualities Of Depth And Resiliency*.

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، ومن هذه الخصائص توفر السيولة، العمق، توفر المعلومات و انخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث في كل خاصية كما يلي⁶⁸ :

3-1- السيولة : *Liquidity*

⁶⁷ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 65.

⁶⁸ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص 8 على موقع شبكة الانترنت www.kntakji.org/fiqh/Markets.htm

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية⁶⁹ طالما لم تظهر أية معلومة جديدة تستوجب تغير السعر. وثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية : تغيرات عارضة، و تغيرات غير عارضة. و تغزى التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم أي معلومة و يتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة و يطلق على أولئك فريق الضوضاء، و في ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية و سعر بيعها، و لا يتغير هذا الهامش و حتى ولو فرض تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. بينما تغزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة و هي تدوم و تبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث⁷⁰.

والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا انخفضت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق و صار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة، و يتوقف هذا على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق فإذا كانت ايجابية و سارة تتجه الأسعار إلى أعلى، بخلاف ورود معلومات غير سارة تتجه الأسعار نحو الأسفل.

3-2- استمرارية السعر : Price Continuity

و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، و السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3-3- عمق السوق : Market Depth

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر و جود عمق *Depth* في السوق. و السوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين و المشترين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب تدخل الباعة و المشترين لتعديل التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية عن طريق أوامر البيع و الشراء.

و تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق ضحلة *Shallow Markets* لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء و البيع و لأن الفارق *Spread* الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً. و ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق. فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. أما الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، و ينتج عن ذلك أن المتعاملين أو المتاجرين بالأوراق المالية و صانعي الأسواق⁷¹ *Market Makers* يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. لأن الفارق *Spread* ما بين أسعار الطلب و العرض *Bid & Ask Prices* في الأسواق العميقة يكون

⁶⁹ - *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondial N°4/2008* .12 ص 12، مرجع سبق ذكره، رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 70 - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 67.
⁷¹ - يقصد بصانعي الأسواق : الأعضاء في البورصة الذين تكلفه لجنة البورصة بتحقيق التوازن بين قوى العرض و الطلب في الأوراق المالية.

ضيقاً⁷². ولتأمين خاصية العمق في السوق يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيد و سريعة و رخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب و يتموا الصفقات.

وتفتقد الأسواق المشتتة *Fragmented Markets* إلى العمق لأن عدد كبير من أسعار العرض والطلب و لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوحيدة اللازمة للإتمام الصفقة. أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين أو تكلفة الاتصالات تكون باهظة. و يكون الفارق بين أسعار العرض و الطلب واسعة و تستغرق عملية إتمام الصفقة وقتاً طويلاً.

3-4- شمولية السوق : *Market Breadth*

تتميز الأسواق المالية بالشمولية أو الوساعة إذا نتج عن أوامر العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين و الشارين في السوق قليلاً و كان حجم التداول الناتج صغيراً فان السوق تكون ضيقة. و بسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب و العرض ضيقاً.

3-5- حيوية السوق : *Market Resiliency*

عندما يحتل التوازن بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و يحدث ذلك من خلال أوامر الشراء و البيع التي تأتي مباشرة بعد أي تغير طفيف في الأسعار مما يدل على حيوية السوق أي أن انجاز صفقة بيع أو شراء يتم بسرعة فائقة كما أن حجم التداول يكون كبيراً. مما يجعل الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية و هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية *External Efficient* أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

3-6- انخفاض تكاليف المبادلات : *Low Transaction Costs*

هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية و أن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً بحيث تكون عمليات المقاصة و تسديد نقل الملكية سريعة *Clearing Settlement and Transfer* . و إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية *Internal Efficient*.

3-7- قيود على التعامل :

تهدف الأنظمة و القوانين و التشريعات و أجهزة الرقابة و الإشراف على أسواق رأس المال إلى حماية المستثمرين و إلى المحافظة على الأمانة و الصدق في التعامل مع عمليات تداول الأوراق المالية. و يتم ذلك من خلال عدة آليات لعل أهمها و جود قواعد صارمة للإفصاح عن المعلومات *Disclosure of Information* . فشركات المساهمة التي تطرح أوراق مالية للاكتتاب العام في السوق الأولي يجب أن تتقدم إلى كافة المستثمرين المحتملين بالحقائق الأساسية حول نشاطات أعمالها، مركزها المالي، أدائها في الماضي القريب و الحاضر و توقعات المستقبل، بنية إدارتها و نوعيتها مديريها، حصائص و شروط الإصدار الذي تعرضه، و المخاطر الكامنة في الاستثمار لكي يحكموا بأنفسهم ما إذا كانت الأوراق المالية للشركة تمثل استثمار جيد. أما شركات المساهمة التي لها أوراق مالية قائمة يجري تداولها في البورصة فيتوجب عليها أن تفصح للجمهور باستمرار عن كل المعلومات المالية و غير المالية التي تؤثر على سعر أسهمها ليتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار (بيع، شراء أو احتفاظ) و من الضروري أن تكون المعلومات آنية شاملة

⁷² - سعر العرض *Ask or Offer Price* يكون دائماً أعلى من سعر الطلب *Bid Price* عادة.

دقيقة و تندفق باستمرار. كذلك يتوجب على أسواق ووسطاء الأوراق المالية معاملة المستثمرين بصدق و أمانة ووضع مصالح الآخرين في المقام الأول.

* و في الأخير يمكن القول أن الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية هي الأسواق التي تتميز بالحيوية، أي أن تكاليف المعاملات تكون منخفضة مما يجعل التغير في الأسعار طفيف نتيجة لورود معلومات جديدة إلى السوق. و هذا يسهل من عملية تسويق الأصول المالية و توفير سيولة كافية داخل السوق، و بتزايد عدد أوامر البيع و الشراء و تزامن ذلك مع توفر و سائل اتصال حديثة فان عملية إتمام الصفقة يكون في وقت و جيز مما يزيد في كفاءة السوق و حيويته، أما إذا كان عدد المتعاملين قليل و تزامن ذلك مع بطئ في عملية إتمام الصفقة فان السوق تكون ضحلة و التغيرات في السعر تكون كبيرة مما ينقص من حيوية السوق و كفاءته.

4- عدم كمال الأسواق: *Market Imperfections*

يعتقد الكثير من الاقتصاديين أن أحد أهم أنواع عدم كمال الأسواق هو عدم تماثل المعلومات *asymmetric information* و هو أمر يهيمن على الأسواق المالية، و ذلك من خلال المشكلات الناجمة:

◀ الاختيار المعاكس : *adverse selection*

◀ و سلوك القطيع : *herding behavior*

◀ و الخطر المعنوي: *moral hazard*

➤ يعبر الاختيار المعاكس عن وجود رغبة لدى المستثمرين لتمويل مشروعات غير مجدية أو عديمة الجدوى، أي الرغبة الشديدة في الاقتراض أو إصدار أدوات دين لتوفير تمويل للمشروعات ذات جدوى اقتصادية منخفضة. و الاختيار المعاكس يمكن أن يجعل المدخرين اقل رغبة في الإقراض أو حيازة الأدوات مالية، بما فيها الأدوات التي يمكن أن تمول المشروعات ذات الجودة المرتفعة.

➤ يضاف إلى ذلك أن توافر المعلومات الرديئة *Poor information* يمكن أن ينتج عنها ما يسمى بسلوك القطيع. و يحدث عندما يبني المدخرون الذين لا يملكون معلومات كاملة قراراتهم بناء على قرارات أناس آخرين يشعرون أنهم يمتلكون معلومات أفضل، و في السياق العالمي يمكن لسلوك القطيع أن يحفز على العدوى *contagion* و هي انتشار عدم الاستقرار المالي إلى مستويات إقليمية، و يمكن لسلوك القطيع أن يقود أيضا إلى تخفيض أسعار الأصول المالية أو قيم العملة بشكل يفوق الحذور.

➤ و هناك مشكلة أخرى ممكنة هي الخطر المعنوي : و يقصد به إمكانية دخول مستثمر في سلوك يؤدي إلى زيادة المخاطر بعد بيع الأدوات المالية، فمدير الشركة يسعى للحصول على أعلى عائد ممكن، لكن بعد قيام الشركة قد يرغب في تخفيض النفقات باستخدام مواد و أساليب فنية رديئة مما يجعلها في نهاية المطاف غير كفؤة و غير مربحة. و النتيجة من وراء ذلك هي زيادة احتمالات فشل المدخرين في الحصول على العوائد المنتظرة من الأدوات المالية التي أصدرتها الشركة المعنية. يطلق عليها في الأدبيات اسم الخطر المعنوي و يشير هذا الاصطلاح إلى إمكانية وجود سلوك غير أخلاقي *immoral behavior* من وجهة نظر المقرض، يقوم به المقرض⁷³.

⁷³ - جوزيف دانيالز، ديفيد فانموز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 235/234.



المحاضرة السادسة : تقييم الأسهم و السندات

- 1- تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية
- 2- نموذج النمو الصفري *Zero-Growth Model*
- 3- نموذج النمو الثابت *Variable-Growth Model*
- 4- نموذج النمو المتغير *Constant-Growth Model*
- 5- تقييم السندات
- 5-1- فائدة سنوية
- 5-2- فائدة نصف سنوية

كيف يستطيع المستثمر أن يقرر فيما إذا كان السهم مقيم بأكبر مما يجب "Over-valued" أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل، أو أنه مقيم بأقل مما يجب "Under-valued"؟

يكمن الإجابة على هذا التساؤل من خلال استخدام مفهوم القيمة الحقيقية "Intrinsic Valued" ففي هذه الحالة إذا كانت كل المعلومات متوفرة بخصوص النمو المستقبلي المتوقع للشركة، و بيانات المبيعات لدى الشركة، التكاليف التشغيلية و هيكل الصناعة التي تعمل به الشركة فإنه يمكن دراسة هذه المعلومات و بالتالي تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

إن السعر السوقي يتجه عادة نحو القيمة الحقيقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أعلى من سعر السهم السوقي، فإن المستثمر سيقوم بشراء هذا السهم، و لكن إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من السعر السوقي فإن المستثمر الرشيد سيقوم بالتخلص من هذا السهم.

إن عملية التحليل الأساسي تتطلب دراسة الوضع الحالي و المستقبلي للظروف الاقتصادية التي تعمل بها الشركة مثل دراسة اتجاه سعر الفائدة سواء على المدى القصير و المتوسط و الطويل. بعد ذلك يتم دراسة و تحليل وضع الشركة نفسها، و من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار الميزة التنافسية لهذه الشركة مثل انخفاض التكلفة لدى الشركة، تفوقها التكنولوجي، قنوات التوزيع.... إلخ. كذلك يجب النظر بعمق إلى خبرة الإدارة التي تدير الشركة، كفاءتها و الأداء التاريخي و دقة التنبؤ بالإيرادات و التكاليف، فرص النمو المتاحة لدى هذه الشركة و غيرها⁷⁴.

في الحقيقة كل العوامل التي ذكرت سابقا تعطي بالنهاية فكرة موضوعية عن وضع الشركة و عن الوضع الاقتصادي بشكل عام من أجل الوصول إلى تصور حقيقي و كمي عن وضع الشركة و حتى يكون التحليل عميقا لا بد من استخدام أسلوب ما يسمى نموذج خصم التوزيعات.

عندما يتم استخدام نموذج خصم التدفقات و التوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع و كذلك نوعية القطاع التي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب. و باستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم و المتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب.

1- تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية: هي الطريقة الأكثر حركية و تعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة و هو المبدأ الذي تقوم عليه البورصات (التوقعات المستقبلية). أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في السعر الحالي للسهم، أي القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المتمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم، و يتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث : P_0 : القيمة الحالية للسهم (القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر في السوق)

D_t : التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى إلى السنة n.

K_e : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر (معدل الخصم).

⁷⁴ - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 28/27.

مثال: إذا كان سعر السهم العادي (X) في السوق الثانوية هو 200 دينار، وإذا كان المساهم الذي أقدم على شرائه يتوقع أرباحاً موزعة تقدر بـ: 18، 20، 21، 22، 23 دينار للسنوات الخمس القادمة على التوالي، كما يتوقع أن يبيع هذا السهم بـ 240 دينار، فما هي القيمة الحالية أو الحقيقية لهذا السهم إذا كان معدل الخصم يقدر بـ 10% ؟

$$P_0 = \frac{18}{1.1} + \frac{20}{1.1^2} + \frac{21}{1.1^3} + \frac{22}{1.1^4} + \frac{23}{1.1^5} + \frac{240}{1.1^5} = 226.99$$

فمن مصلحة هذا المستثمر شراء هذا السهم.

أما إذا كان مقدار العائد يقدر بـ 14% فإن القيمة الحالية : $P_0 = 194.97$ و من مصلحة هذا المستثمر ألا يستثمر في هذا السهم. ويمكن لنموذج التوزيعات الموضح في المعادلة أن يأخذ عدة أشكال حسب معدل نمو التوزيعات، إذا كان ثابتاً أو نمو صفري أو نمو غير ثابت n.

هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي :

○ نموذج النمو الصفري *Zero-Growth Model*

○ نموذج النمو الثابت *Constant-Growth Model*

○ نموذج النمو المتغير *Variable-Growth Model*

2- نموذج النمو الصفري *Zero-Growth Model* :

يحصل المستثمر في هذه الحالة على عائد دوري ثابت، أي أن التوزيعات تنمو بمعدل يساوي إلى الصفر مثل الأسهم الممتازة، ويتم تقييم الأسهم في هذه الحالة وفقاً للمعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e} \quad \text{حيث أن } P : \text{يمثل القيمة الحقيقية للسهم}$$

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e : سعر الخصم المناسب و هنا يمثل معدل العائد المطلوب.

و لتوضيح هذه الحالة نفترض أن التوزيعات النقدية لإحدى الشركات كانت 1.14 دولار للسهم الواحد و كان العائد المطلوب من المستثمر هو 12.2% يصبح تقييم السهم كالتالي: $P = 1.14 / 0.122 = 9.34\$$

فإذا كان سعر السهم في البورصة هو 8 دولارات مثلاً ينصح بشراء السهم لانخفاض تقييم السوق للسهم عن القيمة الحقيقية له، أما إذا كان سعر السهم في البورصة 10 دولارات مثلاً فينصح بعدم الاستثمار في هذه الورقة كون سعر السوق مغالى فيه.

و بطريقة عكسية يمكن حساب معدل العائد المتوقع من الاستثمار في السهم بمعرفة آخر توزيع تم دفعه و السعر

$$K_e = \frac{D_t}{P}$$

السوقي للسهم، فتصبح المعادلة على النحو الآتي:

و بالرجوع إلى المثال السابق، و بالاعتماد على السعر الجديد الذي بلغه السهم هو 8 دولارات، و كون معدلات

نمو التوزيعات صفرية أي 1.14 دولار للسهم الواحد سنوياً، يصبح العائد المتوقع كالتالي:

$$K = 8 / 1.14 = 0.1425 = 14.25\%$$

و ينصح المستثمر بشراء السهم، كون العائد المتوقع (14.25%) أكبر من العائد المطلوب في بداية المثال و هو 12.2% .

إلا أن هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات و بالتالي لا يكون من المناسب استخدام هذا الأسلوب في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها التوزيعات بالنمو الثابت.

3- نموذج النمو الثابت *Constant-Growth Model*

يعتبر نموذج غوردون و شابيرو *Gordan and shappiro* صورة مثلى لهذه الطريقة، و يفترض هذا النموذج وجود توزيعات دائمة من طرف الشركة و بالتالي فلا أثر لفوائض القيمة في هذا النموذج.

$$P = D_t / (K_e - g) = \frac{D_0(1+g)}{(K_e - g)}$$

حيث أن P : يمثل القيمة الحقيقية للسهم أو القيمة النظرية للسهم

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e : سعر الخصم المناسب أو معدل الربحية المرتقب من طرف المساهم.

G : معدل نمو توزيعات الأرباح

لنفترض أن شركة ما قامت بتوزيع 3 دولار للسهم الواحد العام الماضي و يتوقع أن تنمو نسبة التوزيع بحوالي 10 % سنويا.

ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد في السوق هو 12 % . باستخدام النموذج أعلاه فإن سعر السهم سيكون:

$$\frac{3(1+0.10)}{(0.12-0.10)} = \frac{3.3}{0.02} = 165\$$$

و يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز بتوزيعات الأرباح فيها بالثبات، و معظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج، لكن هذا النموذج لا يصلح لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو. لذلك يتم استخدام نموذج التوزيعات المتغيرة.

حساب معدل نمو التوزيعات g :

لحساب هذا المعدل يجب توفر معطيات تاريخية حول السهم، و توقعات المحللين للتوزيعات المستقبلية، مع وجوب أن يكون معدل الربحية K_e أكبر من معدل نمو التوزيعات g ، فإذا توقع المستثمر أن نتائج و توزيعات الشركة (X) ستتضاعف خلال 5 سنوات، و كانت الربحية التي يرغب المساهمون في تحقيقها 20 % و كان آخر توزيع من طرف الشركة هو 5 دولارات للسهم الواحد.

لحساب معدل نمو التوزيعات نفترض أن D_0 هي التوزيعات الحالية، و D_1 هي التوزيعات بعد 5 سنوات، و حيث أن التوزيعات تتضاعف بعد 5 سنوات يصبح :

$$\begin{aligned} D_1 &= 2 \times D_0 \\ D_0 \times (1 + g)^5 &= D_1 \\ D_0 \times (1 + g)^5 &= 2 \times D_0 \\ (1 + g)^5 &= 2 \\ g &= 2^{1/5} - 1 \\ g &= 0.1487 \end{aligned}$$

و بالتالي فإن معدل نمو التوزيعات هو 14.87% للسنوات الخمس القادمة، و حسب فرضية النموذج استمرار نمو التوزيعات تتحقق صيغة النموذج كما يلي:

$$P_0 = 5 / (0.2 - 0.1487) = 97.46\$$$

على الرغم من بساطة هذا النموذج و شيوع استخدامه بين المحللين الماليين إلا أنه يعاني من بعض المحددات وفق التالي:

- ✓ يطبق فقط على الشركات التي تتسم أرباحها بالاستقرار.
- ✓ معدل الأرباح مستديم إلى مالا نهاية في المستقبل.
- ✓ يجب أن يكون معدل الخصم k أكبر من معدل النمو g .

و في كل الأحوال إذا تم التسليم بالحدد الأول و الثاني، فإن مشكلة النموذج تبقى قائمة في الحدد الثالث. فإذا كان معدل الخصم k أقل من معدل النمو g تكون نتيجة النموذج سالبة، و قيمة السهم كذلك و مثل هذه النتيجة غير منطقية.

لذلك تم معالجة هذا النموذج رياضياً لتشغيله و تجاوز المشكلة بين معدل الخصم و معدل النمو وفق التالي:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]$$

نفترض أن مرسوم الأرباح الحالي لسهم إحدى الشركات 2 دينار و يتوقع أن ينمو بمعدل 10% سنوياً و لمدة 20 سنة قادمة. فما هي قيمة السهم إذا علمت أن معدل الخصم هو 8% .

$$P_0 = \frac{2(1+0.10)}{(0.08-0.10)} \times \left[1 - \left(\frac{1+0.1}{1+0.08} \right)^{20} \right] = 48.77$$

4- نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

و يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار، و ترتبط هذه الحالة عادة بالمؤسسات الحديثة النشأة، حيث يكون المعدل في البداية منخفض بسبب إعادة استثمار الأرباح، ثم يتزايد هذا المعدل إلى غاية مرحلة النضوج ثم يبدأ في الانخفاض إلى أن يستقر في مستوى معين و يتم حساب قيمة السهم كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \times \frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2}$$

P : يمثل القيمة الحقيقية للسهم

D_0 : توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى

D_n : توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج

K_e : سعر الخصم المناسب

g_1 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى.

g_2 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج.

فعلى سبيل المثال قامت إحدى الشركات بتوزيع الأرباح على المساهمين بمعدل 3 دولار للسهم الواحد في العام الماضي و يتوقع أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة 21% لمدة 5 سنوات ثم تعود لتستقر النسبة على معدل 6%، ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة علما بأن العائد المطلوب للاستثمار هو 14% .

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \times \frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2}$$

$$P_0 = \frac{3(1+0.21)}{0.14-0.21} \times \left[1 - \left(\frac{1+0.21}{1+0.14} \right)^5 \right] + \left(\frac{1+0.21}{1+0.14} \right)^5 \times \frac{3(1+0.06)}{0.14-0.06} = 17.99 + 53.54 = 71.54$$

قيمة السهم في ضوء النمو في التوزيعات الأولى و الثانية 71.54 دولار ، فإذا كان سعر سهم هذه الشركة يتداول في السوق بمبلغ 80 دولار معنى ذلك أن هذا السهم مقيم بأكبر مما يجب و بالتالي يجب التخلص منه، و إذا كان مثلاً يتداول بسعر 65 دولار معنى ذلك أن السهم مقيم بأقل مما يجب و بالتالي فإنه جيد للاستثمار.

5- تقييم السندات: Bonds Valuation

عند تقييم السند يجب أن يتم الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، و بسبب هذه الحقيقة فإن قيمة النقود التي تمتلكها الآن أكبر من قيمة النقود المتوقع استلامها في المستقبل.

مثال : أصدرت شركة الأسمدة سند بقيمة اسمية تبلغ 100 دولار و بسعر فائدة مقداره 10% سنوياً، ما هي القيمة الحقيقية التي يمكن أن تعطىها لهذا السند إذا كان معدل العائد في السوق هو 12% علماً بأن فترة استحقاق السند تبلغ 5 سنوات.

كون أن الفائدة تدفع سنوياً فإن حامل هذا السند سيحصل على 10 دولار سنوياً لمدة 5 سنوات بالإضافة إلى مبلغ 100 دولار في نهاية السنة الخامسة، و لمعرفة القيمة الحقيقية لهذه التدفقات يتم استخدام أسلوب القيمة الحالية لتقدير ذلك.

السنة الثالثة تخصص محاسبة ومالية

أساس الأسواق المالية

الفترة	التدفقات	معدل الخصم 12 %	القيمة الحالية
1	10	0.893	8.93
2	10	0.797	7.97
3	10	0.712	7.12
4	10	0.636	6.36
5	10	0.567	62.37
	110		92.75

أما لو كان سعر الفائدة يدفع كل ستة أشهر فإنه يتم احتساب القيمة الحالية و ذلك بمضاعفة المدة، أي ستكون عشرة فترات بدلا من 5 فترات و يتم استخدام نصف العائد على السند أي 5 % بدلا من 10 %

الفترة	التدفقات النقدية	معامل الخصم 6 %	القيمة الحالية
1	5	0.943	4.72
2	5	0.890	4.45
3	5	0.840	4.2
4	5	0.792	3.96
5	5	0.747	3.74
6	5	0.705	3.53
7	5	0.665	3.33
8	5	0.627	3.14
9	5	0.592	2.96
10	105	0.558	58.59
			92.62

من خلال احتساب قيمة السند يلاحظ أن هذا السند يباع بخصم على أساس أن قيمته أقل من قيمته الاسمية 100 دولار، و يجب أن يكون كذلك حتى يعطي حافز إلى المستثمر لشراء هذا السند و لتعويضه عن العائد الذي يمكن أن يحققه هذا المستثمر لو ذهب إلى الاستثمار في قنوات أخرى كالودائع لدى البنوك مثلا.

المحاضرة السابعة : مؤشرات البورصة

1- تعريف المؤشر

1-1 مؤشر *Standard and Poors' (500) Composite*

1-2 مؤشر *Morgan Stanly Capital international : MSCI*

1-3 مؤشر *NASDAQ* المجمع

1-4 مؤشر *Dow Joens*

1-5 المؤشر العام لبورصة نيويورك *NYSE*

2- أهداف المؤشرات و أنواعها

2-1 استخدامات المؤشر

2-2 أنواع المؤشرات

2-2-1 من حيث الوظيفة

• مؤشرات عامة

• مؤشرات قطاعية

2-2-2 من حيث إمكانية التداول

• مؤشرات متداولة

• مؤشرات غير متداولة

3- أساليب بناء المؤشرات

3-1 المؤشرات المبنية على أساس السعر

3-2 المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية

3-3 المؤشرات المبنية على أساس أوزان متساوية

4- التمثيل البياني للمؤشرات

4-1 المنحنى المستمر

4-2 منحنى الأعمدة

مقدمة :

ظهرت المؤشرات في القرن 19 ميلادي، و تطورت و ازدهرت أهميتها عبر الزمن، و استخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية و سلوكها و يعتبر مؤشر *Dow Jones* أول مؤشر عالمي ظهر أول مرة عام 1884م، و عرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية و سلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول لها سنة 1990⁷⁵.

تلعب المؤشرات في الأسواق المالية و خاصة أسواق الأسهم الدولية دورا مهما، حيث تقيس مدى ارتفاع أو انخفاض حركة التداول في السوق الواحد، كما أنه و تبعا لذلك يستطيع المحللون الاقتصاديون تحليل مدى ازدهار أو ضعف حركة المؤشر.

1- تعريف المؤشر : المؤشرات جمع مؤشر، و المؤشر شبيه بالترموتر الذي يقيس درجة الحرارة في الجو، و بالتالي فإنه يقيس حركة الأسعار و التداولات في السوق المالي صعودا و نزولا، إيجابا و سلبا. كما يعرف بأنه المقياس أو الترمومتر الذي بواسطته يتم قياس التغيرات و الاتجاهات في السوق المالي و خاصة في مجال الأوراق المالية⁷⁶.

أو هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، و تجرى عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية، و من هنا نعرف بأن المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة و الآجلة في الأسواق المالية.

كما يمكن تعريف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات و سلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار و محاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات⁷⁷.

و يرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه الأسواق نفسها، و من هنا فإنه يعد سوق نيويورك المالي من أقدم و أكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حاليا، و قد أنشأ هذا السوق في عام 1817م، و قد حقق نموا متسارعا حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4.5 ترليون دولار و التي كانت في ذلك الوقت تعادل حوالي 85% من مجموع الاستثمارات الجارية في كافة أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، علما بأن هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات: أهمها مؤشر الصناعي داوجونز⁷⁸، و يعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات لقياس أسعار الأوراق المالية و تطوراتها واتجاهاتها كما يعتبر أشهر المؤشرات استخدما في

⁷⁵ - حسن قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد

2011/11، ص 92.

⁷⁶ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 331.

⁷⁷ - محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 331.

⁷⁸ - *Index like the dow Jones Industrial Average that tracks a portfolio of stocks. Dictionary of Business and Finance, p 627.*

الأسواق المالية على الإطلاق، حيث يقيس تطور أسعار أكثر من 30% من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، و عمره يقارب 103 سنة⁷⁹.

➔ إضافة إلى هذا المؤشر هناك مؤشرات عالمية أهمها⁸⁰:

1-1 - مؤشر ستاندار أند بورز *Standard and Poor's (500) composite*

يقيس هذا المؤشر متوسط 500 شركة أمريكية و يعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي، و مؤشر ستاندار أند بورز (*Index 500 S&P*) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، الاتصالات و الماء، يحتوي على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم و غير المنظم أو كلاهما، و يتكون من تسع قطاعات مصنفة كما يلي :

مجموع الشركات لتسع قطاعات يساوي 500 شركة	
حوالي 40 شركة من شركات الصناعات الأساسية كالحديد و الورق و الذهب و الكيماويات.	Basic Industries
حوالي 45 شركة من شركات الخدمات الطبية و المأكولات الجاهزة و السفر و الترفيه و النشر	Consumer services
حوالي 69 شركة من شركات الأدوية و أدوات التجميل و المشروبات و المنتجات الغذائية.	Consumer Stables
حوالي 67 شركة من شركات الطيران و صناعة السيارات، شركات البناء، الأجهزة الكهربائية و المتزلية.	Cyclical/Transportation
حوالي 28 شركة من شركات البترول و منتجاته و الغاز الطبيعي و الخدمات الخاصة بها.	Energy
حوالي 72 شركة من شركات الخدمات المالية و البنوك.	Financial
حوالي 43 شركة من شركات المنتجات الصناعية، تجهيزات البناء و المكنات الصناعية و حلول النظافة.	Industrial
حوالي 97 شركة من شركات الصناعات العسكرية و أجهزة الاتصالات و الكمبيوتر.	Technology
حوالي 39 شركة من شركات الهاتف و الكهرباء.	Utilities

1-2 - مؤشر *(MSCI)* : لأسواق أوروبا و أستراليا و الشرق الأقصى و هي اختصار لكلمة *Morgan Stanly Capital International* و يقيس هذا المؤشر 1000 سهم للشركات في هذه الأسواق، إذ يتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين:

▲ استنادا إلى القيمة الرأسمالية

▲ استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي

⁷⁹ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 334.

⁸⁰ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 217/215.

1-3- مؤشر ناسداك *NASDAQ* المجمع: وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية و شركات الخدمات الإلكترونية و يتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط و ليس من خلال البورصة.

1-4- مؤشر داوجونز: *Dow Joens*

و هو أول مؤشر مالي بدأ عام 1884 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، و يقيس هذا المؤشر حالة السوق من خلال استخدام مؤشر محسوب لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية.

و هي تعكس أداء البورصة الأمريكية و الشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي و يحسب باستخدام أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار أسهم أهم هذه الشركات، فعندما نقول هبط مؤشر داوجونز بثلاثين نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم 30 شركة قد انخفضت 30 نقطة، و هو مؤشر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي و يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع و الشراء و تقييم أداء السوق و اتجاهاته و من ثم تقييم السهم محل البحث و الاستثمار، و قد يكون داوجونز لصناعة معينة مثل: داوجونز لصناعة النقل *Dow Joens Industrial*.

1-5- المؤشر العام لبورصة نيويورك *NYSE*:

و هو اختصار للكلمات *New York Stock Exchange* و هو مؤشر سوق نيويورك المالي و يحتوي على جميع القطاعات و أنواع الشركات الصناعية و الخدمية و الالكترونية.

كما توجد مؤشرات أخرى⁸¹ كمؤشر *FT-SE 100 Index* و هو اختصار لـ: *Financial Times- Ordinary Share Index* و يمثل الرقم القياسي لأسعار الأسهم العادية في إنجلترا. و الذي ينطق "فوتسي" *footsie* و هو المؤشر المرجح لاستثمارات حقوق الملكية و يتكون من 100 شركة من كبريات الشركات الموجودة في بورصة لندن *London Stock Exchange*.

لـ **هونغ كونج**: في *Hong Kong* مؤشر السهم الأولي هو *Hang Seng* "هانج سنج" و يتكون مؤشرها من 33 سهم كبير.

لـ **اليابان**: المقياس الأساسي لأداء الأسهم هو مؤشر نكاي *Nikkei 225 Index* يتكون المؤشر من إصدارات حقوق الملكية مرتفعة السيولة التي تمثل الاقتصاد الياباني.

لـ **ألمانيا**: يتكون مؤشر الأسهم الألمانية *Deutscher Aktien dex*، و المسمى *DAX* من أكبر الشركات تتداول في بورصة أسهم فرانكفورت *Frankfurt Stock Exchange*.

لـ **الهند**: 22 بورصة أسهم في الهند، و تعتبر بورصة الأسهم لبومباي *(BSE) Bombay stock exchange* أكبرها، و مسجل بها أكثر من 6000 سهم و تشمل ثلثي إجمالي حجم التداول للدولة. و هذه البورصة التي شيدت

⁸¹ - مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 373-376.

سنة 1875 أقدم بورصة في آسيا و مقياسها هو *BSE Sensex* ، و هو مؤشر لـ 30 سهم هندي متداول تناظر خمس رسملة سوق *BSE*⁸² .

أهم المؤشرات في الأسواق المالية العربية :

- المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية) وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (*SAMA*) و هو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي.
- مؤشر مازي *MAZI* المغرب : و هو مؤشر شامل للأسهم المغربية لكونه مؤشر شاملا للرسملة، و يضم كافة السهم في سوق الدار البيضاء.
- مؤشر كاس (*CASE*) في مصر، و وضع المؤشر عام 1998 و هو يضم سوقي القاهرة و الإسكندرية و بلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة و يضم 30 شركة

2- أهداف المؤشرات المالية و أنواعها :

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها و انخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء و البيع و قسم من المستثمرين يستخدمها أداة استثمارية، و يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية.

و تقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا، و هناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع و الشراء و على أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات و هذه العوامل هي:

- ◀ مدى دقة و شفافية الأخبار في السوق المالي
- ◀ قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار و حجم التداول.
- ◀ التوقيت و الزمن
- ◀ طبيعة المنافسة و المضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

2-1- استخدامات المؤشر :

للمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة هم المستثمرين الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، و في طبيعة تلك الاستخدامات:

◀ **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة :** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظته إيجابا أو سلبا مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، و ذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، و إذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

⁸² - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الثاني، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009/

الحكم على أداء المديرين المحترفين : وفقا لفكرة التنوع الساذج *Nave Diversification* يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر و هذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق : إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على (ما يعرف بالتحليل الأساسي *financial analysis*) فإنه يتمكن من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني و تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

تقدير مخاطر المحفظة : يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية *systematic Risk* لمحفظة الأوراق المالية و هي العلاقة بين معدل العائد للأصول خطرة *Risky assets* و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

2-2- أنواع المؤشرات :

يوجد معيارين لتقييم المؤشرات و هما معيار حسب وظيفة المؤشر و معيار حسب إمكانية التداول.

1- من حيث الوظيفة :

مؤشرات عامة : تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، و لذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، و أن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، و في هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

مؤشرات قطاعية : و تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات، أو غيره من القطاعات و من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر *Dow Joens* و مؤشر *Standard and Poor* للخدمات العامة و مؤشر النفط و الغاز.

1- من حيث إمكانية التداول :

مؤشرات متداولة : و هي المؤشرات التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بما 50 مؤشر عام 2000 م، و ذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كينساس سيتي بالو.م.أ عام 1982 م و كمثل على ذلك : مؤشر *Nikkei 225* و مؤشر *Nasdaq 100*

مؤشرات غير متداولة : وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز *Dow Joens* و كافة مؤشرات البورصات العربية، و لقد وصل تنوع و تطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

3- أساليب بناء المؤشرات :

ومن أهم هذه الأساليب نذكر:

3-1- المؤشرات المبنية على أساس السعر: هو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسوم على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق و المختارة من قبل السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء و تأثير أسهم هذه الشركات في السوق.

و لتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم فقط A, B, C ، أن أسعارها هي : $10, 40, 50$ ، على التوالي: حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر تساوي 100 و قيمة المؤشر 33.33 نقطة. و إذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة فأصبحت : $20, 50, 80$ ، على التوالي حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 ، مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50% .

و يؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، كما قد يكون حلال في المؤشر في حالة الاشتقاق مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض سعره.

و لتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاثة شركات و أن السعر هو على التوالي: $10, 20, 30$ و هو ما يعادل قيمة قدرها 60 ، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر تساوي 20 نقطة.

أما إذا حدث اشتقاق في سهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فيصبح سعر السهم من 30 إلى 10 ، لتتخفض القيمة الكلية إلى $40 = 10 + 20 + 10$ و يتغير المقسوم عليه الذي يحسب كما يلي:

$$[60/3] = \text{المقسوم عليه} / 40 \text{ و منه فإن المقسوم عليه} = 40/20 = 2$$

لتصبح قيمة المؤشر $40/2 = 20$ نقطة كما كان من قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يغزى إلى سوء حال السوق و إنما سببه الاشتقاق الذي حدث.

و من أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: *Nikkei 250* و *Dow Joens* .

3-2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية :

$$\text{و تحسب بالمعادلة التالية: } Index_t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_b} \times \text{Begining...Index...Value}$$

و لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

السهم	Q_t	P_t	P_b	$Q_b \cdot P_b$	$Q_t \cdot P_t$
A	60	50	80	3000	4800
B	70	40	50	2800	3500
C	120	10	20	1200	2400
				7000	10700

$$\text{نقطة } Index_t = \frac{10700}{7000} \times 100 = 152,85$$

$$\text{و يكون متوسط العائد على المؤشر} = 52,85 = \frac{10700 - 7000}{7000} \times 100$$

$$= 0.5285 \text{ نقطة}$$

ومن أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، و لبيان ذلك نفترض أن سهمين قد ارتفعا بنفس القيمة و لكن 60% مثلا، و أن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة إلا أنه يكون مختلف في كل حالة عن الحاليتين.

و هذا التحيز مصدره أن سعر السهم للمنشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى ، و لا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

و على الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات لأن التغير في سعر السهم نتيجة تجزئة الأسهم سوف لا يؤثر على قيمة المؤشر وب التالي لا يحتاج إلى تعديل بعد تجزئة الأسهم و من أشهر المؤشرات التي تستخدم على أساس القيمة هما : مؤشر *Standard and Poor* و مؤشر *Nasdaq* و مؤشر *Financial Times* ، و مؤشر *CAC40* و مؤشر كولس.

3-3- المؤشرات المبنية على أساس أوزان متساوية :

يعتمد هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، و بالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار ، و من ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، و يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالتالي:

◀ تحديد وزن نسبي يساوي واحد للسهم أي السهم الأقل قيمة.

◀ حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل مؤشر في سعر السهم السوقية.

و يلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق أسهمها نتيجة اندماج بعض الشركات.

و لتوضيح كيفية بناء هذه المؤشرات نفترض المثال التالي:

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية كالتالي: A, B, C و بسعر 20، 80، 160 على التوالي

◀ جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 $\frac{20}{20} = 1$

◀ أما الأوزان النسبية للأسهم المتبقية هي على التوالي $\frac{1}{4}, \frac{1}{8}$

◀ قيمة المؤشر = أسعار الأسهم * أوزانها النسبية

$$1 \times 20 + \frac{1}{4} \times 80 + \frac{1}{8} \times 160 =$$

$$= 20 + 20 + 20 = 60 \text{ نقطة}$$

إذ نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيم متساوية لكل سهم عند تكوينه و هي 20.

و لنفترض أن سعر السهم B قد ارتفع بنسبة 25% أي ما يعادل $100 = 80 \times 1,25$ في اليوم الثاني مع افتراض بقاء أسعار الأسهم الأخرى ثابتة و عدم وجود اشتقاق لأسهم أخرى و عليه فإن:

$$\begin{aligned} \text{قيمة المؤشر} &= 1 \times 20 + \frac{1}{4} \times 100 + \frac{1}{8} \times 160 = \\ &= 20 + 25 + 20 = 65 \text{ نقطة} \end{aligned}$$

عائد السوق في اليوم التالي مقارنة باليوم الأول $= \frac{60 - 65}{60} = 0.083$ نقطة و هذا يعني أن ارتفاع سعر السهم B أدى على تغير عائد السوق بمقدار 0.083 نقطة و بالتالي فإن اتجاه السوق اتجاه صعودي.

أما في حالة اشتقاق السهم A إلى أربعة أسهم فإن سعر السهم بعد الاشتقاق سيصبح $40 = \frac{160}{4}$ و الوزن النسبي للسهم $A = \frac{20}{40} = \frac{1}{2}$

$$\text{و قيمة المؤشر في اليوم الثالث} = 1 \times 20 + \frac{1}{4} \times 100 + \frac{1}{2} \times 40 =$$

$$= 20 + 25 + 22.5 = 67.5 \text{ نقطة}$$

يكون عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول $= \frac{60 - 67.5}{60} = 0.125$ نقطة و هكذا.

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار و من ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق و يعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزانا متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم و أهمية المؤسسة التي أصدرتها.

4 - التمثيل البياني للمؤشرات

تعتبر المنحنيات البيانية القاعدة الأساسية لواقع البورصة، حيث تعطي فكرة عن الاتجاه العام للأسعار، القيم المنقولة المأخوذة كعينة في حساب المؤشرات، و تتواجد منحنيات البورصة تقريبا في كل مكان من دول العالم، في الجرائد و في القنوات التلفزيونية أو على شبكة الانترنت، و تسمح قراءة المنحنى البياني في اتخاذ القرار من قبل المحللين الكميين، فيقوم المحلل برسم الاتجاهات العامة لأداء السوق و وضع الصيغ الرياضية الملائمة.

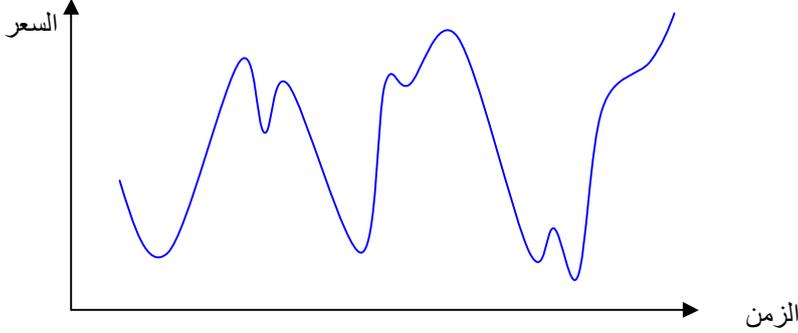
إن فهم طريقة عرض المعلومات ضروري لفهم التحليل الذي يعتمد على المنحنيات و يمكن إبراز بعض الأشكال البيانية المعتمد عليها في تحليل الرسوم البيانية كما يلي:

4-1- المنحنى المستمر:

هو أكثر المنحنيات بساطة و يمثل هذا النوع من المنحنيات أسعار الإقفال اليومية و يتم الربط بين سعري الإقفال بخط مستقيم، و لا يمكن عمليا الاعتماد على المنحنى المستمر، فالمشكل يكمن في اختيار القيمة الممثلة للسعر في اليوم، حيث يتم الاعتماد عادة على أسعار الإقفال و عدم إبراز باقي التغيرات الهامة في الأسعار اليومية (سعر الافتتاح،

اعلى سعر، أو أدنى سعر⁸³ و يتم رسم المنحنى المستمر في حالة اعتماد الأسبوع كوحدة زمنية عن طريق الأخذ
بآخر تسعير للأسبوع، أو عن طريق حساب المتوسط الحسابي لأسعار الأسبوع للإقفالات اليومية.

الشكل رقم : (6) المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية

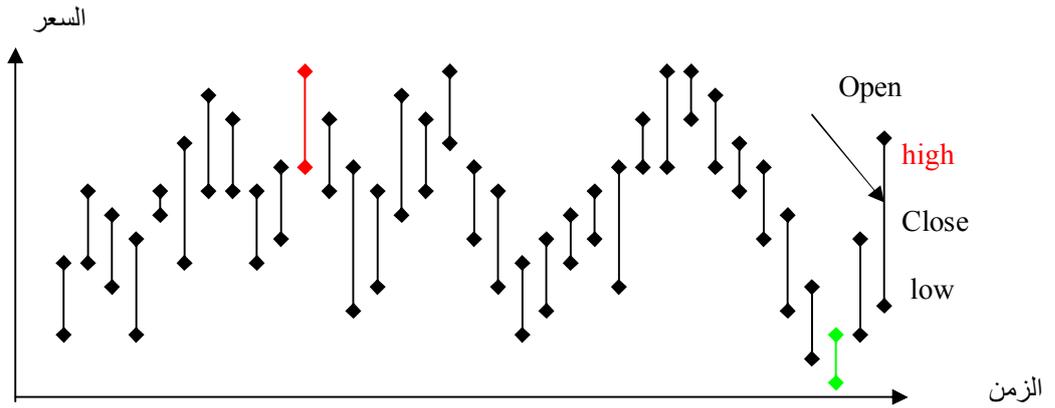


المصدر : من إعداد الباحث

4-2- منحنى الأعمدة :

ينشر منحنى الأعمدة العديد من المعلومات حول السعر: سعر الافتتاح، أعلى و أدنى سعر في جلسات التداول إلى جانب سعر الإقفال، و تمثل قمة الأعمدة السعر الأعلى الذي تم بلوغه خلال الجلسة، فيما يمثل أسفل الأعمدة السعر الأدنى أثناء التعاملات في ذلك اليوم كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (07) : منحنى الأعمدة



www.comprendrelabourse.com Source : web site

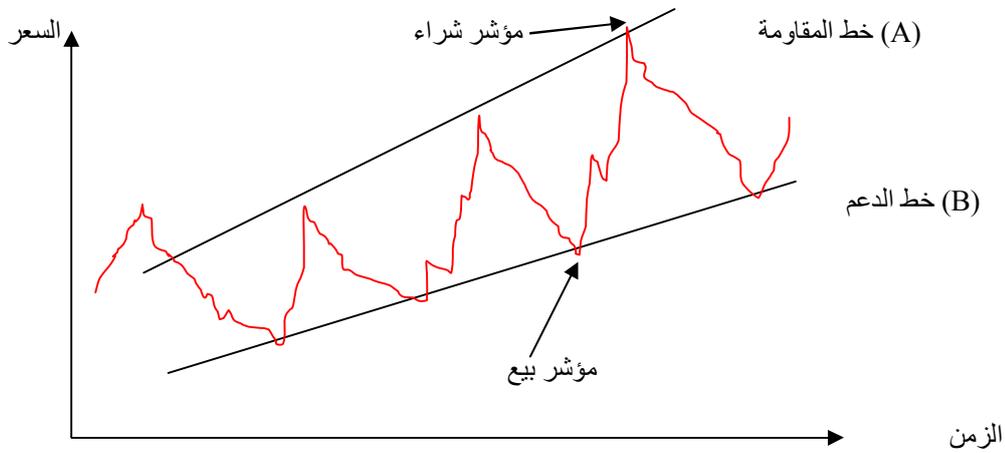
4-3- خطوط الاتجاه أو خطوط الدعم و المقاومة: تمثل خطوط الاتجاه القانون الأساسي للتحليل الفني، و يعتبر شارل داو Charles Dow⁸⁴ أول من تتبع اتجاهات الأسعار في نظريته و التي ركزت على أن سعر السهم يتضمن

⁸³ - محمد صالح الحناوي, مرجع سبق ذكره، ص 159.

⁸⁴ - Charles Dow هو صاحب نظرية Dow و نظرا للدور الذي قام به جونز في إثراء هذه النظرية سمي المؤشر Dow JONS باسميهما.

جميع المعلومات المتاحة في السوق⁸⁵، و من شأن التحديد الدقيق لهذه الخطوط أن يساعد على فهم اتجاهات السهم و كيفية تطوره.

الشكل رقم (08) : منحنى خطوط الاتجاه (خطوط الدعم و المقاومة)



Source : Jean-laurent Viviani, Gestion de portefeuille Edition DUNOD, Pris, 1997.P:238.

و تعطي خطوط الاتجاه الضوء الأخضر للمستثمرين لاتخاذ قرارات البيع و الشراء و ذلك من خلال تحديد المستويات التالية

➤ **تحديد مستوى المقاومة :** يتم رسم الخط (A) حيث يكون ملامسا لأعلى مستويات أسعار الأسهم، و تم الاعتماد على هذا الخط دون سواه لأنه يمس المنحني في ثلاث نقاط أساسية على الأقل، و هو ما يجعله أكثر تعبيرا في التحليل، و في كثير من الحالات فإن أسعار الأسهم لا تتجاوز خط المقاومة لمدة زمنية طويلة نسبيا، أي أن الخط يقاوم اتجاه الارتفاع في الأسعار، و مع تجاوز أسعار الأسهم لمستوى المقاومة فإن تغيرات بارزة تمت في الأسعار، و بما أن السعر يعكس كل المعلومات المتاحة فإن النصيحة التي يقدمها المحلل إلى المستثمر عند تجاوز مستوى المقاومة هو التشجيع على شراء الأسهم ليتم جني الأرباح فيما بعد.

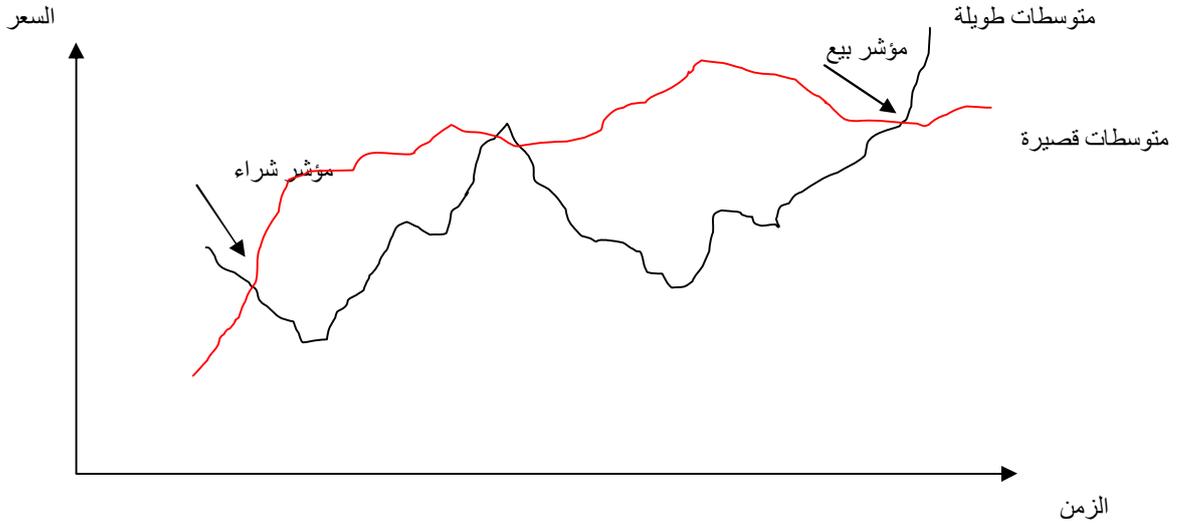
➤ **تحديد مستوى الدعم:** يمثل الخط (B) في المنحني مستوى الدعم *Support Area* و الذي يمر بأدنى مستويات السعر، و يمس هذا الخط أربع نقاط من أخفض المستويات التي بلغها السعر، و في حالة انخفاض السعر عن خط الدعم فهو مؤشر للبيع.

5- التحليل الحركي : يتم في هذا التحليل حساب المتوسطات الحسابية لأسعار الأسهم خلال فترات مختلفة، و تعتبر نقاط تقاطع منحنى المتوسط الحسابي مع منحنى آخر ذات أهمية في اتخاذ قرارات الشراء و البيع لورقة مالية، فتكون تقنية الشراء عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة (1-10 أيام) منحنى المتوسطات المتحركة الطويلة من الأسفل،

85 - منير إبراهيم هندي: المرجع السابق ص 238/239.

و تكون تقنية البيع عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة منحنى المتوسطات الطويلة من الأعلى كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (09) : منحنى المتوسطات المتحركة

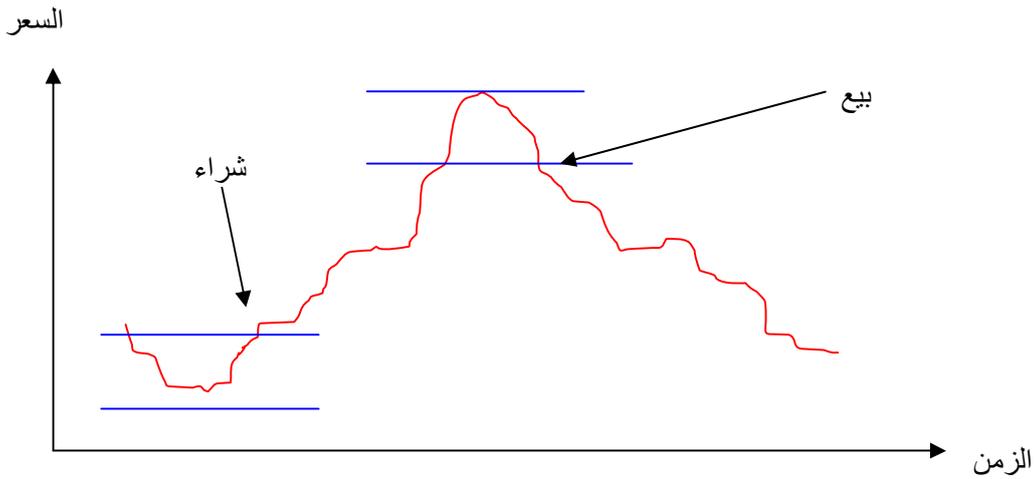


Source : Jean – Laurent , Viviani, OP,Cit, P235

6- إستراتيجية المصفاة : Stratégie de filtre

هي أداة مفادها أنه في حالة غياب معلومات جديدة فان السعر يتقلب حول سعر التوازن و في حالة انخفاض السعر هبوطا أو نزولا بصفة واضحة معناه ورود معلومات هامة إلى السوق، و بالتالي يجب الشراء عندما يرتفع السعر و البيع عندما ينخفض السعر، لكن المشكلة في هذه الطريقة هو عرض المصفاة أي ما هو المجال الذي يتقلب فيه السعر حول سعر التوازن؟ فكلما زاد عرض المصفاة كلما كانت عمليات الشراء و البيع قليلة متأخرة كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (10) : إستراتيجية المصفاة



Source : Jean – Laurent , Viviani, OP,Cit, P239

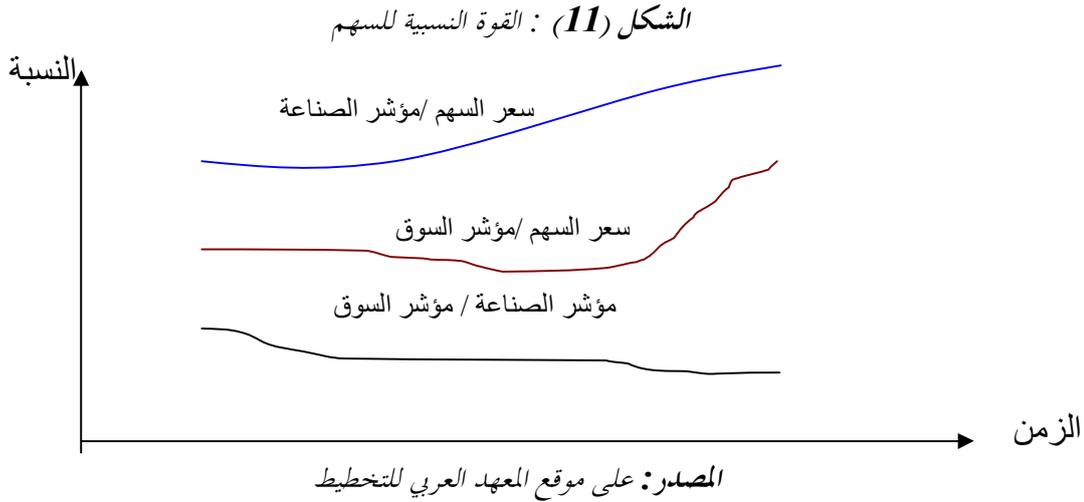
7- إستراتيجية القوة النسبية :

يكون بحساب القوة النسبية لسعر السهم، أي نسبة سعر السهم إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليه الشركة، أو بالنسبة لمؤشر السوق، و لتوضح هذه الإستراتيجية نأخذ المثال التالي:

الجدول (1): كيفية حساب القوة النسبية للسهم

السنوات	سعر السهم S	مؤشر السوق M	مؤشر الصناعة I	S/I	S/M	I
1999	30	17	210	1.78	0.144	0.081
2000	36	18	250	2.00	0.144	0.072
2001	73	30	385	2.43	0.190	0.071

المصدر: على موقع المعهد العربي للتخطيط تاريخ زيارة الموقع: 16 فيفري 2010



6- كيفية قراءة لوحات الأسعار:

نجد في الجرائد الرسمية اليومية صفحات متخصصة بالمال و الاقتصاد و التجارة، ففي تلك الصفحات يتم عرض جداول مختلفة منها ما يتعلق بالسلع كالذهب و المعادن و المواد الصناعية و الزراعية الأخرى، و منها ما يتعلق بالأوراق المالية التي يتداول في بورصة الأوراق المالية، و خاصة الأسهم و السندات.

نستعرض فيما يلي الجداول المتعلقة بأسعار الأوراق المالية و كيفية قراءة لوحة أسعارها.

كيفية قراءة لوحة أسعار الأسهم: يوجد في أعلى كل لوحة خط يحتوي على مجموعة رموز، بواسطتها يتم قراءة أسعار الأسهم المعروضة من قبل الشركات و البنوك المسجلة في تلك البورصة. اخترنا بورصة طوكيو كمثال⁸⁶:

Tokyo Stock Exchange Transaction:

-Period-				-Daily-			
High	Low	Issue	Vol/1000	High	low	Close	Chg
4470	2255	Aiwa	334	3140	2970	2990	160-
980	731	Casio	214	765	760	760	6+

(Period) و تعني الفترة الزمنية التي تم فيها تسجيل أعلى و أدنى سعر لأسهم تلك الشركة. في الدول الآسيوية تلك المدة الزمنية تعبر عن سنة كاملة، ما عدا السعر الذي يتم نشره في هذا اليوم.

⁸⁶ - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(High) و (Low) تشير إلى أعلى و أدنى سعر سجلته البورصة خلال سنة. و الأرقام الموجودة تحت كل منهما تشير إلى سعر السهم بالين الياباني.

(Issue) تثبت تحتها أسماء الشركات المصدرة للسهم. فعندنا شركة (Aiwa) و (Casio).

(Vol/1000) تعطينا عدد السهم التي يتم التعامل بها خلال اليوم، و ذلك بضرب الرقم الذي تحت هذا العمود في ألف أي: $(334 \times 1000 = 334000)$.

(Chg) تبين التباين بين سعر إقفال اليوم و سعر إقفال اليوم السابق. فإن كان موجبا يعني أن قيمة السهم ارتفع، و السالب يدل على نزول سعره قياسا على سعر الإقفال لليوم السابق. ففي هذا اليوم كان لشركة (Aiwa) هبوط (-) 160 مقارنة مع سعر إقفال اليوم السابق للسهم الواحد. و أما شركة (Casio) فكان لها صعود (+6) بالنسبة لسعر إقفال اليوم السابق.

و يوجد في لوحة أسعار الأسهم لبورصة نيويورك أربعة رموز أخرى⁸⁷:

(SYM) تعني رمز الشركة أو الجهة المصدرة.

(Div) مختصر لـ (Annual Dividend) أي الربح السنوي للسهم الواحد بالدولار.

(YID%) مختصر لـ (Yield Dividend) نسبة العائد الموزع. و تحسب بتقسيم معدل الربح السنوي للسهم الواحد

على سعر الإغلاق للسهم في هذا اليوم.

(PE) مختصر لـ (Price Earning ratio) معدل رسملة الفوائد. و هي النسبة التي يجب أن يضرب بها مردود السهم

للحصول على سعره في البورصة.

⁸⁷ - شعبان محمد إسلام الراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 79.



المحاضرة الثامنة : المشتقات المالية الخيارات، العقود المستقبلية والمبادلات

- 1- تعريف المشتقات وأنواع المتعاملين فيها
- 2- عقود الخيار
 - 1-2- خيار الشراء
 - 2-2- خيار البيع
 - 2-3- الخيار المزدوج
- 3- العقود الآجلة والعقود المستقبلية
 - 1-3- أهم وجوه الإخلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية
 - 2-3- تعريف العقدين
 - 4- المبادلات
 - 1-4- مفهوم المبادلات
 - 2-4- أسباب استخدام المبادلات
 - 3-4- مبادلات العملة

المحاضرة الثامنة : المشتقات المالية : الخيارات ، العقود المستقبلية و المبادلات

مقدمة :

خلافًا لما هو متعارف عليه فيما يتعلق بالأسواق التي تتعامل في الأصول التقليدية فإن أسواق المشتقات إنما تتعامل ففي أدوات تعاقدية *Contractual Instrument* يعتمد أداؤها على أصول أو أدوات أخرى. لذا فإن المشتقات المالية ليست أصولاً مالية *financial assets* وليست أصولاً عينية *Real Assets* وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري و يترتب عليها حقا لطرف و التزاما على طرف آخر، و هو الأمر الذي عبر عنه لدى بعض الكتاب الغربيين بقولهم : تلك العقود ليست أوراقا مالية بالمعنى التقليدي و إنما ينظر إليها باعتبارها اتفاقيات تجارية يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفقا لما هو مجدول لها.

1- تعريف المشتقات وأنواع المتعاملين فيها

المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار، و يمكن استخدامها للتحوط و المضاربة إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان و أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية.

و في تعريف آخر : تعرف بأنها عقد تشتق قيمته من الأوراق المالية محل التعاقد و العكس ليس صحيحا و لا معنى له.⁸⁸

و لذلك فالمتعاقدان أحدهما في حقيقة الأمر بائع للمخاطرة و الآخر مشتري لها و هو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجة المخاطرة، و آخرون على استعداد لتحمل المخاطرة، أملين الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة *Reward*.

ولتقريب فكرة المشتقات إلى الذهن أكثر، فإننا نفترض أنك تملك منزلا وترغب في بيعه، وسعر المنزل في السوق الفوري يساوي 50000 دولار، وتقدم أحد الأشخاص لشراؤه، ولكنه لا يملك النقدية الكافية لسداد المنزل، وعرض عليك بأن يدفع فورا مبلغ 5000 دولار مقابل أن تعطيه الحق في شراء المنزل بالسعر نفسه ولا تلزمه بالشراء، وذلك خلال فترة 60 يوما، وإذا وافقت على ذلك فإن لا تستطيع بيع المنزل لطرف آخر حتى تنتهي 60 يوما ولم يشتري المشتري المنزل، فإذا ارتفع سعر المنزل خلال المدة المحددة إلى 60000 دولار فإن مشتري المنزل سيربح 10000 دولار، وإذا طرحنا منه المبلغ المدفوع مسبقا 5000 دولار، فإن الربح الصافي سوف يكون 5000 دولار. ولكن إذا إنخفض سعر المنزل إلى 40000 دولار فإن مشتري المنزل لا يشتري المنزل ويكفيه أن يخسر 5000 دولار بدلا من 10000 دولار، لأنه مخير وليس مجبر على الشراء خلال المدة المتفق عليها. وهكذا فإن مفهوم المشتقات يتلخص فيما يلي⁸⁹ :

⁸⁸ - سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سبق ذكره، ص 60.

✓ هي عقود

✓ تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي

✓ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئيا صغيرا مقارنة بقيمة العقود.

✓ تعتمد الأرباح والخسائر فيها على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد ولذلك سميت بالمشتقات.

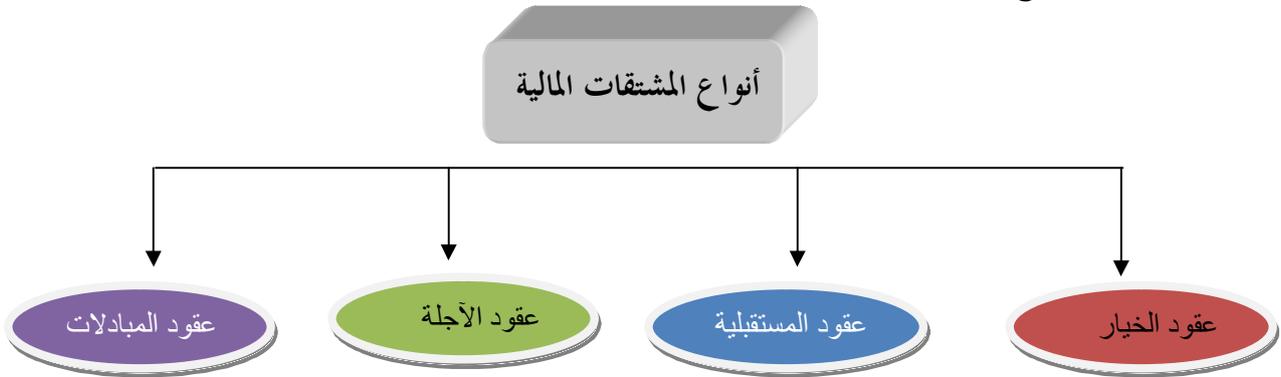
وبظهور المشتقات المالية لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية، حيث توفر المشتقات في أسواق العقود المستقبلية وسيلة للمضاربة بما يغني عن شراء الأسهم والسندات حيث أبح بوسع المستثمر شراء عقد اختيار أو عقد مستقبلي⁹⁰

1-1- الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية :

تعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية هي :

- عقود الخيارات Option contract
- العقود المستقبلية Future Contract
- العقود الآجلة Forward Contract
- عقود المقايضات أو المبادلات Swaps Contracts

ويمكن تمثيل هذه الأنواع في الشكل التالي :



1-2- المتعاملون في عقود المشتقات المالية :

يبرز في سوق المشتقات ثلاث متعاملين أساسيين⁹¹

1-2-1- المتحوطون ضد المخاطرة Hedgers :

89 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة 2008، القاهرة/مصر، ص 169.

90 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص 76.

91 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 170.

يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

1-2-2-1 المضاربون : Speculators

يراهن المضاربون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق الربح.

1-2-3-1 المراجحون : Arbitrageurs

يدخل المراجحون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في الوقت نفسه في السوق مرتفع السعر ومن ثمة يحققون ربح عديم المخاطرة.

2- عقود الخيار

الاختيارات المالية المتداولة في البورصات هي صيغة من صيغ العمليات المشروطة *Opération conditionnelle* و التي تتم على مجموعة من الأدوات أهمها: الأوراق المالية، المعادن الثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة وغيرها، وعلى الرغم من أن لهذه الاستعمالات التي تتم على الاختيارات أرباح معتبرة، خاصة بالنسبة للمضاربين، فإنها تعتبر بالغة الأهمية إذا ما تعلق الأمر بحماية المستثمرين من مخاطر تقلب أسعار القيم المنقولة.

1-2- خيار الشراء *Call Option*

لقد عرف خيار الشراء بأنه " اتفاق يعطي الحق و ليس الإلزام للمستثمر (مشتري الخيار) في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا و في أية فترة ابتداء من شراء الاختيار و حتى استحقاقه، كما عرف بأنه عقد يتم بين طرف يقدم مكافأة (حامل خيار الشراء)، لطرف آخر مقابل حق شراء عدد معين من القيم المنقولة أو كمية محددة من السلع، بسعر محدد مسبقا و خلال مدة معينة، عادة ما تكون 3 أو 9 أشهر.

من هذين التعريفين يتضح أن هناك نوعين أساسيين من اختيارات الشراء *Call Option*، الأول: يمكن تنفيذه، أي إمكانية شراء الأوراق المالية أو السلع المتفق عليها في أي لحظة يشاء المشتري، حتى وإن كانت قبل تاريخ الاستحقاق، يعرف هذا النوع في الأدبيات المالية بالاختيار الأمريكي *American Option*.

أما الثاني: فلا يمكن تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لذلك و المتفق عليه بين الطرفين، أي تاريخ استحقاق الاختيار. و عليه لا يمكن لمشتري هذا النوع من الاختيار شراء القيم المنقولة أو السلع محل الاختيار إلا في فترة محددة مسبقا و هذا ما يعرف بالاختيار الأوروبي *European Option*.

من الطبيعي أن يكون النوع الأول (الاختيار الأمريكي) أكثر مرونة من النوع الثاني لأنه يوفر لحامله إمكانية تنفيذه في أي وقت يشاء و بذلك فإن المكافأة الخاصة به تكون أعلى من تلك الخاصة بالاختيار الأوروبي.

يعرف السعر المتفق عليه بين المتعاقدين بسعر التنفيذ *Striking price or Exercise price* و هو السعر الذي تتم به الصفقة الخاصة بالأوراق المالية أو السلع التي قام عليها الاختيار، من المنطقي أن يكون هذا السعر في معظم الأحيان مخالفا للسعر السائد في السوق و التغير في السعر هو المحفز الأساسي للمتعاملين في سوق الاختيارات.

❖ فإذا كان :

↩️ سعر التنفيذ \approx من السعر السائد	اختيار الشراء في وضعية من النقود <i>At the money</i>
↩️ سعر التنفيذ $>$ السعر السائد <i>Stop price</i>	اختيار الشراء في وضعية داخل النقود <i>In the money</i>
↩️ سعر التنفيذ $<$ السعر السائد في السوق	الاختيار خارج النقود <i>Out of the money</i>

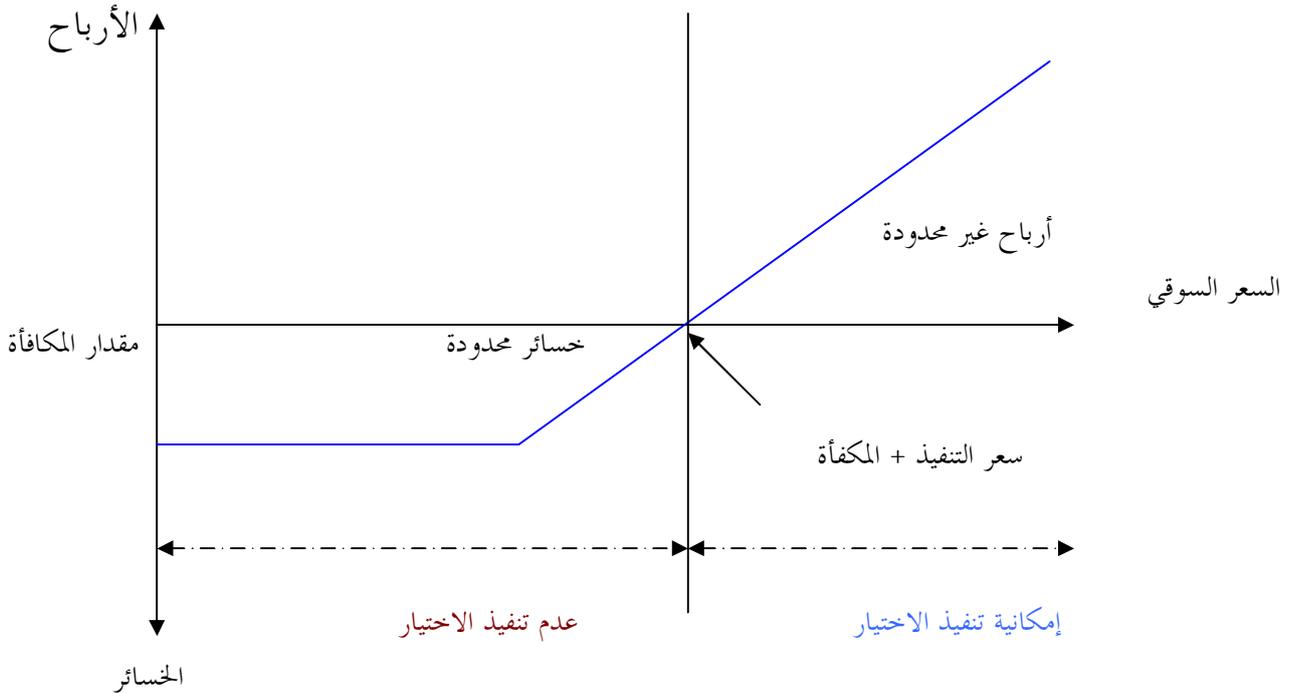
❖ فمشتري الخيار يتوقع ارتفاع سعرها في المستقبل و لهذا يلجأ إلى شراء حق الحصول عليها خلال مدة معينة بسعر متفق عليه الآن مقابل هذا الامتياز، يدفع مشتري الاختيار لبائعه مكافأة أو علاوة *Premium* تعرف بسعر الاختيار *Option price* و هي غير قابلة للاسترداد.

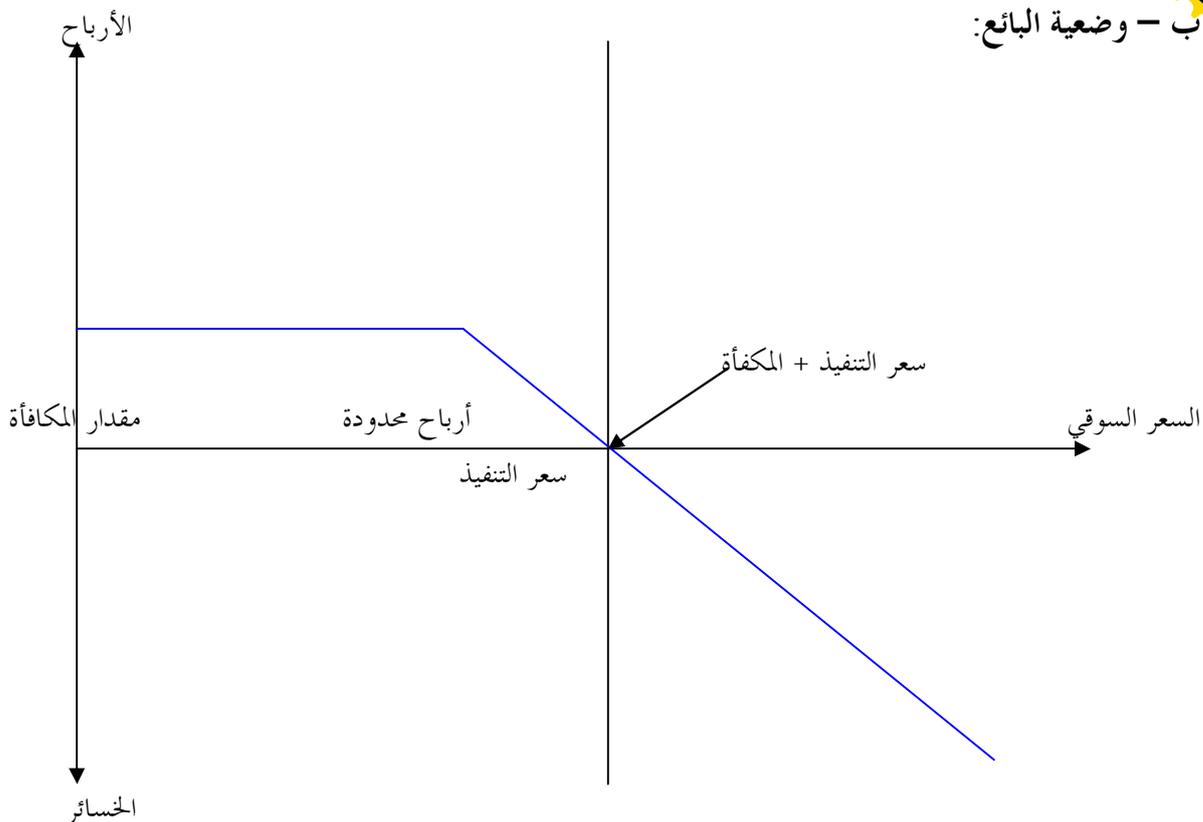
ملاحظة :

- ✓ إن العقود التي تتم على الاختيارات عادة ما تتم بمعدل 100 سهم لكل عقد.
- ✓ إن خسائر المشتري محدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها عند الشراء، أما أرباحه فهي غير محدودة و تزداد كلما ارتفع السعر السوقي للورقة المالية.

أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار الشراء *Call Option*

أ- وضعية المشتري:



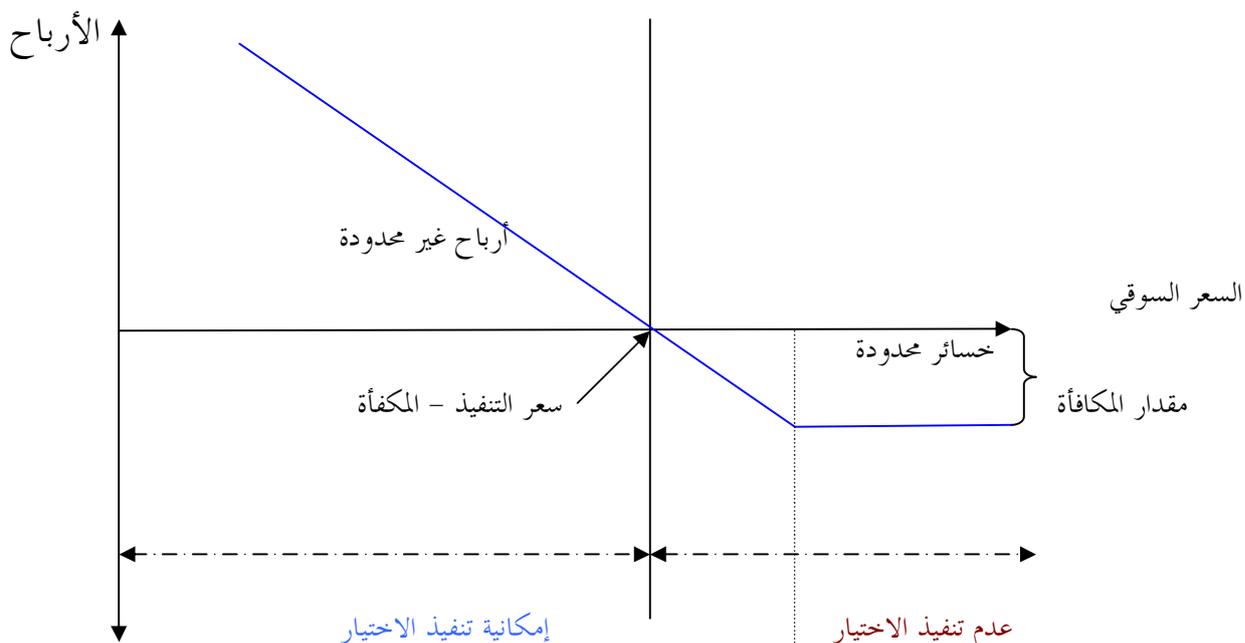


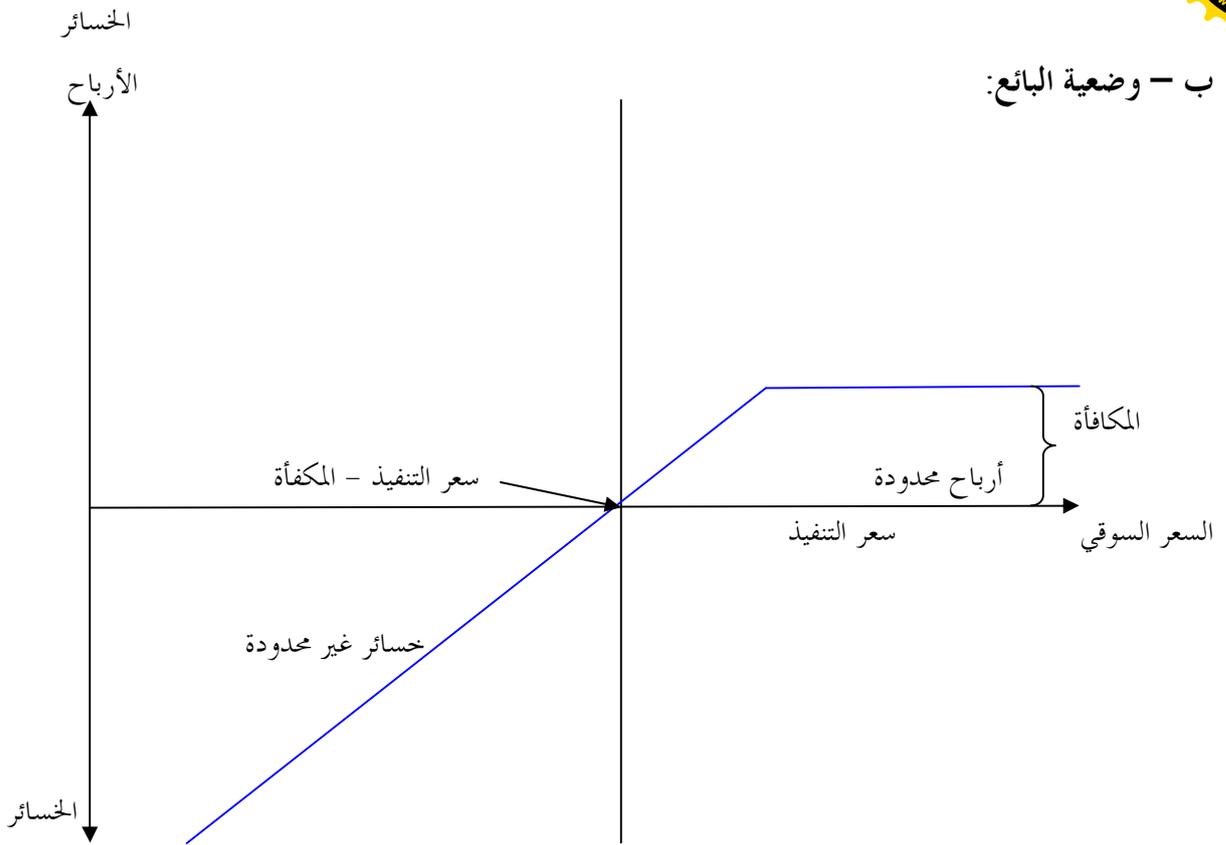
2-2 - اختيار البيع Put Option

لقد عرف خيار البيع بأنه العقد الذي يعطي الحق لحامله و لا يلزمه ببيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا.

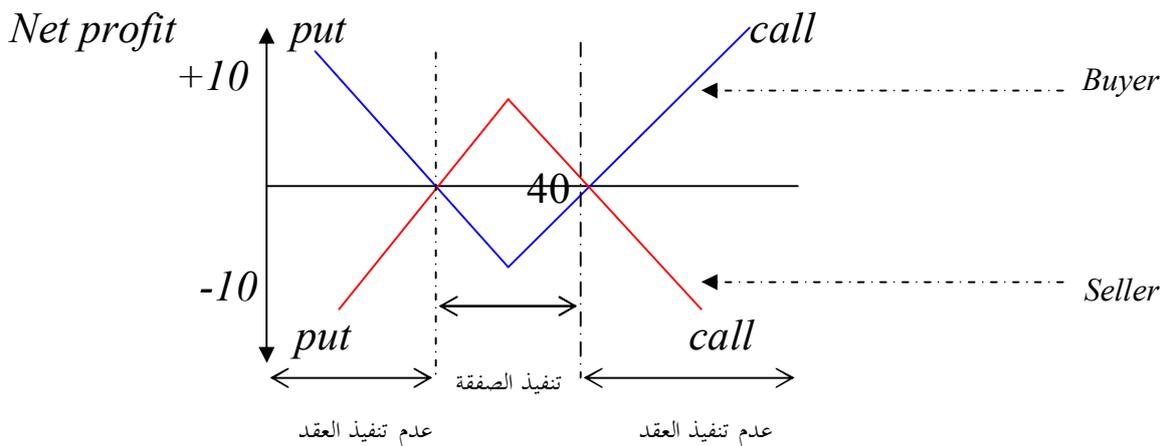
أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار البيع Put Option

أ- وضعية المشتري :





2-3- الاختيار المزدوج Double Option⁹² : هو عقد يجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا و إذا انخفضت كان بائعا، و مع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار المزدوج فإنه يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء، و يمكن توضيح هذا العقد من خلال الرسم البياني التالي⁹³ :



لنفترض أن مستثمرا قام بشراء عقد خيار مزدوج لأسهم شركة أمريكية، و بفرض أن سعر التعادل **Striking price** لكلا العقدين هو 40 دولار أمريكي و أن ثمن شراء (المكافأة) عقد الخيار المزدوج هو 10 دولار أمريكي، و المشتري

⁹² - البائع لهذه الأدوات يراهن على استقرار الأسعار.

⁹³ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 175.

لحق الخيار يتوقع أن تتجه الأسعار بقوة نحو الارتفاع أو الانخفاض بينما البائع يأمل الثبات النسبي للأسعار القائمة أو تقلب محدود للغاية.

و مع هذا فان المشتري عقد الخيار المزدوج لن يتمكن من ممارسة العقد قبل بلوغ السعر لنقطة التعادل *Break even point* ونكون بصدد نقطة التعادل عندما تكون القيمة السوقية *Market value* للأصل محل التعاقد مساوية لسعر التعاقد مضافا إليه أو مطروحا منه ثمن شراء حق الخيار المزدوج *Straddle*.

و لما كان سعر التعاقد 40 دولار و كانت تكلفة شراء العقد هي 10 دولار فان نقطتي التعادل تحدث عند 30 و 50 دولار، و بالتالي سوف يكون بوسع مشتري الخيار المزدوج أن يمارس حقه بأن يكون شاريا عندما يصل السعر إلى 50 دولار أو إلى ما هو أعلى منه.

أو أن يمارس حقه كبائع عندما يصل السعر إلى 30 دولار أما هو أدنى منه، أما ما بين السعرين 30 و 50 لن يتمكن مشتري حق الخيار من تنفيذ العقد و سيتحمل الخسارة المتمثلة في ثمن الخيار مضافا إليه العمولة والضرائب و تمثل الخسارة في هذه الحالة قيمة استثماراته في عقد الخيار المزدوج.

3- العقود الآجلة و العقود المستقبلية :

على الرغم أنه جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة *Forward Contract* و العقود المستقبلية *Futures Contracts* على أنها شيان مختلفان إلا أنهما في الحقيقة و في الأصل شيء واحد فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحا عقود آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي يجري ترتيبها *Arrangement* من خلال السوق الغير رسمية (*OTC Market*) و تلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق الرسمية.

ففي السوق الغير رسمية يتم تفصيل *Tailoring* تلك العقود وفقا لتفضيلات *Preferences* و احتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها، و الأمر ليس كذلك في السوق الرسمية، فهي سوق منظمة *Organized Market* تحكمها اللوائح و القوانين و الأعراف و التقاليد، و عقودها جميعا نمطية *Standardized* و لا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق الغير رسمية.

و قد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله :

إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق المنظمة يطلق عليها العقود المستقبلية.

Forward-type contracts traded on organized market are called Futures

و إلى نفس المعنى ذهب « CHANCE » مؤكدا أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة، و شروطها نمطية و يتم التعامل عليها في الأسواق الرسمية.

3-1- أهم وجوه الاختلاف بين العقود الآجلة و المستقبلية:

① - بينما يجري التعامل على العقود الآجلة *Forward contracts* في السوق الغير رسمية (*O.T.C*) - *Over -The-* *counter market* فانه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

② - العقود المستقبلية جميعها نمطية *Standardized* في بنودها و شروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة و تفضيلات المتعاقدين، من حيث حجم العقد *Size* و مدته *Expiration* و صفاته أو جودته *quality*.

- 3- العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقا لحركة و اتجاهات الأسعار و مع التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة *Clearing house* يوميا، بمعنى أن مركز كل من المتعاقدين يتم تقويمه *Valuating* و تحديد الفروق بين سعر التسوية الحالي و الذي يمثل متوسط أسعار اليوم و سعر التسوية لليوم السابق، فإذا ما كان الفرق ايجابيا أضيف مقدار الزيادة إلى حساب التأمين *Margin account* . بمن يحتفظ بمركز طويل *Long position* (المشتري) و المودع لدى غرفة المقاصة *Clearing house* خصما من حساب المتعاقد المتحفظ بمركز قصير (البائع).
- 4- في العقود المستقبلية يتم إيداع تأمين ابتدائي *Initial Margin* لدى غرفة المقاصة *clearing house* و التي تقوم بدورها كوسيط و ضامن *Guarantor* لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود.
- 5- خلافا للعقود الآجلة *Forward contracts* فان العقود المستقبلية *Future Contracts* غير ملزمة، لكن أغلب الكتاب متفقون على أن كلا من العقود الآجلة و المستقبلية ملزمة *Binding*. و بذلك يلتزم البائع بتسليم العقود عليه للمشتري و إلزام الشاري بسداد الثمن مقابل الأصل محل التعاقد.

3-2- تعريف العقدين : من خلال ما تقدم يمكن تعريف العقد الآجل و المستقبلي كما يلي :

- 1- تعريف العقد الآجل : هو عقد ثنائي مؤجل، يتم تنفيذه في السوق الغير منظمة، و الذي يقتضي بتسليم كمية معين من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل و لا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان.
- 2- تعريف العقد المستقبلي : العقد المستقبلي يتم الترتيب له من خلال السوق المنظمة و هو اتفاق بين المشتري و البائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق مع إخضاعه للتسويات اليومية.
- و يستفاد مما تقدم أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقد عند سوندرز هي :
- ✓ أن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية أي البورصة.
 - ✓ أن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية العقد و إنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار.
 - ✓ أن العقود المستقبلية تتطلب وديعة لدى شركة المقاصة كتأمين أو ضمان *Margin deposit* بنسبة تتراوح ما بين 5% و 10%.

4- المبادلات

رغم أن المبادلات من العقود الآجلة *forward contracts* إلا أنه لم يجر تصنيفها كذلك على أساس أنها من غير جنسها، و لما لها من خصوصية تنفرد بها عن سائر العقود، و على النقيض من ذلك فرغم أن المبادلات ليست من عقود المشتقات المالية إلا أنه تم تصنيفها في كثير من الأسفار العلمية المتخصصة على اعتبار أنها جزء منها.

4-1- مفهوم المبادلات :

عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقد بين طرفين على تبادل التدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق. و يعرفها صاحب موسوعة المشتقات بأنها عقد يتفق من خلاله طرفان على تبادل التدفقات النقدية.

A swap is a contract in which two parties agree to exchange cash flows.

بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء كانت بقصد التحوط أو لأسباب مضاربية.

A swap involves an exchange of payments between two counterparts that transforms one of risk into another, whether for hedging or speculative reasons.

و على خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية *Bilateral agreement* لا يجري التعامل عليها في البورصات و إنما يجري التعامل عليها في الأسواق الغير منظمة، لذلك لم يكن مستغرباً أن تكون هذه العقود غير متجانسة تماماً و أنها أدنى نمطية *less standardized* لأن هذه العقود هي المحصلة النهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف، و تتحدد الشروط في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف.

4-2- أسباب استخدام المبادلات: *why swaps are used*

الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة و تلك الثابتة لمنشأتين أو ما يسمى *QUS* أي

Quality spread

أنها أداة لإدارة المخاطر و التحوط *Hedging and risk Management*

أنها منخفضة التكلفة *Low transaction costs*

أنها تتمتع بمرونة مالية عالية *high financial flexibility*

فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فهذه المنشآت تستطيع أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعياً، و إذا ما شعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

و رغم أن سوق المبادلات قد بدأ عام 1981 فقط إنه بلغ عشرات التريليونات من الدولارات الأمريكية مع منتصف التسعينات و نحو 48 تريليون عام 2000.

4-3- مبادلات العملة : *currency swaps*

من الأمور الشائعة أن تقترض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها مثل هذه المنشآت تتوجه إلى أحد المشتغلين بالتجارة في المبادلات *swap dealer* و الذي يوفق بين تلك المنشأة و منشأة أخرى تحتفظ بمركز عكسي *holding the opposite position* و يقوم بإعداد الترتيبات اللازمة لتبادل المنشأتين للتدفقات النقدية *cash flows* و ليس من المتصور دائماً أن تتوافق احتياجات منشأة ما مع احتياجات منشأة أخرى و في هذه الحالة فإنه يحاول التوفيق مع منشأة أخرى فإذا لم يجد فإنه قد يقبل أن يقوم هو بدور المنشأة الأخرى على أن يقوم بمحاولة تغطية المخاطرة في سوق آخر.

و الآن لنصور كيف يتم ميكانيزم المبادلات *swaps mechanism*.

نفترض أن شركة قررت بالفعل إصدار سندات قيمتها 2.8 مليون فرنك سويسري بسعر فائدة 7.5 % و لكنها في الحقيقة بحاجة إلى قيمتها المعادلة بالدولار الأمريكي أي 2 مليون دولار أمريكي لشراء مواد خام من الولايات المتحدة

الأمريكية. وإذا قامت هذه الشركة باقتراض هذا المبلغ من سوق الدولار الأمريكي سوف تتحمل فائدة قدرها 9.75 %.

و لو افترضنا أن شركة **Southern Technology** الأمريكية ذات الشهرة الواسعة في الولايات المتحدة الأمريكية تخطط على جانب آخر لإصدار سندات بقيمة 2 مليون دولار أمريكي بسعر فائدة قدره 10 % في الولايات المتحدة، ولكنها في حقيقة الأمر في حاجة إلى ما قيمته 2.8 مليون فرنك سويسري لشراء بعض المستلزمات السلعية من سويسرا، إلا أنها إذا ما اقترضت الأموال من سوق الفرنك السويسري فسوف تتحمل فائدة تقدر بـ 8 % .

لذا فإن من مصلحة الشركتين أن تتوجها إلى تاجر المبادلات *the swap dealer* في مستهل هذه العملية ستقوم شركة **Alpine** السويسرية بإصدار السندات و تحصل على 2.8 مليون فرنك سويسري من المكتتبين **Bond-Holders** ، وفي خطوة ثانية تقوم بدفع هذا المبلغ إلى تاجر المبادلات و الذي بدوره يقوم بتحويل هذا المبلغ إلى الشركة الأمريكية.

ومن الجانب الآخر تقوم الشركة الأمريكية بإصدار سندات في الولايات المتحدة الأمريكية و تحصل في مقابلها من المكتتبين على ما قيمته 2 مليون دولار أمريكي ثم تقوم بتسليم هذا المبلغ إلى تاجر المبادلات ليقوم بتحويله إلى الشركة السويسرية **Alpine** .

المحصلة الأولى هي حصول الشركة السويسرية على 2 مليون دولار أمريكي يمثل احتياجاتها الفعلية، و حصول الشركة الأمريكية على 2.8 مليون فرنك سويسري.

وفي بداية المرحلة الثانية تنشأ التزامات أخرى تتمثل في الفائدة التي تلتزم كلتا الشركتين بدفعها إلى حاملي السندات في البلدين مع حلول مواعيد الاستحقاق كل عام.

يقوم **Dealer** بالترتيب لقيام الشركة السويسرية بدفع فائدة على مقدار القرض المصدر في الولايات المتحدة بمقدار 2 مليون دولار و بسعر 9.75 % ، و بإعداد الترتيبات للشركة الأمريكية لدفع فائدة القرض المصدر في سويسرا بمقدار 2.8 مليون فرنك سويسري بسعر 7.5 %

ووفقا لما تقدم تقوم الشركة السويسرية بدفع 195 ألف دولار أمريكي إلى تاجر المبادلات أي $2 \text{ مليون} * 0.0975 = 195 \text{ ألف دولار أمريكي}$.

و على الرغم أن ما تم دفعه من قبل الشركة هو 195 ألف دولار أمريكي فقط إلا أن تاجر المبادلات يقوم بدفع 200 ألف دولار أمريكي للشركة الأمريكية تعادل قيمة المبلغ المتعين سداده لحملة السندات في الولايات المتحدة بسعر 10 % من قيمة القرض.

الشركة الأمريكية تقوم بدورها بدفع مبلغ 224 ألف فرنك سويسري إلى تاجر المبادلات أي $0.08 * 2800000 = 224000 \text{ فرنك سويسري}$ و الذي يقوم بدوره بدفع 210 ألف فرنك سويسري إلى الشركة السويسرية و يمثل قيمة الفائدة لمستحقة على الشركة لحملة السندات على أساس سعر فائدة 7.5 % .

سوف يستدعي انتباهنا هنا أن تاجر المبادلات قد تحصل من الشركة السويسرية على 195000 دولار أمريكي بينما سدد للشركة الأمريكية 200000 دولار أمريكي، و هو ما يعني تحمله خسارة قدرها 5000 دولار، إلا أنه على

الجانبا الأخر تسلم من الشركة الأمريكية 224000 فرنك و تدفع منها للشركة السويسرية مبلغ 210000 فرنك فقط محققا بذلك ربحا قدره 14000 فرنك سويسري، إلا أنه يتعرض أيضا لمخاطر تقلب سعر الصرف عند تحويله لمبلغ 14000 فرنك سويسري إلى دولارات.

و عند استحقاق السندات تقوم الشركة السويسرية بدفع 2 مليون دولار إلى تاجر المبادلات و الذي يقوم بدوره بتحويلها إلى الشركة الأمريكية بدفع 2.8 مليون فرنك سويسري إلى تاجر المبادلات و الذي يقوم بدوره بدفعها إلى الشركة السويسرية و التي تدفعها في النهاية إلى حملة السندات السويسرية.

4-4- المبادلات السلعية: « Commodity Swap »

المبادلة السلعية واحدة من منتجات السوق غير الرسمية والتي يجري تفصيلها وفقا لمتطلبات من يقوم بعملية التحوط ضد المخاطر.

ويغزى نمو أسواق المبادلات السلعية إلى القيود المفروضة على السوق الرسمية وعلى المتحوظين Hedgers والمضاربين Speculators والتي تنطوي على عملية تنميط غير مرنة للعقود التي يجري إنشاؤها في هذه الأسواق، وأغلب عقود المبادلات تتعلق بزيوت البترول، وعلى الرغم أن أغلب السلع يتم تسعيرها بالدولار الأمريكي فإن المبادلات السلعية يمكن أن تتاح بعملات أخرى⁹⁴.

وحتى يمكن الوقوف على الكيفية التي تتم بها عمليات المبادلات السلعية وم الذي يستفيد منها، نفترض أن لدينا شركتين، الشركة X كشركة منتجة للبترول والتي تنتج 250 ألف برميل يوميا، وبسبب إرتفاع تكاليف الإنتاج، فإن الشركة X في حاجة إلى من يضمن لها عن مالا يقل عن متوسط سعر البرميل من زيت البترول عن 18.5\$. وعلى جانب آخر فإن الشركة Y تستخدم متوسطا شهريا من الزيت الخام Crude oil في عمليات إنتاج البتروكيماويات Petrochemicals وبسبب طبيعة المنافسة في هذا المجال والمرونة العالية للطلب على منتجاتها، فإن الشركة قد تتعرض للتوقف عن نشاطها إذا ما أرتفع سعر البرميل فوق 19.5\$ خلال السنوات الثلاث المقبلة. ومن الطبيعي والأمر كذلك أن تتوجس كلتا الشركتين خيفة من تقلب الأسعار وإن تباينت التوجهات وتعارضت المصالح، فما كان من ارتفاع في صالح الشركة المنتجة كان بالضرورة إضرارا بالشركة المستخدمة.

لا تجد الشركتان والأمر كذلك أفضل من إنشاء عقد مبادلة لزيت البترول 'Oil Swap' لمدة ثلاثة سنوات مع تسوية شهرية ومقدار متفق عليه وهو 250 ألف برميل، ولنفتراض حينئذ أن الشركتين قد وافقتا على إجراء مبادلة بينهما من خلال Swap Dealer وسيط للمبادلات وعلى أن تتحدد قيمة المؤشر كمتوسط لأسعار التسويات اليومية للعقود المستقبلية للزيت الخام ببورصة نيويورك للتجارة New York Mercantile Exchange أما شركة إنتاج البترول X فقد حددت سعر مبيعها من الزيت بـ 19 \$ للبرميل بينما الشركة y حددت سعر شرائها بـ 19.10 \$ للبرميل⁹⁵.

94 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 257.

95 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 258.

فما هي نتائج المبادلة : حال ارتفاع أو انخفاض سعر التسوية المستقبلية لزيت البترول إذا كان سعر التسوية للزيت هو \$20.15، في هذه الحالة فإن الشركة X ستقوم بدفع الفرق بين السعر الذي حددته للبيع وسعر التسوية لكل برميل لوسيط المبادلة وذلك على الوجه التالي :

$$\$287500 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$19 - \$20.15)$$

بينما الشركة Y ستقوم بقبض الفرق بين السعر الذي حددته للشراء وسعر التسوية لكل برميل لوسيط المبادلة.

$$\$262500 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$19.10 - \$20.15)$$

ولو إفتراضنا أن سعر التسوية هو \$18.40 في هذه الحالة فإن الشركة X ستقوم بقبض الفرق بين السعر الذي حددته للبيع وسعر التسوية وذلك على الوجه التالي :

$$\$150000 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$18.40 - \$19.00)$$

بينما الشركة Y ستقوم بدفع الفرق بين السعر الذي حددته لشراء البرميل وسعر التسوية إلى وسيط المبادلة على الوجه التالي :

$$\$175000 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$18.40 - \$19.10)$$

وهذا في حد ذاته يمثل خسارة هي تكلفة الفرصة المضافة فيما لو حصل على زيت البترول بسعر \$18.40 للبرميل الواحد، للمزيد من التوضيح نتعرض لمثال آخر :

✍️ بفرض أن سعر التسوية للبرميل أنخفض إلى \$15.00 فما تأثير ذلك على سائر الأطراف؟

✖️ ستقوم الشركة X في هذه الحالة بقبض الفرق بين السعر الذي حددته للبيع وسعر التسوية من الوسيط وذلك على الوجه التالي :

$$\$1000000 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$15.00 - \$19.00)$$

بينما ستقوم الشركة Y بدفع الفرق بين السعر الذي حددته لشراء البرميل وسعر التسوية إلى الوسيط على الوجه التالي :

$$\$1025000 = (250 \text{ ألف برميل}) \times (\$15.00 - \$19.10)$$

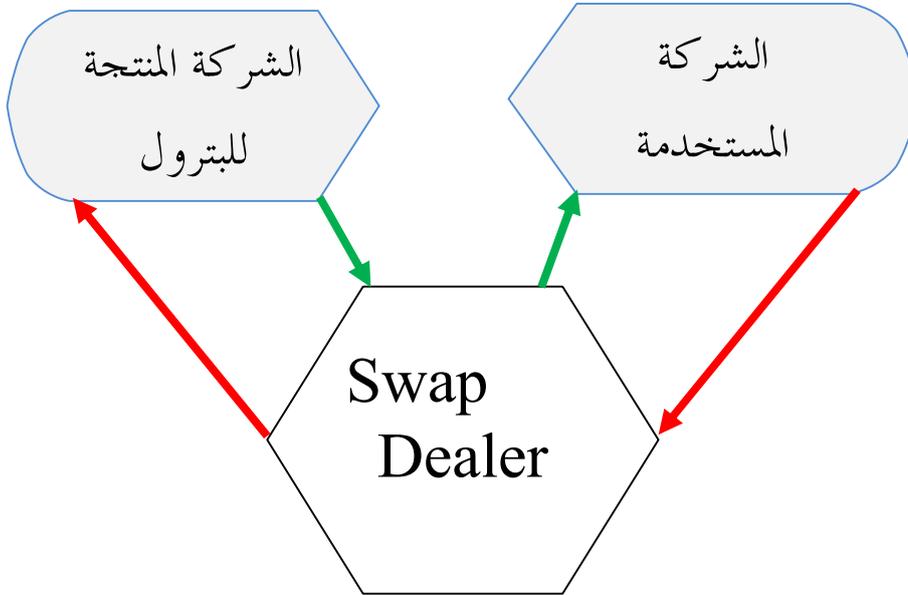
ونستخلص مما سبق أن الشركة Y انتقلت إليها المخاطرة التي كانت تتوجس منها خيفة الشركة X بالانخفاض، ولا يحتج علينا الغير بأن الشركة لم تخسر شيئاً حيث أنها ستحصل أيضاً على احتياجاتها بقيمة تقل عما حددته، تعادل ما دفعته للوسيط وهو مليون دولار، فإن ذلك مردود عليه بأنه إذا ما كانت الشركة قد أمنت نفسها بعدم ارتفاع السعر عن قدر معين إلا أنها تحملت في ذات الوقت مخاطر انخفاض السعر، بما يعني أنه تم نقل المخاطرة من الشركة المنتجة إلى الشركة المستخدمة، وربما كانت مضار إنخفاض السعر في هذه الحالة أفلح مما لو ارتفع السعر قليلاً كما حددته، خاصة وأن الشركة تحملت مليون دولار تمثل تكلفة الفرصة المضاعفة بفوات حصولها على احتياجاتها البترولية بما يقل بمليون دولار أمريكي كما تحمته الشركة حقيقية⁹⁶.

ولقد كان من الممكن أن تتعرض الشركة المنتجة التي كانت تخشى انخفاض الأسعار لنفس ما تعرضت له الشركة المستخدمة فيما لو ارتفع السعر إلى 23 دولار أمريكي، بينما لا يتغير موقف الوسيط فإنه سوف يحصد في جميع

⁹⁶ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 259.

الحالات وفي جميع الشهور 25 الف دولار تمثل الفرق بين سعري البيع والشراء المحددين من قبل الشركة المنتجة والشركة المستخدمة.

مبادلة سلعية لزيوت البترول Commodity Swap



خاتمة :

بعد حصول الشركة على مصادر التمويل فإنها تصدر مقابل ذلك أوراق مالية تختلف أنواعها على حسب أهداف الإصدار، فمنها ما يصدر لتمليك أشخاص لجزء من رأسمال الشركة ومنها ما يصدر من أجل الاستدانة، وهذه المنتجات كانت سببا في ظهور عقود أخرى تعتمد على الأوراق المالية الأصلية وأنشأت لها أسواق خاصة بها، أين يتم تسعيرها باللجوء إلى السماسرة واستخدام الشبكة العنكبوتية التي أصبحت قناة لتجميع أوامر العملاء و تسليمها للوكلاء الذين لهم الخبرة في التحليل و التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و مشتقاتها و يملكون المعلومات عليها سواء ما تعلق بالإقتصاد ككل أو بالمحيط الذي تعمل فيه الشركة أو المعطيات الخاصة بالشركة من أجل إعطاء القيمة العادلة لهذه المنتجات، كما أن الوكلاء أصبحوا يقدمون القروض لعملائهم مقابل سعر فائدة لتسهيل عمليات التداول التي أصبحت تعتمد بشكل كبير على تطور مؤشر الأسعار سواء العام أو الخاص بقطاع معين وليس تطور الاستثمار الحقيقي وذلك طمعا في زيادة العائد مما أدى إلى زيادة المخاطر وظهور عمليات المضاربة والتحوط وكذا المقامرة التي أصبحت مصاحبة للمشتقات والابتكارات.

قائمة المراجع

- 1- الدكتور وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية- قضايا نقدية و مالية - الجزء الأول، دار المنهل اللبناني /مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى. 2003.
- 2- فهد عبد الله الحويماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006.
- 3- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى ، دار هومة الجزائر.
- 4- الدكتور جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار هومة،الجزائر 2002 .
- 5- جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الاول، مفاهيم أساسية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى . 2011
- 6- محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشديفات- الاستثمار في البورصة -دار حامد للنشر و التوزيع-الطبعة الأولى -عمان - 2006.
- 7- رحيم حسين، الإقتصاد المصرفي،الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة /الجزائر . 2008.
- 8- الدكتور و سام ملاك : البورصات و الأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية و مالية- الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني/ مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى 2003.
- 9- د.إبراهيم كراسنة : إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، يوليو 2005..
- 10- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر المعاصر، بيروت لبنان،الطبعة الأولى، . 2002.
- 11- منير إبراهيم هندي- أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-المكتب العربي الحديث -الإسكندرية- مصر، 2006 .
- 12- ارشد فواد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2010.
- 13- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل و إدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004.
- 14- محمود محمد الداغر: الأسواق المالية ، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى . 2005.
- 15- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و سوق رأس المال، منشأة المعارف - الإسكندرية، 1997.
- 16- ناظر محمد نوري الشمري و آخرون-أساسيات الاستثمار العيني و المالي -دار وائل للنشر-الطبعة الأولى -عمان-1999.
- 17- عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى . 2010.

- 18- محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 .
- 19- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر/ القاهرة، 2005.
- 20- محمود محمد الداغر: الأسواق المالية ، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2005.
- 21- جبار محفوظ : تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر.
- 22- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 23- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 24- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- 20- أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دار الثقافة للنشر/ الإسكندرية 2005.
- 25- رشيد بوكساني : محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها ، *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale N°04/2008.Ecole Supérieure de Commerce Alger.*
- 26- إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2000.
- 27- منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير - منشأة المعارف، الإسكندرية 1995.
- 28- جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ، جامعة سطيف ، العدد 03 ، 2004.
- 29- بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أمحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، دار الخلدونية / الجزائر.
- 30- جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر/المملكة العربية السعودية، الرياض، 1431هـ/2010م، الطبعة الإنجليزية *International Monetary And Financial Economics, Joseph P.Daniels and David D.Vanhoose*
- 31- حسن قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 2011/11.
- 32- محمد ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، رسالة ماجستير، دار ابن حزم- 2008.
- 33- أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الادارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الأول، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009.

- 34- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 2002
- 35 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية *Corporate Finance*. دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة 2010م، 1431 هـ، عمان / الأردن.
- 36 - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management* ، إثراء للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى. 2010.
- 37- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، جامعة عين شمس - الدار الجامعية /القاهرة 1998.
- 38- احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1415 هـ، 1995.
- 39- جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى. 2011.
- 40 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات-مصر 2005 .

1- John C.Hull, *Options, Futures, And Other Derivatives*, Pearson, Eighth Edition, 2012.

2- John Hul, *Options, Futures et autres actifs dérivés*, 8^e édition, PEARSON Education, 2011.

3- Jean-laurent Viviani, *Gestion de Portefeuille*, Edition : Dunod, Paris, 1997, P 238.

4- Roger Hardman, *Investor's Handbook. Stock and shares. A practical guide for the first-time investor*; 3rd edition 1987.