

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

محاضرات في تحليل الأسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر

تخصص: تجارة دولية

من إعداد:

الدكتورة بوشنين ليلى

الخبراء المقيمين للمطبوعة:

-الدكتورة بلميهوب أسماء

- الدكتور شنافة جهرة

تاريخ اعتماد المطبوعة:

هذه المطبوعة هي عبارة عن محاضرات في مقياس "تحليل الأسواق المالية"، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص تجارة دولية، ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، وشاملة لمختلف محاور عرض التكوين المعتمد من الوزارة الوصية.

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، وتعمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، وتهيئ الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأدوات المالية مما يساهم في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتعزيز أهداف السياسات المالية والنقدية، وهي بذلك تعد بمثابة مرآة عاكسة للأنظمة والسياسات الاقتصادية للدول.

ويعد الاستثمار في الأسواق المالية من عوامل التنمية والنقد والاقتصاديين نظراً لما ينتج عنه من عوائد مجزية، غير أن الاستثمار في الأسواق المالية محفوف بمخاطر عديدة يصعب تقديرها، فحركة الاسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المتعاملين في هذه الاسواق.

إن اتخاذ القرار الاستثماري الخاطئ تنتج عنه خسائر يؤدي تراكمها إلى الإفلاس، لذلك يلجأ المستثمرون إلى مناهج مختلفة من أجل محاولة التنبؤ بمستقبل حركة تحركات الأسعار في السوق. وهناك مدخلان أساسيان لتحليل الأسواق المالية هما: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

الأهداف التعليمية:

- بعد دراسة الطالب لمحتويات هذا المقياس سيتمكن من اكتساب مجموعة من المعارف والمهارات حول تقييم الأوراق المالية وتحليل الأسواق المالية باستخدام التحليل الأساسي والفني، وذلك من خلال:
- الإلمام بالمقاربات المفاهيمية حول السوق المالية، تقسيماتها وعملياتها؛
 - التعرف على خصائص المعلومات المالية ومصدرها، ومؤشرات السوق المالي كمصدر للمعلومات؛
 - التمكن من تحديد مستوى كفاءة الأسواق المالية؛
 - الإلمام بمختلف منتجات أدوات السوق المالية؛
 - تحليل تحركات الأسعار في الأسواق المالية باستخدام التحليل الأساسي والفني.

المكتسبات المعرفية القبلية:

ينبغي على الطالب أن يكون على دراية بمبادئ النظرية المالية والإحصاء.

محتوى المحاضرات:

- وقد تم تقسيم مضمون هذه المطبوعة إلى خمسة فصول، وذلك كما يلي:
- الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية؛
 - الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية؛
 - الفصل الثالث: منتجات السوق المالية؛
 - الفصل الرابع: التحليل الأساسي للأسواق المالية؛
 - الفصل الخامس: التحليل الفني للأسواق المالية.

قائمة الجداول والأشكال

أولاً- الجداول		
57	الفروق الموجودة بين الأسهم والسندات	1
63	أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	2
67	ملخص لخيارات الشراء وخيارات البيع	3
102	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	4
ثانياً- الأشكال		
6	تقسيمات الأسواق المالية	1
15	أهمية المعلومات	2
27	العلاقة بين الأشكال الثلاث لكفاءة السوق المالية	3
78	الإطار العام للتحليل الأساسي	4
80	منهج التحليل الأساسي	5
94	المضمون العام للتحليل الفني	6
95	الأعمدة البيانية	7
96	نموذج لشمعة يابانية	8
97	خريطة النقطة والشكل	9
98	المتوسط المتحرك	10
100	مستويات الدعم والمقاومة	11

الفصل الأول:

مدخل إلى الأسواق المالية

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

الأهداف البيداغوجية: بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

- التعرف على مفهوم السوق المالية وأهميتها ومختلف تقسيماتها؛
- الإلمام بالعمليات التي تتم على مستوى السوق المالية.

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، باعتبارها أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف القطاعات الاستثمارية والإنتاجية.

أولاً- مفهوم السوق المالية وأهميتها:

1- مفهوم السوق المالية:

تعرف السوق المالية بأنها: " المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين)، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطارها التنظيمي "الأصول المالية"¹. بمعنى أنها "مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي، أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج"². والسوق المالية هي: " شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها، مما يسمح بتحريك الادخار الفردي"³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن السوق المالية: هي سوق منظمة مستمرة، تعطي الفرصة لأصحاب الفائض المالي لتوظيف واستثمار مدخراتهم من أجل تحقيق عوائد أو أرباح، ولأصحاب العجز المالي لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم. والأداة المستعملة في ذلك هي الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات، والحديثة كالمشتقات والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات. تتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية، بوساطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالماسرة ووكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية تحت رقابة السلطات العمومية.

¹ - محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003، ص 127.

² - محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1998، ص 1.

³ - محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية - سطيف 2004، ص 602.

2- أهمية الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما وأساسيا في اقتصاديات الدول، وتظهر أهميتها الاقتصادية في أمور متعددة، نذكر منها¹:

أ- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:

تقوم السوق المالية بدور هام في تجميع المدخرات الوطنية وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية. فهي حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات الفائض المتمثلة في العائلات أو الأفراد وبعض المؤسسات المكلفة بوظيفة الادخار كالبنوك وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وغيرها، عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق المالية، ثم تحويل الادخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية، والتي عادة ما تتكون من المؤسسات وأصحاب المشاريع الذين يبحثون عن موارد مالية لتمويل مشاريعهم، عن طريق التخلي عن جزء من الملكية بإصدار أسهم، أو التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل بإصدار سندات. وكذلك الدولة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل العجز في الميزانية وذلك بإصدار سندات في السوق المالية.

وكما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتشريعية المحيطة بالأسواق المالية ملائمة، كلما كان تحفيز المدخرين على الادخار عن طريق السوق المالية أكبر. ولعل أهم ما يعزز ثقة المدخرين في هذه السوق هي المعلومات التي توفرها، سواء تلك المتعلقة بالشركات المصدرة للأوراق المالية محل التداول، أو تلك المتعلقة بوضعية السوق المالية والتي تقوم هذه الأخيرة بنشرها؛

ب- توفير السيولة:

يتمكن المستثمرون في السوق المالية حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت. حيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشرائها، باعتبار أن السوق المالية سوق مستمرة.

¹ العديد من المراجع منها:

- جبار محفوظ، "البورصة الخصوصية وتسيير المؤسسات العمومية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 105-119.

- ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 7.

- خيرى علي الجزيري، "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، مطابع الولاء الحديثة، مصر، 2000-2001، ص 21.

-Olivier Picon , "La Bourse", 14^{ème} édition, Delmas, France, 2000, p16-17 .

-Wanis Farag Abd El Aal, "Stock Exchange in Egypt, the Performance and Macroeconomics Determants of Stock Prices", new horizon, quarterly scientific journal, Menoufiya university, july,1998, p60-61.

وتوفير السيولة في السوق المالية يمكن من تقادي مخاطر تجميد المدخرات، عن طريق تسهيل عملية دوران رأس المال بتغيير الملاك أو المساهمين.

وتظهر هذه الأهمية جليا، عند مقارنة توظيف الأموال في السوق المالية وتوظيفها في أشكال أخرى من الاستثمار كالعقارات، فعملية تحويل هذه الأخيرة إلى سيولة نقدية يتطلب وقتا وإجراءات، قد تكون معقدة ومكلفة على عكس التوظيف في الأوراق المالية؛

ج- السوق مؤشر لتحديد الأسعار ومقياس الاقتصاد:

تعتبر السوق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها. حيث يؤدي التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة، المردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين وقدرة الإدارة على التسيير.

تؤثر التغيرات الحاصلة في السوق المالية على الاقتصاد الوطني، وبالمثل فالتغيرات التي تسجل في الاقتصاد تؤثر عليها، أي أن هناك تأثيرا متبادلا بين السوق المالية والاقتصاد. ومن الأسباب التي تحدث تغيرات في السوق المالية: الأحداث السياسية كالانتخابات، الاكتشافات للثروات الطبيعية كالبتترول و الذهب، الاختراعات في حقل الصناعة...

وبذلك تعتبر السوق المالية المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، مما يمكن القائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة اتخاذ الإجراءات المناسبة لمعالجة أي خلل؛

د- حماية المستثمر:

تقوم السوق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها، بتنظيم ومراقبة عملية الإصدار للأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. كما يمكن أن تقدم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات، لتحديد أفضل الأدوات لتمويل هذه الاحتياجات. إضافة إلى أن السوق المالية توفر تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، وبذلك فهي توفر للمستثمر فرصة الاختيار المناسب من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة. كما يمكن حماية المستثمر من خلال قدرة السوق المالية على المحافظة على الأسعار العادلة للأصول المتداولة، مما يسهم في عدالة توزيع الموارد وذلك عن طريق عملية الموازنة أو المراجحة (Arbitrage)، التي يقصد بها استغلال المستثمر لفارق السعر لورقة مالية معينة مقيدة في سوقين، فيشتري بالسعر المنخفض ويبيع بالسعر المرتفع، ويعاد التوازن في السعر بين السوقين نتيجة زيادة

العرض في السوق المالية ذو السعر المرتفع فتنخفض الأسعار، وزيادة الطلب في السوق المالية ذو السعر المنخفض مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبذلك يتحقق التوازن، إلا أن هذه العملية سرعان ما تنتهي لاكتشاف باقي المستثمرين هذا الفرق وفقا للمبدأ السلوكي وهو مبدأ من مبادئ النظرية المالية؛

هـ- تطوير التجمعات الصناعية:

إن ما يميز الشركات في الوقت الراهن، قيامها بعمليات وصفقات كبرى تؤدي إلى تكوين تجمعات صناعية ضخمة كانتقال الشركة بأكملها من مالك لمالك آخر، وذويان شركات في شركات أخرى، وظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة، وانتقال الشركات من بلد لبلد آخر، ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر. هذه الحركية المستمرة جعلت إمكانية تمويلها تتجاوز قدرات الفرد الواحد أو العائلة الواحدة. وهنا تظهر أهمية السوق المالية في توفير الحجم الهائل من رأس المال للنهوض بتلك الاستثمارات عن طريق تبادل الأوراق المالية لتلك الشركات.

خلاصة القول: أن السوق المالية، أصبحت ضرورة من ضروريات الحياة الاقتصادية لما لها من قدرة على تمويل وتنشيط الاقتصاد، إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.

ثانياً- تقسيمات السوق المالية

توجد العديد من التصنيفات للسوق المالية وفقا لأسس مختلفة ومعايير متباينة من تصنيف لآخر (الشكل 1).

1- التصنيف حسب الإصدار والتداول:

تقسم السوق المالية وفقا لهذا التصنيف إلى:

أ- السوق الأولية: (Primary Market) :

تسمى بسوق الإصدارات، يتم فيها بيع وشراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها، والتي تطرح لأول مرة للتداول من قبل الوحدات الاقتصادية، بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية¹.

وجدير بالذكر أن هناك نوعين من طرح الأوراق المالية في السوق الأولية، الأول طرح عام حيث يتم طرح الأوراق المالية للاكتتاب لجميع المستثمرين في السوق، والثاني هو اكتتاب خاص إذ تطرح الأوراق المالية لعدد محدد من المستثمرين.

¹- أحمد أبو الفتوح الناقه، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2003، ص 21.

الشكل رقم (01): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1،

2005، ص45.

والعمليات في هذه السوق تكون إما مباشرة، وتتم بقيام الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيعها مباشرة للجمهور، وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها، لأن البحث عن المشتري قد يطول. وإما غير مباشرة، فتتم عملية بيع الأوراق المالية إلى وسيط، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور، وعادة ما تكون التكاليف الخاصة بهذه العمليات أقل من الأولى¹.

وبإمكان المستثمرين الذين قاموا بشراء الأوراق المالية في السوق الأولية إعادة بيعها لمستثمرين آخرين، ويتم ذلك في السوق الثانوية.

ب - السوق الثانوية: (Secondary Market):

تسمى سوق التداول وأيضا البورصة، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية. وتوفر هذه السوق السيولة وفرصة تحقيق الأرباح للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليس من الجهة المصدرة لها².

ما يلاحظ حول السوقيين الأولية والثانوية هو وجود ارتباط وثيق بينهما، فلولا وجود السوق الأولية التي تتابع فيها الأوراق المالية لأول مرة لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية تلبية احتياجاتها التمويلية. كما أنه لولا وجود السوق الثانوية وسيرها الحسن لصعب تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها حتى تواريخ استحقاقها، ولصعب على المستثمرين إمكانية استرداد أموالهم بغرض توظيفها في أصول أكثر ربحية أو لغرض آخر. وتنقسم سوق التداول أو البورصة إلى³:

- السوق المنظمة (Organized Securities Exchanges):

تخضع البورصة أو السوق المنظمة للقوانين والقواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية، وتتميز هذه السوق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم الذي يدار من قبل لجنة البورصة (السوق) المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء والحكومة.

¹ - جبار محفوظ، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 63.

² - B. Belletante, "la Bourse, Temple de la Spéculation ou marché Financier ?" Hatier, Paris, 1986, p 124.

³ - هوشيار معروف كاكّا مولا، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، ص 58.

يتم في البورصة تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة، وهي الشركات التي تستوفي شروط الإدراج التي تضعها لجنة الأوراق المالية بالبورصة، والمتعلقة ب: أرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام، وعدد المساهمين وسمعة الشركة على مستوى الصناعة؛

- السوق غير المنظمة ("Over the Counter Market "OTC):

يطلق عليها اسم السوق الموازية وهي لا تخضع لقوانين السوق المنظمة، غير أنها لا تعتبر من الأسواق غير الشرعية بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة وخضوعها للرقابة الرسمية. تتداول فيها الأوراق المالية للشركات غير المسجلة بالبورصة لعدم استيفائها لشروط الإدراج، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض بين المستثمرين والمتاجرين بالأدوات المتداولة. وفي أغلب الأحيان لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء عمليات التداول.

تمتاز السوق غير المنظمة بمرونة عالية في التعامل، بحكم تحررها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة. فضلا عن استمرار العمل فيها بعد إغلاق البورصة والتسهيلات المتاحة فيها وقلّة تكاليفها، ويتم التعامل في هذه السوق من خلال شبكة اتصالات قوية¹. ونجد في السوق غير المنظمة²:

- السوق الثالثة (The third Market):

تتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة، ذلك أن أعضاء السوق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على الأوراق المالية المقيدة بها.

المستثمرون في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار، يلجأ لهذه السوق لتمتعها بخصم العمولة التي لا يمكن الحصول عليه في السوق المنظمة، والسبب في انخفاض العمولة يعود إلى كون السماسرة في هذه السوق لا يدفعون رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، وغير ملزمين بحد أدنى من العمولة، وتتميز معاملات هذا السوق بانخفاض التكلفة وسرعة التنفيذ؛

¹ عاطف وليم أنداروس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 9-10.

² منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 79.

- السوق الرابعة (The Fourth Market):

يتم التعامل في هذه السوق بين الشركات الاستثمارية الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون اللجوء إلى سماسرة، وتتميز هذه السوق بسرعة إتمام الصفقات وبتكلفة أقل ويتم التعامل من خلال شبكة الاتصالات.

2- التصنيف حسب آجال العمليات:

وفقا لهذا التصنيف تقسم الأسواق المالية إلى:

أ- الأسواق النقدية (Money Markets):

هي تلك الأسواق التي يتم الاستثمار فيها لآجال قصيرة والتي لا تتجاوز غالبا سنة واحدة، وجاءت تسمية هذه الأسواق بسبب سرعة وسهولة تحويل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة¹.

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، ومن أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق أدوات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، وأما أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك التجارية والبنوك المركزية².

وتتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها³:

- أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة، كما أن عدد المتعاملين فيها كبير جدا؛
- أسواق عميقة لوجود العديد من المستثمرين والبائعين بها؛
- أسواق سائلة لسرعة تحول أدواتها إلى سيولة.

إضافة إلى ذلك يعتبر الاستثمار في الأسواق النقدية أكثر أمانا، لتدني درجة المخاطرة التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها، أو التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، ويرجع تدني درجة المخاطرة النقدية والائتمانية لسببين:

- كون الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية من النوع قصير الأجل، فالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك أثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأدوات، مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة. وبذلك لا يتحمل المستثمر فيها خسائر كبيرة عند قيامه بخصمها قبل تاريخ الاستحقاق.

¹ هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص 69 .

² حسين بني هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، ص 15 .

³ هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص 69.

- الأوراق المالية المتداولة فيها تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية، لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا¹.

ب- أسواق رأس المال (Capital Markets):

سوق رأس المال هي سوق الأموال الطويلة الأجل، وهي الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل²، في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل أيضا. ومن الخصائص المميزة لسوق رأس المال، أنها أقل اتساعا من السوق النقدية لكنها أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة، هذا من جهة ومن جهة أخرى تتسم بالمخاطرة لطول آجالها³.

3- التصنيف حسب آجال تنفيذ العمليات:

تنقسم الأسواق المالية حسب آجال تنفيذ الصفقات إلى:

أ- أسواق حاضرة (فورية) (Spot Markets):

هي الأسواق التي تتداول فيها الأدوات المالية المختلفة وتعد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري. تسود الأسواق الحاضرة تبادلات متباينة من حيث الزمن والأصول، فمنها طويلة الأجل تتعلق بالأسهم والسندات، ومنها تبادلات قصيرة الأجل كأذونات الخزينة والقبولات المصرفية⁴.

ب- أسواق آجلة (مستقبلية) (Futures Market):

تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات، أدوات نقدية، عملات، ...)، وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحالية، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق⁵.

ثالثا - عمليات السوق المالية

تعد في السوق المالية العديد من العمليات التي تسهل للمتعاملين فيها الاستثمار بمختلف الأوراق المالية وتزيد من سيولة الموجودات المالية. فهناك:

¹ - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 3 ط، 2004، ص 197.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 1 ط، 2004، ص 120.

³ - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 15.

⁴ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 64.

⁵ - عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1 ط، 2001، ص 49.

1- العمليات العاجلة (الفورية):

تتم هذه العمليات في الأسواق الفورية، وهي عمليات تنصب على التعامل نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية محل التعامل، تنفذ بعد فترة قصيرة قد تكون أيام أو أسابيع أو شهر كحد أعلى، وعلى العموم فشرط هذه العمليات تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني¹؛

2- العمليات الآجلة:

تعقد هذه العمليات في السوق الآجلة أو المستقبلية، وهي عمليات يكون فيها تسليم الأوراق المالية والوفاء بالثمن مؤجلين إلى وقت محدد يسمى يوم التصفية "Jour de Liquidation". وتلجأ السلطات العامة في معظم الدول إلى تنظم العمليات الآجلة من أجل حماية مصلحة المتعاقدين لما تتضمنه من مخاطر كبيرة، ويتعلق هذا التنظيم بتحديد مقدار الأوراق المالية ونوعها وتاريخ الوفاء، كما تقتضي قوانين الأسواق المالية ألا يكون ميعاد الوفاء بعيدا حتى لا يتعرض المتعاملون لخطر تقلب الأسعار²؛

3- التداول بالهامش:

يتمثل التداول بالهامش في تمويل جزء من صفقة الشراء نقدا والجزء الباقي من الصفقة يمول بقرض من الوسيط، يدفع عنه المستثمر فوائد بموجب اتفاق بينهما، ويحق للوسيط تقديم الأوراق المالية محل الصفقة للبنوك كضمان للحصول على قروض منها³. وبصفة عامة فإن الشراء بالهامش يحدث عادة عندما يعتقد المستثمر أن سعر الورقة المالية منخفض ويتوقع ارتفاعه في الآجل القريبة؛

4- البيع على المكشوف (البيع القصير):

يقصد بالبيع على المكشوف بيع أوراق مالية (في الغالب أسهم عادية) لا يمتلكها البائع في لحظة البيع، على أن يكون التسليم في تاريخ معين في المستقبل القريب الذي لا يتعدى الأيام أو الأسابيع وحتى الساعات. قد يشتري البائع الورقة المالية عند حلول الأجل من السوق أو يقترضها من الوسطاء الآخرين لتسلم إلى المشتري، ويبقى ملزما تجاه الوسيط المقرض للورقة المالية بإعادتها في وقت متفق عليه، على أن يضع البائع ما يقابلها نقدا لدى المقرض كضمان⁴. وعموما يلجأ إلى البيع على المكشوف إذا اعتقد المستثمر أن السعر الحالي مرتفع للغاية وأنه سينخفض في المستقبل؛

5- عمليات أخرى:

¹ -أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 177.

² -سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية القاهرة، 2001، ص 437.

³ -عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 51.

⁴ -أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 182.

هناك العديد من العمليات الأخرى التي يقوم بها المتدخلون في السوق المالية نذكر منها:

أ- المراجعة:

المراجعة (Arbitrage) هي الآلية (الميكانيزم) التي تحقق التوازن بين العائد والمخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار. وهي اكتشاف فرصتين أو سوقين للاستثمار، تكون نفس الورقة المالية في إحداها مقيمة بسعر وفي الأخرى مقيمة بسعر آخر. وبعملية المراجعة يقوم المستثمر بالشراء من السوق التي يكون فيها سعر الورقة المالية منخفضاً، ويبيع في السوق الأخرى بسعر مرتفع، غير أن هذه العملية سرعان ما تنتهي لأن باقي المستثمرين سينتبهون لذلك، الأمر الذي يؤدي إلى توازن الأسعار¹؛

ب- العروض العامة للشراء والتبادل والبيع:

هي عمليات مالية قديمة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وتطورت في فرنسا. والعرض العام هو عملية تقضي بأن تعلن شركة ما مباشرة للجمهور عن نيتها في الإستيلاء على شركة أخرى بالشراء (العروض العامة للشراء Offre Publique d'Achat-OPA) بسعر عادة ما يفوق السعر السائد في السوق، وذلك خلال فترة زمنية محددة، أو بالتبادل (العروض العامة للتبادل Offre Publique d'échange-OPE)². أما العرض العام للبيع فهو عملية مالية بموجبها يتخلى مساهم في شركة ما مدرجة في البورصة عن عدد معين من الأسهم للجمهور، بما في ذلك الشركات الراغبة في الاستثمار بالأوراق المالية.

¹-Douglas. Emery, Jonn D. Finnerty, "Principles of Finance with corporate Applications", west publishing company, USA, 1991, p 102.

²-Pqul-Jacques le hmann, "Bourse et marchés Financiers", 2^e édition, Dunod, Paris, France, p 78-77.

الفصل الثاني:

كفاءة الأسواق المالية

الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية

الأهداف البيداغوجية: بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

- التعرف على أهمية المعلومات المالية الواردة للسوق وتأثيرها في أسعار الأوراق المالية؛
- الإلمام بمفهوم كفاءة السوق المالية ومختلف مستوياتها.

تمهيد:

ترتكز القرارات الاستثمارية لدى المتعاملين في السوق المالية على التنبآت المستقبلية بشأن أحوال السوق وأوضاع الأوراق المالية، وهذه التنبآت تعتمد بشكل أساسي على المعلومات سواء التاريخية أو الحالية التي ترد إلى المتعاملين، وعلى أساسها يمكن التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية. لذلك تعتبر المعلومة بمثابة المادة الأولية في الأسواق المالية، والمحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، وتمثل المرتكز لنظرية كفاءة الأسواق المالية.

أولاً- المعلومات في السوق المالية

1- مفهوم المعلومات المالية وأهميتها

تعرف المعلومات المتعلقة بعمليات السوق المالية بأنها¹: بيانات محددة عن الأوراق المالية محل التداول في السوق المالية وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق، شرط أن تكون هذه البيانات ذات أثر فعال في اتخاذ القرار الاستثماري بشأن التعامل مع هذه الأوراق وبأسعار محددة.

وتعرف أيضا بأنها²: عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد (المستثمرين والمتعاملين في السوق المالية) الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية.

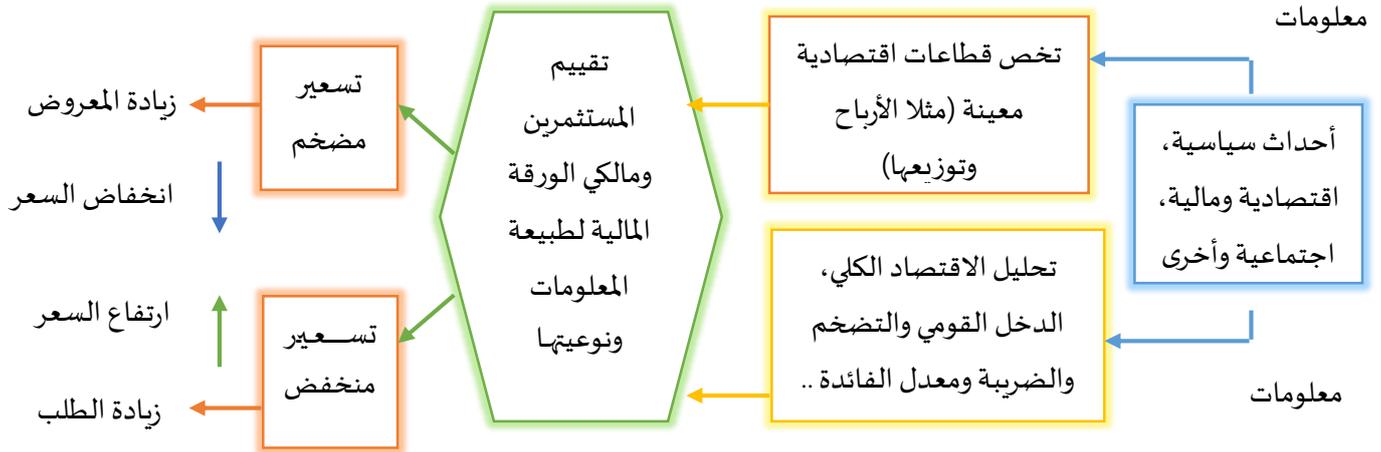
من خلال هذين التعريفين يتضح أن المعلومات في السوق المالية تتعلق بالأوراق المالية أو الشركة المصدرة لها (قراراتها الإدارية، نشاطها، الأرباح، الاحتياط، الاستراتيجيات المستقبلية،... إلخ) وبأحوال السوق (سعر الصرف، التضخم، الحاجة لرأس المال، السيولة، سعر الفائدة،...) التي تتداول فيه، وهذه المعلومات تؤثر في سعر تلك الأوراق وبالتالي في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

¹ نصر علي أحمد طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص 149 .

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 132 .

إن توفر المعلومات المتعلقة بظروف السوق المالية كما ونوعا والمتاحة لعموم المستثمرين، يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية ويوجههم نحو اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. والشكل التالي يوضح أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية.

الشكل رقم (02): أهمية المعلومات



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص 133.

من خلال الشكل يتضح أن توفر المعلومات لدى المتعامل عن ظروف السوق المالية والوضعية العامة للاقتصاد، يسهم في توقع مستقبل الاستثمارات وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري الأفضل. وعلى أساس تحليل وتقييم المتعاملين في السوق المالية للمعلومات، يؤدي تفاعل المستثمرين بشأن مستقبل الاستثمارات والشركة المصدرة للورقة المالية إلى زيادة الطلب وارتفاع السعر، لأن نظرة المستثمرين في هذه الحالة للأسعار المطروحة في السوق تعتبر منخفضة، أما إذا تشاءم المتعاملون في السوق بشأن مستقبل الاستثمارات فإنه يزداد تخلصهم من الأوراق المالية تجنباً للخسارة فيزيد المعروض وتنخفض الأسعار.

2- خصائص المعلومات المالية:

تتمثل الخصائص الأساسية للمعلومات المالية فيما يلي:

أ- التوقيت الملائم:

أي إتاحة المعلومات لمستخدمها عند الحاجة إليها لتمكينهم من اتخاذ القرارات المناسبة، حيث أن المعلومات تفقد من منفعتها إذا لم تكن متاحة عند الحاجة إلى استخدامها؛

ب- الملائمة:

تساعد المعلومات الملائمة متخذي القرارات على التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل وكذا تأكيد أو تصحيح التنبؤات السابقة. فالمعلومات الملائمة هي التي تؤثر على سلوك متخذ القرار وتجعله يعطي قرارا يختلف عن ذلك القرار الذي يمكن اتخاذه في حالة غياب تلك المعلومات؛

ج- الدقة:

يعني أن تكون المعلومات صحيحة خالية من أي خطأ وعلى درجة كبيرة من الدقة حيث يمكن الاعتماد عليها في تقدير الاحتمالات؛

د- إمكانية التعبير الكمي:

أي إمكانية التعبير عن المعلومات بالأرقام والنماذج الكمية؛

هـ- الوضوح:

يجب أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة خالية من الغموض ومنسقة فيما بينها دون تعارض أو تناقض، ويكون عرضها بالشكل المناسب لاحتياجات المستفيدين، فالمعلومات الغامضة غير المفهومة لن تكون لها أي قيمة حتى ولو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب لمتخذ القرار؛

و- إمكانية الحصول عليها:

أي درجة اليسر والسرعة في الحصول على المعلومات اللازمة؛

ي- حيادية المعلومات (الخلو من التحيز):

تشير هذه الخاصية إلى غياب القصد في تحريف أو تغيير المعلومات لأغراض شخصية تهدف إلى التأثير على المستخدم للوصول إلى نتائج معينة؛

ز- المرونة:

بمعنى ضرورة قابلية المعلومات على التغير والتكيف التلقائي مع مختلف الاستخدامات، وهنا تعم فائدة المعلومة عدة مستخدمين حيث يفسرها كل مستخدم وفق حاجاته ومتطلباته؛

ك- الشمولية:

بمعنى أن تغطي المعلومات المقدمة كافة جوانب اهتمامات مستخدميها وأن تكون بصورة كاملة دون تفصيل زائد أو إيجاز يفقدها معناها؛

ل- القابلية للمقارنة:

تمكن هذه الخاصية مستخدمي المعلومات المحاسبية المالية من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء المنشأة وأداء المنشآت الأخرى خلال فترة زمنية معينة، كما تمكنهم من مقارنة أداء المنشأة نفسها في الفترات الزمنية المختلفة.

3- مصادر المعلومات:

تتنوع مصادر المعلومات المطلوبة لتعاملات السوق المالية، منها¹:

أ- مصادر رسمية:

تصدر الهيئات الرسمية للسوق المالية كهيئة سوق المال معلومات تكون أقرب للحقيقة، وتقوم هذه الهيئات بإصدار تقارير (يومية، أسبوعية، شهرية، ربع سنوية، سنوية) عن أوضاع السوق من تعاملات وأسعار الأوراق المقيدة بها؛

ب- معلومات مصدرها شركات الإصدار وشركات التداول:

تقوم الشركات التي تطرح أوراقا مالية للاكتتاب عن طريق شركات الترويج وتغطية الاكتتاب بحملات دعائية كبيرة، تتعلق بنشاط الشركة وموقفها المالي والإداري، والأوراق المالية المصدرة وتوزيعات الأرباح وخطط الشركة المستقبلية وغيرها؛

ج- معلومات مصدرها جهات إعلامية:

يقصد بالجهات الإعلامية وسائل الإعلام التي تقوم بنشر بيانات عن الشركة أو عن الأوراق المالية المتداولة وعن ظروف السوق المالية، سواء كانت مرئية أو سمعية أو الصحافة المكتوبة كالقنوات الإذاعية والفضائية والصحف والمجلات، ومن أمثلة ذلك صحيفة نيويورك تايمز New York Times وصحيفة وول ستريت Wall Street Journal وصحيفة يوميات المستثمر Investor's Daily الأمريكية....؛

د- معلومات مصدرها جهات فنية:

الجهات الفنية هي المؤسسات المالية المتخصصة في جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بالوساطة المالية كبيوت الخبرة وبيوت السمسرة وشركات التقييم، وشركات المعلومات، تقوم هذه المؤسسات بتقديم المعلومات للمستثمرين مقابل عمولة وهي تضم عدة خبراء من محاسبين ومحللين وقانونيين، رجال بنوك، خبراء الأوراق مالية

4- مؤشرات السوق المالي كمصدر للمعلومات:

تعتبر مؤشرات السوق المالية مصدرا مهما من مصادر المعلومات التي تسهم في تقييم أداء السوق.

¹ نصر علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص 151.

أ- مفهوم وأهمية مؤشرات السوق:

مؤشر السوق هو "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السوق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها"¹، وهو عبارة عن "تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء السوق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية بصورة خاصة مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو سوق مالية أخرى"².

ويتكون المؤشر من تشكيلة أسهم الشركات من قطاعات مختلفة للاقتصاد، يعتقد أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق المالية مثل مؤشر داوجونز، وقد يتكون المؤشر من كافة أسهم الشركات المتداولة في السوق مثل مؤشر بورصة نيويورك³، لذلك فمؤشرات السوق قد تعكس⁴:

- حالة السوق بصفة عامة:

مثل مؤشر دوجونز لمتوسط للصناعة ومؤشر ستاندر آند بورز 500 (DJI)؛

- حالة السوق لقطاع معين:

مثل مؤشرات دوجونز لقطاع النقل ومؤشر ستاندر آندبوز لقطاع المنافع العامة (S & P Public Utilities) ومؤشر ناسداك (NASDAQ) الخاص بشركات التكنولوجيا المتقدمة؛

- حالة السوق لإقليم معين:

وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.

تكمن أهمية مؤشرات السوق المالية في⁵:

- يمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، الأمر الذي يساعد في التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، وبذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي

¹ -جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، 2003، ص 215.

² - P. Topscallan, " les indices Boursiers un action", édition economica, paris, 1996, p 9.

³ -منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 129.

⁴ -محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 298.

⁵ هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص 199.

للمستثمر عن السوق المالية ومعيارا لأدائها، ويعطي أسعار تقريبية تمكن المستثمر من اختيار الوقت الملائم للتداول بيعا وشراء؛

- يمكن لمؤشر السوق أن يعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين، إضافة إلى أنه يسهل معرفة الخلل الذي يحدث في أسعار السوق وبذلك يساعد هذه الأخيرة على إعادة تنظيم نفسها وعملياتها؛
- تؤدي مقارنة مؤشر السوق المالية بمؤشرات أسواق المال في العالم إلى تحديد مستوى السوق واتجاهاتها مقارنة بالأسواق الأخرى، الأمر الذي قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية؛
- قد تستخدم المؤشرات لتقدير درجة حساسية الأسواق المالية، ومن ثمة الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية، مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة كتأثير تقلبات أسعار النفط على الأسواق المالية وعلاقة ذلك بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.

ب- أنواع المؤشرات

هناك العديد من المؤشرات التي تتنوع بتنوع المعايير التي تصنف على أساسها.

- فحسب الجهة التي تقوم بنشر وتسيير المؤشرات نجد¹:

* مؤشرات رسمية:

تصدرها سلطات السوق المالية أو هيئات تابعة لها؛

* مؤشرات غير رسمية أو خاصة:

تصدرها المعاهد الإحصائية و المؤسسات المالية.

- أما حسب مجالها الإقليمي فنجد:

* مؤشرات محلية:

للدلالة على الأسهم المتداولة في سوق ما؛

* مؤشرات دولية:

هي مؤشرات تتعدى نطاق السوق المحلية إلى أسواق أخرى دولية.

- حسب الأدوات المالية:

كما نجد مؤشرات تتعدد تبعا لتعدد الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، فهناك مؤشرات للأسهم ومؤشرات للسندات، وأخرى لعقود الخيارات ومؤشرات خاصة بمحافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤشرات العملات وغيرها.

¹ نصر علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص 160.

- أما من حيث الوظيفة أو الهدف فنجد¹:

* مؤشرات عامة:

تقيس حالة السوق بصفة عامة، واتجاهها بمختلف القطاعات الاقتصادية؛

- مؤشرات قطاعية:

تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل، أو قطاع الخدمات العامة أو غيرها من القطاعات.

ج- كيفية بناء المؤشرات

يمكن للمؤشر عند إنشائه أن يمر بالمراحل التالية²:

- اختيار العينة:

تعرف العينة في بناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، ويجب أن تكون العينة ملائمة من حيث:

* الحجم:

وهذا يعني أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق؛

* الاتساع:

يقصد بالاتساع تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات المشاركة في السوق، فإذا كان المؤشر يستهدف قياس حالة السوق ككل فيجب أن يشمل أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة لاقتصاد البلاد دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين، هنا تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لذلك القطاع؛

* المصدر:

يعني مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي تكون المؤشر، وينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 129.

² المعهد العربي للتخطيط وتقييم الأوراق المالية www.arab-api.org/course9/c9.1.htm.

إن اختيار العينة الملائمة من شأنه أن يحقق عدم التحيز في مكوناتها وفقا لما تم توضيحه في النقاط السابقة، وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية أثبتت كفاءة المؤشرات المبنية على عينات صغيرة والتي ترجع إلى¹:

- أن القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة، تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم التي يجرى التعامل بها في السوق أي المجتمع الذي سحب منه، فمثلا مؤشر ستاندر آند بورز 500 يشمل 500 سهم تمثل القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 80% من القيمة السوقية للأسهم المسجلة في بورصة نيويورك عام 1982؛

- أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعودا أو هبوطا، مما يعني أن العينة الصغيرة المختارة بعناية يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة.

- الأوزان النسبية لأفراد العينة:

الوزن النسبي لأفراد العينة هو القيمة التي تمثل كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، أي أنه التحديد النسبي لأهمية كل سهم من الأسهم التي يتضمنها المؤشر مقارنة ببقية الأسهم، بمعنى تحديد وزن كل سهم داخل المؤشر. وهناك ثلاثة أساليب لتحديد وزن السهم هي:

* **الترجيح (الوزن) على أساس السعر Price Weighting:**

هو عبارة عن نسبة سعر السهم إلى مجموعة أسعار أسهم المؤشر، يعرف ذلك المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر، ويحسب العائد على المؤشر بنسبة تغير تلك القيمة بين فترتين إلى القيمة المطلقة للمؤشر في الفترة الأولى.

ومن أهم العيوب التي تؤخذ على أسلوب الترجيح بالسعر، أن سعر السهم لا يعكس حقيقة أهمية الشركة في السوق أو حجمها، فقد يعود انخفاض السعر بسبب ارتفاع عدد الأسهم المكونة لرأسمال الشركة وليس بسبب انخفاض قيمتها في السوق أو صغر حجمها، كما يسبب اشتقاق الأسهم أو إصدار أسهم مقابل توزيعات أو إحلال مؤسسة مكان أخرى في المؤشر خلافا في المؤشر²؛

* **الترجيح على أساس القيمة Value Weighted:**

وفقا لهذا الأسلوب يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيم السوقية الكلية للشركات الممثلة في المؤشر، وبذلك يتجنب العيب الأساسي في أسلوب الترجيح بالسعر، فالشركات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 123.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 303.

تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا ما يعني تجاوز الأثر الذي يحدثه الاشتقاق أو الإصدار أو الاستبدال¹.

ومن عيوب هذا الأسلوب تحيز المؤشر لصالح التغيير في الأسعار المرتفعة نسبياً، مقارنة بأسعار بقية الأسهم المكونة للمؤشر والتي تتميز بالانخفاض النسبي لأسعارها، إضافة إلى أن الوزن حسب القيمة يعني إعطاء أهمية أكبر للشركات الكبيرة من حيث القيمة السوقية²؛

* الترجيح المتساوي للسعر Equal Weighted:

يقوم هذا الأسلوب على افتراض استثمار مبالغ متساوية في الأسهم المكونة للمؤشر عند بداية تكوين المؤشر، وبهذا يعزل الأسلوب فكرة التحيز للسعر، ومن ثم فإن التغييرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق. عملياً يتم حساب قيمة المؤشر بضرب المعامل $\frac{1}{p}$ الذي تم حسابه عند بداية تكوين المؤشر في السعر³.

ثانياً - كفاءة السوق المالية

1- مفهوم كفاءة السوق المالية

تكون السوق المالية كفأة عندما تعكس أسعار الأوراق المالية كلياً وأنيما جميع المعلومات المتاحة⁴. وفقاً لهذا المفهوم يمكن القول أن أسعار الأسهم في السوق الكفأة تستجيب بسرعة وفي أية لحظة لجميع المعلومات التي ترد إلى السوق، والمتعلقة بالشركة المصدرة للأسهم أو بالقطاع الذي تنشط فيه أو بالاقتصاد الوطني ككل. إن المعلومات الواردة إلى السوق تحمل في طياتها أخبار سارة عن الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومن ثم ارتفاع أسعار تلك الأسهم، كما قد تحمل أخباراً غير سارة عنها، الأمر الذي ينعكس في أسعار الأسهم حيث يقدم الكثير من المستثمرين على التخلي عن تلك الأسهم فيزيد العرض وتنخفض أسعار الأسهم.

يقول Jensen في تعريفه لكفاءة السوق سنة 1978⁵: " تكون السوق المالية كفأة، إذا كانت أسعار الأصول المالية تعكس المعلومات المتاحة إلى الحد الذي يصبح فيه الربح الناتج من الحصول على المعلومات واستعمالها لتحقيق عائدات، لا يقل عن التكلفة المدفوعة على هذه المعلومات".

¹ المعهد العربي للتخطيط وتقييم الأوراق المالية ، مرجع سابق.

² جبار محفوظ، "البورصة الخصوصية وتسيير المؤسسات العمومية"، مرجع سابق، ص 333.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 311 .

⁴ Robert O.Edmister, Ph.D , "Financial Institutions, Markets and Management", Mc Gran- Hill Book Company, 1980, united States of America, p54.

⁵- Philippe Gillet, "l'efficience de marches financières", economica, paris, France, 1999 , p 28.

وبذلك تقوم السوق الكفاءة على أساس أن القيمة السوقية للأصل المالي هي قيمة عادلة Faire Valeur
تعكس تماما قيمته الحقيقية، وعليه فإن القيمة السوقية التي يشتري بها المستثمر الأصل تمكنه من الحصول
على عائد يكفي لتغطية المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في ذلك الأصل، بمعنى أن القيمة الحالية
للعوائد المستقبلية الناتجة عن الأصل المالي والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتغطية مخاطر
الاستثمار، تساوي تماما القيمة السوقية للأصل يوم شراؤه أي أن القيمة الحالية تساوي الصفر¹.

هذا لا يعني أن المستثمرين في الأسواق المالية لا يحققون أرباحا بشرائهم للأوراق المالية، بل على العكس
من ذلك، فبعض المستثمرين الذين يتفوقون في طريقة التسيير واتخاذ القرارات وامتلاك الخبرة وغيرها من
العوامل، يمكنهم تحقيق فوائض مالية تفوق أسعار الفائدة السائدة في السوق².

من خلال ما سبق يمكن القول أن للمعلومات أهمية بالغة في السوق المالية، فالمعلومات الصحيحة الشاملة
والمعلنة لكافة جمهور المتعاملين في السوق، والتي لا يوجد فاصل زمني بين تحليلها والوصول إلى نتائج
محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية، تؤدي إلى السعر العادل مما يؤدي بدوره إلى كفاءة السوق المالية،
وهذا هو الجانب الإيجابي للمعلومات. أما الجانب السلبي لها فيتمثل في وجود معلومات مضللة أو غير جوهريّة
أو أنها تقتصر على بعض المتعاملين في السوق دون غيرهم، ونتيجة لذلك قد تسعر الورقة المالية بأقل أو
أكثر من قيمتها الحقيقية، مما يحقق للبعض أرباحا غير عادية على حساب البعض الآخر وعلى حساب كفاءة
السوق، والتي تتسبب في انهيار الأسعار وبذلك انهيار الأسواق المالية كما سبق وأن تمت الإشارة إليه، وإلى
فقدان الثقة في التعامل في تلك الأسواق وغيرها من النتائج السلبية الأخرى.

2- الأسواق المالية الكفاءة والأسواق المالية التامة

أ- الأسواق المالية التامة:

هي تلك الأسواق التي تتوفر فيها الشروط التالية³:

- عدم وجود حواجز يمكنها أن تمنع دخول وخروج عارضي الأموال أو طالبها إلى (من) السوق؛
- المنافسة التامة، أي أن السوق تتكون من عدد كبير من صغار المستثمرين (العارضين والطالبيين للأموال)
بحيث أن تدخل أي منهم لا يمكنه أن يؤثر بشكل كبير على اتجاه السوق وخاصة سعر الفائدة؛
- الأصول المالية يمكن تجزئتها بدون حدود إلى أقل ما يمكن؛
- لا توجد تكاليف للمعاملات Transaction Costs والمرتبطة بالإقراض والاقتراض؛

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1997، ص 491-492.

² جبار محفوظ، "البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية"، مرجع سابق، ص 356.

³- Douglas.R, Emery, John D. Finnerty, op. cit, p 77- 78.

- المعلومات متاحة بشكل كامل ولكل المتدخلين في السوق وبدون تكلفة (رسوم)؛
 - لا توجد ضرائب؛
 - عدم وجود تكلفة الإفلاس؛
 - لا توجد قيود حكومية أو غيرها على عمليات البيع والشراء بما فيها البيع على المكشوف Short Selling (بيع ما لا تملك)؛
 - يعتبر المستثمر في السوق المالية رشيد ويسعى إلى تعظيم منفعة.
- وجدير بالذكر هنا، أنه بالإضافة إلى السوق المالية التامة أو المثلى A perfect market هناك مفهوم آخر في النظرية المالية لا يقل أهمية عن المفهوم الأول، ألا وهو السوق المالية الكاملة A complet market.

تكون **السوق المالية كاملة** عندما يكون لكل موقف* معين (محدد) أصل مالي* وحيد يقابله (أو يلي الحاجة)، أي لا يوجد غيره من الأصول لتلبية تلك الحاجة، بمعنى أن كل شخص يقدم على التعامل في السوق المالية يجد الأداة المالية التي تحقق له رغباته من حيث العائدات، المخاطر، السعر، الكمية، شكل الملكية، آجال الاستحقاق.

وتكون **السوق غير كاملة** إذا كانت الأصول المالية الموجودة لا تكفي لتلبية كل المواقف الممكنة، أي هناك قدر قليل من الأصول مقابل عدد كبير من المواقف الممكنة، ويعتبر عدم كمال السوق هو السبب في الابتكار المالي¹.

في الحقيقة الأسواق المالية غير تامة (غير مثلي) وغير كاملة فالواقع العلمي يشير إلى أن شروط تمام السوق المالية تبقى مجرد افتراض ولا يمكن تطبيقها وذلك ما أثبتته الحياة العملية²:

- فمن غير الممكن أن لا تكون هناك ضرائب أو تكاليف أو قيود حكومية أو حواجز على المعاملات، بل أن هذه الحواجز قد تقف عائقاً دون إبرام بعض الصفقات، فبيوت السمسرة والوسطاء يحملون المتعاملين في السوق أعباء مقابل خدماتهم، كما أن الصفقات المبرمة في السوق المالية لا تخلو من أنواع الرسوم والضرائب التي تفرض على المتعاملين وينسب مختلفة من معاملة لأخرى، إضافة إلى وجود العديد من القوانين والتشريعات التي تضعها الحكومات لتنظيم أسواقها المالية؛

* الموقف: يتضمن حاجة إلى تمويل، استثمار أو تغطية ...

** الأصل المالي: قد يكون سهم أو سند أو عقد خيار، أو عقد مبادلة أو صكوك مديونية أو عقود آجلة ...

¹-Douglas R. Emery, John D. Finnerty, op.cit, p 84.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 495-497.

- وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يمكن تداولها (العدد غير الكسرى 100، 1000، ...) وهذا العدد يقابل 100 سهم في السوق المالية الأمريكي، وإذا ما قل عدد الأسهم عن العدد غير الكسرى يعتبر عدد كسري لا يمكن التعامل به إلا من خلال صناديق الاستثمار؛
- تقوم بعض المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار بعقد صفقات ضخمة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية التي تضمنتها تلك الصفقات، ففي عشرية الثمانينيات أبرمت ما بين 70 إلى 75% من المعاملات التي تمت في بورصة نيويورك كانت لصالح مؤسسات مالية مختصة في الاستثمار؛
- إذا ما توفرت المعلومات للمستثمر فعادة ما تفوق قدرته على تحليلها، مما يضطره إلى الاستعانة بخدمة بيوت السمسة أو مكاتب البحوث والدراسات مقابل تكاليف تلك الخدمة. أما مسألة توفر المعلومات لكل المستثمرين وفي آن واحد، فتتوقف على مدى قرب المستثمر من مصدر المعلومات.
- أما فيما يخص عدم كمال السوق، فإنه بالرغم من الابتكارات المالية والتي أوجدت عدد هائل من الأدوات في السوق المالية (الخيارات، المستقبلات) إلا أن القيود والتشريعات وحالة السوق (منافسة تامة، احتكارية، احتكار القلة) حالت دون توسع هذه الأدوات مما أدى إلى وجود رغبات غير مشبعة في السوق، إضافة إلى أن المستثمر يعتبر رشيد وعقلاني يسعى إلى تحقيق أكبر منفعة ممكنة الأمر الذي يجعله يبحث عن مزيد من الأصول المالية التي تلبى مواقفه (حاجاته).
- المناقشة السابقة توصل إلى نتيجة مفادها عدم تمام وكمال الأسواق المالية، وإذا تم الاستناد إلى مبدأ من مبادئ النظرية المالية ألا هو مبدأ عقلانية سلوك المستثمر والذي يفترض أن المستثمر يسعى لتعظيم منفعته، هذا يعني أن الربح هو الدافع للاستثمار في الأسواق المالية، الشيء الذي يجعل المتدخلين يتسابقون ويتنافسون في الحصول على المعلومات التي تساعدهم في بلوغ ذلك الهدف. فإذا ما تم الاستناد إلى ذلك يمكن الانتقال من مفهوم السوق التامة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق، التي في ظلها يتوقع أن تتم استجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق خلال فترة زمنية معينة، هي الوقت المستغرق لوصول المعلومات إلى كافة المتدخلين في السوق وتحليلها ومن ثم اتخاذ القرار (شراء أو بيع). وهذا ما يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية خلال تلك الفترة على الأقل، غير أنه وبسبب تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً لدرجة إمكانية تحقيق عوائد غير عادية خاصة في المدى الطويل¹.

¹ المرجع السابق، ص 498.

3- الأشكال المختلفة لكفاءة السوق المالية:

تتعلق كفاءة سوق المال أساساً بتوفر المعلومات الملائمة وكلفتها وسرعة وصولها لجميع المتعاملين في السوق. ووفقاً لمدى استجابة أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) لنوعية المعلومات المتاحة، قدم Fama ثلاث صيغ (أشكال) مختلفة لكفاءة السوق المالية تتمثل في:

أ- الشكل الضعيف للكفاءة **Weak Form Efficiency**:

يعني الشكل الضعيف لفرض كفاءة السوق المالية أن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بها كحجم التعاملات والأسعار السابقة، كما أنه لا يمكن استخدام هذه المعلومات (الأسعار وحجم التعاملات السابقة) في التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية¹، لأن التحركات السعرية المستقبلية مستقلة تماماً عن التغيرات في الفترة الماضية، وبالتالي لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لأنها معكوسة في الأسعار، ومنه فإن فرض الصيغة الضعيفة يمثل فكرة الحركة العشوائية للأسعار.

لقد استخدمت العديد من الاختبارات لمعرفة درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار، وأثبتت عدم ارتباط الأسعار التاريخية للأوراق المالية مع أسعارها في المستقبل، مما يعني تأكيد صحة فرض كفاءة الأسواق المالية في شكلها الضعيف².

ب- الشكل متوسط القوة **Semi- Strong efficiency**:

عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور كالظروف الاقتصادية والسياسية المحلية والدولية، ظروف الشركة الداخلية، التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات الخاصة بهذه القوائم ... إلخ، ففي ظل هذا الشكل لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية³.

يتوقف الحكم على مدى كفاءة السوق المالية عند هذا المستوى، على سرعة انعكاس المعلومات الواردة إلى السوق في الأسعار. فإذا تغيرت الأسعار فور وصول المعلومات أي دون وجود فارق زمني بين ظهور المعلومات وانعكاسها، فالسوق كفاء عند هذا الشكل.

¹ -Robert O.Edmister, Ph.D , Op-cit, p 55.

² - محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.س.ن. ص 128 .

³ عاطف، وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 61.

ج- الشكل القوي لكفاءة السوق المالية Strong Form Efficiency:

يعني الشكل القوي لكفاءة السوق المالية، أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم مصطلح الداخليين (أو العاملون ببواطن الأمور في الشركة (أسرار الشركة)) insiders، كأعضاء مجلس الإدارة ومسيرو الحوافظ المالية وصناديق الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق الذين يستطيعون الحصول على المعلومات قبل نشرها ... إلخ.

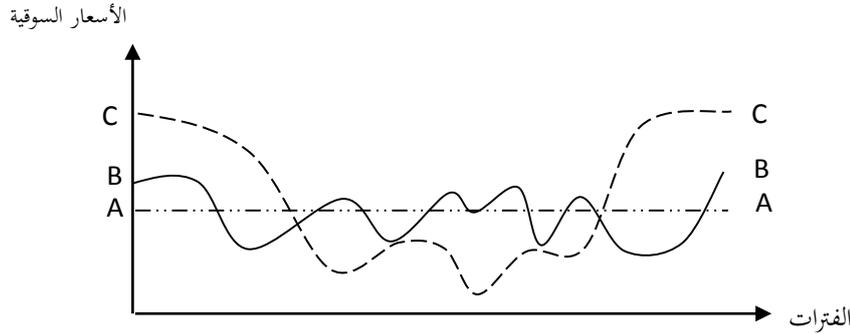
ويفترض الشكل القوي للكفاءة أن الداخليين (insiders) لا يمكنهم تحقيق عوائد غير عادية على الرغم من معرفتهم بالمعلومات الخاصة (Special Knowledge) لأن الأسعار تعكس المعلومات العامة والخاصة¹. انطلاقاً مما سبق يتضح أن الشكل القوي للكفاءة هو أعلى درجات كفاءة الأسواق المالية وهي غير محققة في الواقع، مادامت هناك فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على معلومات قبل غيرها، مما يساعدها في تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا تتاح لهم فرصة الحصول على تلك المعلومات. وعليه تكون حركة الأسعار في ظل هذه الصيغة القوية للكفاءة غير عشوائية لتمكن فئة من المستثمرين من التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب (near future).

أما الشكل نصف قوي للكفاءة، فيمكن القول أن هناك شبه إجماع من طرف الباحثين حول كفاءة السوق المالية في هذا المستوى، باعتبار أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور. ويحظى الشكل الضعيف للكفاءة بقبول عام من قبل الباحثين، على اعتبار أن المعلومات التاريخية المتعلقة بالأوراق المالية تنعكس في أسعارها، الأمر الذي لا يعطي فرصة أمام المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار السابقة.

وما يلاحظ من خلال الصيغ الثلاثة للكفاءة أنها تتدرج من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، فمعلومات الصيغة القوية تضم كل من الصيغة شبه القوية والضعيفة، والصيغة شبه القوية تتضمن معلومات الصيغة الضعيفة والشكل رقم (4) يعكس طبيعة العلاقة الموجودة بين الأشكال الثلاثة للكفاءة.

¹ -Roberto, E Demister, Ph D, op. cit. p 55-56.

الشكل رقم (3): العلاقة بين الأشكال الثلاث لكفاءة السوق المالية



المصدر: عاطف وليم أنداروس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2005، ص 65.

حيث:

- يمثل الخط (AA) السعر الحقيقي للورقة المالية ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرض السوق القوي، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للورقة المالية في أي لحظة ودون وجود أي انحرافات؛
- يمثل المنحنى (BB) الشكل المتوسط لكفاءة السوق حيث تكون انحرافات السعر السوقي عن القيمة الحقيقية صغيرة؛
- يمثل المنحنى (CC) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية كبيرة.

4- متطلبات كفاءة السوق المالية

تهدف السوق المالية إلى التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة وتوجيهها نحو القطاعات الأكثر ربحية، ولتحقيق ذلك (كفاءة السوق) لا بد من توافر مطلبين أساسيين هما: الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية.

أ- كفاءة التشغيل: Operational Efficiency

تعرف أيضا بالكفاءة الداخلية Internal efficiency وهي قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب في ظل وجود تكاليف منخفضة للمعاملات، مما يساعد في سرعة التداول وبكميات كبيرة وزيادة التنافس بين المستثمرين، وبالتالي زيادة نشاط السوق المالية ومن ثم تقل حظوظ صناعات السوق في تحقيق عوائد غير عادية¹.

¹-إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 34.

كما أن لوجود أسواق موازية للسوق الرسمية بالغ الأثر على كفاءة التشغيل، باعتبارها تعطي فرصة للمؤسسات التي لا تتوفر على شروط الدخول إلى السوق الرسمية للحصول على تمويلها من هذه الأسواق. ومن الأمور التي ترفع من كفاءة التشغيل التشريعات القانونية، ففي الولايات المتحدة صدرت تشريعات تخص تحرير عمولة السمسرة وجعلها محل تفاوض بين السماسرة والمتعاملين، مما زاد في تنافسية بيوت السمسرة وصناع السوق، وكنتيجة لذلك انخفضت عمولة السمسرة بشكل ملحوظ، إضافة إلى السماح للشركات بتقييد أوراقها المالية في أكثر من سوق¹.

ب- كفاءة التسعير Price efficiency:

تتوقف كفاءة التسعير على مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها²، هذا يعني أن كفاءة التسعير أو ما تعرف بالكفاءة الخارجية External Efficiency تتحقق عندما تعكس أسعار الأوراق المالية في السوق المالية بشكل سريع، كافة المعلومات المناسبة المتاحة لجميع المتعاملين بأدنى تكلفة³، وأن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للورقة المالية. ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة (لعبة عالية Fair-Game) تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح لجميع المتعاملين بالسوق، وتقل فرص تحقيق أرباح غير عادية ويحقق فقط خسائر، المستثمرون الذين تنقصهم الخبرة والقدرة على تحليل المعلومات المتوفرة في السوق⁴.

من خلال ما سبق يمكن القول أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد ما على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات الواردة بشكل كامل وسريع، لا بد أن تكون تكاليف الحصول على المعلومات وإبرام الصفقات في حدودها الدنيا، كذلك فإن السوق المالية لا يمكنها تحقيق توزيع أمثل للموارد المالية المتاحة إلا إذا كانت الأصول المالية المتداولة فيها مقيمة تقيما عادلا، وهذا ما يعني أن مطلبي كفاءة السوق المالية غير مستقلين عن بعضهما⁵.

بالإضافة إلى كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير توجد مجموعة أخرى من المقومات التي تسهم في تحقيق كفاءة السوق المالية، كما أنها تعبر عن مدى تطورها، وتتمثل في:

¹ -جبار محفوظ، التسيير، "البورصة وخصوصية المؤسسات العمومية"، مرجع سابق، ص 373.

² -محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 130.

³ -أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 140.

⁴ -عاطف، وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 60 .

⁵ - Phillipe Spisser, " Information économique et marché financiers", economica , Paris, France, 2000, p244 .

- دقة وسرعة وصول المعلومات:

يقصد بدقة وسرعة وصول المعلومات، قيام السوق بتزويد المتعاملين فيه بكافة المعلومات الدقيقة والمناسبة عن الصفقات المبرمة، وعن حالة السوق وفي الوقت المناسب¹؛

- السيولة:

السيولة هي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية.

إن أسعار الأوراق المالية الأكثر سيولة تعكس بسرعة المعلومات المتاحة عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث أن أسعارها تعكس ببطء المعلومات المتاحة نظراً لقلّة حجم التعامل عليها². إضافة إلى ذلك تسهم سيولة الورقة المالية في زيادة التخصيص الكفء للموارد، بسبب زيادة التعامل على الورقة المالية الأكثر سيولة لانخفاض درجة مخاطر الاستثمار فيها³؛

- عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية، سواء من حيث الوقت أو توفير المعلومات⁴؛

- حجم السوق:

يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:

* **معدل رأس المال السوقي (مؤشر رسملة السوق):**

هو نسبة قيمة الأسهم المسجلة (المقيدة) إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولارتفاع هذا المعدل أثر إيجابي على كفاءة السوق المالية، لأن اتساع حجم السوق يؤدي إلى تعبئة الموارد المالية وتوزيع المخاطر ومنه اتساع القاعدة الاستثمارية التي تعطي فرص اختيار أكثر للمستثمرين، وهذا ما يتيح إمكانية توجيه الموارد لأفضل الاستخدامات، الأمر الذي يعزز كفاءة السوق المالية؛

*** عدد الشركات المسجلة:**

كما يمكن قياس حجم السوق من خلال عدد الشركات المسجلة أو المقيدة فيه، والتي تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة، وهو ما يعبر عن تنوع الفرص الاستثمارية أمام المستثمرين في السوق المالية؛

¹ -منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 411.

² -Pierre Vernimmen, "finance d'entreprise", 6 édition, Dalloz, Paris, France, 2005, p 353.

³ -منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 525.

⁴ -منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 312.

***درجة التركيز:**

تعني نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في رسملة السوق لمعرفة مدى سيطرة الشركات عليها، وكلما انخفضت هذه النسبة كلما دل ذلك على كثرة وتنوع الشركات المقيدة في السوق، ومن ثم اتساع وتنوع القاعدة الاستثمارية الشيء الذي يرفع من كفاءة السوق المالية.

- درجة التقلبات:

يقصد بها مدى التذبذبات في الأسعار، وتقاس من خلال حساب الانحراف المعياري للعوائد في السوق خلال السنة، وكلما انخفضت درجة التقلبات كلما كانت السوق المالية أكثر كفاءة¹.

- الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يعتبر وجود الهيكل المؤسسي والتنظيمي الجيد في السوق المالية من المقومات الأساسية للحكم على مدى تطور كفاءة السوق، إذ يساعد على جذب مختلف الاستثمارات. وتشير مؤسسة التمويل الدولية إلى وجود عدد من المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على مدى ملائمة الهيكل المؤسسي والتنظيمي وهي²:

***المعلومات المنشورة:**

هي المعلومات الضرورية التي تجبر التشريعات والقوانين الشركات المسجلة في السوق المالية الإفصاح عنها والمتعلقة بتلك الشركات، وكلما قننت ونظمت عملية الإفصاح كلما زاد ذلك من كفاءة السوق المالية؛

***المعايير المحاسبية:**

إن إلزام السوق الشركات المقيدة بها على إتباع المعايير المحاسبية الدولية في إعداد قوائمها المالية، يدل على تحسن الكفاءة بها؛

***قوانين حكاية المستثمر:**

هي قدرة قوانين السوق المالية على حماية المستثمرين فيها، وكلما زادت الحماية كلما كان أداء وكفاءة السوق أفضل.

- العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال:

إن وجود عوائق على دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتدفقات رؤوس الأموال يقلل من كفاءة السوق.

¹ - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص 39 - 40.

² - المرجع السابق، ص 41 .

الفصل الثالث:

منتجات السوق المالية

الفصل الثالث: منتجات السوق المالية

الأهداف البيداغوجية:

بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

- التعرف على أهم أدوات السوق المالية؛
- التمكن من تقييم مختلف الأدوات.

تمهيد:

لقد ظهرت الأدوات المالية التقليدية بظهور شركات الأموال، وخاصة شركات المساهمة في القرن الخامس عشر وهي محل التداول في السوق المالية. كما تم استحداث أدوات مالية تعرف بالمشتقات المالية، التي نشأت كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار إلى جانب كونها من أهم أدوات الاستثمار في السوق المالية.

أولاً- منتجات السوق النقدية

1- أدونات الخزينة:

أ- مفهوم أدونات الخزينة:

هي أداة دين حكومية تصدر لحاملها ولآجال قصيرة تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى اثني عشر شهراً، ويتم التعامل بها على أساس الخصم حيث يباع الإذن بسعر أقل من قيمته الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المسجلة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر. ولا يحصل المستثمر على إذن الخزينة ذاته عند الشراء، بل على إيصال يفيد شراءه للإذن¹.

ب- خصائص أدونات الخزينة:

تمتاز أدونات الخزينة بعدة خصائص منها²:

- الإعفاء من ضريبة الدخل على العائد المتحقق من الاستثمار في أدونات الخزينة؛
- تعتبر من أكثر أدوات الأسواق النقدية أماناً، بسبب فترات استحقاقها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومية؛
- تتسم سوق الأدونات بالعمق بسبب كثرة التعامل عليها بياعاً وشراءً، مما يزيد التنافس السوقي الذي يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل Fair Price ؛
- تتميز أدونات الخزينة بسيولتها العالية نسبياً بسبب سرعة تداولها وانخفاض تكاليف التداول عليها.

¹ -حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 168.

² -هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سابق، ص134.

ج- حساب العائد على أذونات الخزينة:

يتمثل العائد على أذونات الخزينة في الفرق بين سعر الشراء وسعرها الاسمي، وبذلك فالفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع، ويتم حسابه وفقاً للصيغة التالية¹:

$$DR = \left(\frac{P_1 - P_0}{P_0} \right) \left(\frac{360}{n} \right)$$

حيث:

P_1 : السعر الاسمي أو المدفوع إلى المستثمر عند التسديد.

P_0 : سعر الشراء في السوق المحلية.

n : عدد الأيام المتبقية حتى وقت التسديد.

DR : معدل الخصم (Discount rate).

2- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

أ- مفهوم شهادات الإيداع القابلة للتداول وخصائصها:

شهادات الإيداع القابلة للتداول وثائق تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، تقرر فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة، تبدأ بتاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها وبسعر فائدة محدد وهي وثيقة لحاملها.

لا يجوز لحامل شهادة الإيداع الرجوع إلى البنك المصدر لاسترداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق، غير أنه يمكنه بيعها في السوق خاصة النقدية².

تتسم شهادات الإيداع القابلة للتداول بما يلي³:

- توفر السيولة لحاملها من خلال التصرف بها في أي وقت، مضافاً إلى قيمتها الفائدة التي تتناسب مع مدة الاحتفاظ بها؛

- قابليتها للتداول بالانتقال من مالك لآخر فهي تصدر لحاملها؛

- تنوع آجال استحقاقها ومبالغها وفائدتها بما يتناسب ورغبات فئات المستثمرين.

¹ - هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص 135.

² - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 162 .

³ - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، جدار الكتاب العالمي، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص 275.

ب- أنواعها:

تقسم شهادات الإيداع إلى الأنواع التالية¹:

- نوع خاص:

يتداول هذا النوع من شهادات الإيداع في محيط المؤسسات المالية والاستثمارية المتخصصة، ويتم إصدارها بطلب من عملاء محددين وبمبالغ كبيرة ولأجل تتراوح بين الشهر وخمس سنوات، أما سعر فائدتها فيتناسب مع أسعار الفائدة في الأسواق النقدية الدولية؛

- نوع عام:

يتم تسويق هذا النوع من شهادات التداول خارج نطاق المؤسسات المالية في الأسواق الثانوية عن طريق بيوت الخصم، إذ تطرح على الجمهور من أجل الاكتتاب العام فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، وعند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها؛

- أجل الأجل:

يقصد بهذا النوع من شهادات الإيداع، التعامل المستقبلي في شهادات إيداع ذات استحقاق أبعد من تاريخ التعامل المرتقب، وقد ابتكر هذا النوع من طرف البنوك رغبة منها في زيادة فترة استحقاق شهادة الإيداع التي غالباً ما تصل إلى ثماني سنوات.

فلتلبية احتياج بنك ما مثلاً لأرصدة نقدية لمدة ثماني سنوات، يمكنه إصدار شهادات إيداع لمدة ثلاث سنوات، وفي نفس الوقت يصدر شهادة إيداع أخرى من نوع Forward of the Forward لمدة خمس سنوات، تبدأ بعد السنوات الثلاث الأولى وبنفس القيمة.

ج- حساب العائد على شهادات الإيداع القابلة للتداول:

تحسب العوائد الناتجة عن شهادات الإيداع القابلة للتداول بالاعتماد على الصيغة التالية²:

$$R_{CDS} = M \frac{(100)(360) + (r)(t)}{(100)(360) + (r')(t')}$$

حيث: R_{CDS} : العوائد الصافية الناتجة عن شهادة الإيداع.

M : القيمة الأصلية .

r : سعر الفائدة السوقي.

¹ -حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 164- 165 .

² -هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص 142

t : فترة الاستحقاق.

r' : سعر الفائدة على المدة المتبقية.

t' : المدة المتبقية من فترة الاستحقاق.

3- الأوراق التجارية

أ- مفهوم الأوراق المالية التجارية:

هي أداة دين قصيرة الأجل (الكمبيالات والسندات الإذنية)، يتراوح تاريخ استحقاقها من يوم واحد إلى تسعة أشهر، تصدرها وتبيعها البنوك الكبيرة والشركات الكبيرة ذات السمعة الحسنة¹.

ب- خصائص الأوراق التجارية:

تتسم الأوراق التجارية بمجموعة من الخصائص منها²:

- تعتبر سمعة الشركة ومكانتها ضمانا للمتعاملين في هذه الأوراق؛

- بسبب قصر فترة استحقاقها (1 يوم إلى 9 أشهر) تكون مخاطر الاستثمار فيها محدودة

- تسهم الأوراق التجارية في خلق سوق ثان نشط لها، يتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية.

ج- أنواع الأوراق التجارية:

يوجد نوعين أساسيين من الأوراق التجارية³:

- أوراق مباشرة:

تصدرها مباشرة البنوك التجارية وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية، دون الحاجة إلى وساطة السماسرة

أو المتاجرين؛

- أوراق المتاجرين:

تسمى أيضا أوراق صناعية، تصدر عن الشركات غير المالية مثل مؤسسات المرافق العامة والشركات

الصناعية وشركات النقل وحتى تجار التجزئة.

¹ - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 130.

² - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 62 .

³ - هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سابق، ص 144 - 145.

4- القبولات المصرفية:**أ- مفهوم القبولات المصرفية:**

القبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك)، تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محدد في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة " مقبول " Accepted¹.

ب- أهمية القبولات المصرفية:

تؤدي القبولات المصرفية دورا أساسيا في تسهيل عمليات التبادل التجاري، وذلك بأن يضمن بنك ما تسديد الورقة التجارية عندما لا تستطيع الشركة السداد، وذلك بوضع اسمه وسمعه لسحب المقترض مما يجعله قابلا للتسويق.

فقد تكون شركة ما بحاجة إلى نقد سائل لفترة قصيرة الأجل، هنا تقوم هذه الشركة بتحرير سحب على بنك ما طالبة منه دفع مبلغ محدد لحامل السحب خلال فترة، يختم هذا السحب بعبارة " مقبول " من طرف البنك وبذلك يضيف اسمه وسمعه والتزامه بدفع قيمة السحب في تاريخ الاستحقاق، وفي حالة عدم قيام المقترض بدفع المبلغ، عندها يسلم السحب إلى البنك للدفع، ويقوم هذا الأخير بخصم قيمة السحب من حساب الشركة المحفوظ به لديه.

كما تعمل القبولات المصرفية على تشجيع عمليات التصدير، بالإضافة إلى أن استعمالها لتمويل الاستيراد سيوفر الأموال التي تدفع في العادة إلى البنوك الأجنبية، والتي تقدم التمويل قصير الأجل للتجارة الخارجية لهذا البلد².

ثانيا- منتجات سوق رأس المال**1- الأسهم:****أ- مفهوم الأسهم:**

الأسهم هي " أوراق مالية تمثل مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة أي هو المقدار المملوك من رأسمال الشركة، إذ يقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء " سهم "³.

¹ - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 130.

² - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 166.

³ - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، ج2، ط1، 2002، ص

فالسهم ورقة مالية تمنح للمساهم إثباتاً لمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة المقسم إلى أجزاء متساوية القيمة يسمى كل جزء منها "سهم".

ب- خصائص الأسهم:

للاسهم عدة خصائص يمكن إيجازها في النقاط التالية¹:

- الأسهم متساوية القيمة:

يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا يجوز إصدار أسهم مختلفة القيمة في الإصدار الواحد، ويجوز إصدار أسهم متساوية القيمة فيما بينها مختلفة عن الأسهم السابقة في إصدار جديد. والقيمة المتساوية للأسهم تعني تساوي حقوق والتزامات المساهمين في الشركة؛

- عدم قابلية السهم للتجزئة:

يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم، ولكن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة، فالسهم من الأوراق المالية غير القابلة للتجزئة؛

- القابلية للتداول بالطرق التجارية:

تنتقل ملكية السهم من شخص لأخر بأية طريقة من طرق نقل الملكية، كالبيع والهبية والوصية والإرث والرهن ... وغيرها؛

- المسؤولية المحدودة:

إن مسؤولية الشركاء المساهمين تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها؛ بالإضافة إلى الخصائص التالية²:

- يحدد القانون الأساسي لشركة المساهمة الحد الأقصى للأسهم التي يمكن إصدارها، وعادة ما تصدر الشركات عدداً من الأسهم أقل من الحد الأقصى، حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور ومقابلة بعض الاختيارات والأوراق القابلة للتبدي؛

- تعتبر الأسهم غير محدودة العمر ولا الأرباح؛

- للسهم عدة قيم منها: **القيمة الاسمية** وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم والمحددة في القانون الأساسي للشركة، و**القيمة الدفترية** التي تساوي مجموع قيم الأسهم وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوماً على عدد الأسهم، و**القيمة السوقية** وهي السعر الذي يباع به السهم في الأسواق.

¹ -شعيان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002، ص 89.

² -جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، ج2، مرجع سابق، ص9- 12.

ج- أنواعها:

- أنواع الأسهم حسب الشكل القانوني:

* أسهم اسمية:

السهم الاسمي هو السهم الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجلات الشركة، يتداول بطريقة التسجيل أي تقييد اسم مشتري السهم في سجل المساهمين¹؛

* أسهم لحاملها:

لا يسجل عليها اسم المساهمين، ويعتبر حاملها المالك لها في نظر الشركة بسبب الحياة المادية، ويتم تداول الأسهم لحاملها بالتسليم المادي من يد إلى يد²؛

* أسهم الأمر أو الإذن:

يذكر فيها اسم مالکها، تتداول بطريقة التظهير حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (الأمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكيته للمشتري.

- أنواع الأسهم حسب الحقوق:

* الأسهم العادية:

السهم العادي هو السهم الذي لا يمنح حامله أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال فترة حياتها أو في أصولها عند تصفيتها³.

ويمنح لحامله مجموعة من الحقوق محددة في القانون الأساسي للشركة في إطار قوانين الدولة التي تتوطن بها الشركة، ومن أهم هذه الحقوق ما يلي:

حق التصويت:

مبدأ تساوي كل المساهمين يعني أن كل سهم يرتبط بحق التصويت لاختيار أعضاء الجمعية العامة، وقد تستفيد بعض الأسهم الاسمية التي يمتلكها نفس المساهم في الشركة لفترة تفوق السنتين من " حق متعدد التصويت "، والذي يكون غالبا مضاعفا أي أن كل سهم يقابله صوتين، هذا إذا ما نص القانون الأساسي للشركة على ذلك⁴.

¹ -شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الجزائر، ط2، 1999، ص 22.

² -المرجع السابق، ص 23 .

³ -شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 91.

⁴ - Paul-Jacques Lehmann, "Bourse et marchés Financiers", 2^e édition, Dunod, Paris, France, p 11.

كما قد ينص القانون الأساسي أحيانا على حق التصويت المجمع، الذي يعطي لحامل السهم عدد من الأصوات يعادل عدد أعضاء مجلس الإدارة وذلك عن كل سهم يمتلك¹. وللتصويت أهمية كبيرة لسير الشركة خاصة وأنه يتم على مسائل هامة جدا كتعديل القانون الأساسي للشركة، والكيفية التي توزع بها الأرباح على الشركاء باختلاف أصنافهم، واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيرها من المسائل²؛

الحق في الأرباح الموزعة:

يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على الأرباح السنوية المحققة من طرف شركتهم، وينقرر توزيع الأرباح من عدمه عند انعقاد الجمعية العامة في دورتها العادية، ويتحدد فيها أيضا نوعية الأرباح الموزعة التي تكون في شكل:

توزيعات أولية:

تتحدد وفقا للقانون الأساسي للشركة وتكون مساوية لنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم؛

توزيعات ممتازة:

يتم تحديدها بحرية كل سنة حسب مبالغ الأرباح المحققة والقابلة للتوزيع، وتدخل فيها أرباح السنة السابقة والاحتياطات الناتجة عن الأرباح غير الموزعة للسنوات السابقة، كما تتحدد قيمتها بمراعاة أمرين أساسيين: إرضاء طلبات المساهمين والاحتياجات النقدية للشركة³.

حق الأولوية في الاكتتاب:

للمساهمين العاديين القدامى أولوية الاكتتاب في الإصدار الجديد بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة؛

حق حضور الجمعيات العامة:

يحق للمساهم العادي حضور الجمعيات العامة العادية التي تتعقد غالبا كل سنة، للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج وتزكية الإدارة أو عدم تزكيته وكذا مناقشة توزيع الأرباح، الشيء الذي يمكن المساهمين من المشاركة في تسيير شركتهم، كما يحق للمساهم حضور الجمعيات العامة الطارئة والتي تتعقد متى اقتضى الأمر ذلك⁴؛

¹ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 19.

² - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 17 - 18.

³ - Paul-Jacques Lehmann , op.cit, p11.

⁴ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 19 - 20.

الحق في نقل ملكية السهم:

يتمتع حامل السهم العادي بحق نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزته، ببيعها في السوق الثانوي إذا كانت الشركة مقيدة في البورصة، وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم أو التنازل عنها بصورة مباشرة أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد، ولا يحق للمساهم الرجوع للشركة المصدرة للمطالبة بقيمة الأسهم التي بحوزته¹؛

الحق في الإطلاع على وثائق الشركة:

للمساهم العادي الحق في الإطلاع على وثائق وسجلات الشركة المساهم فيها، ومنها الدفاتر المحاسبية وقائمة المساهمين الآخرين، ويمكن له اللجوء إلى القضاء في حالة الرفض².

الحق في موجودات الشركة بعد التصفية:

عند تصفية الشركة للمساهم العادي الحق فيما تبقى من موجوداتها، بعد استقفاء الدائنين وحملة الأسهم الممتازة لحقوقهم من حاصل بيع أصول الشركة، إذ يتم اقتسام الباقي بالمساواة بين المساهمين العاديين. أما إذا تجاوزت ديون الشركة أصولها فليس هناك ما يضمن للمساهمين استرداد حقوقهم كاملة أو حتى جزء منها³.

*** الأسهم الممتازة:**

تلجأ إليها الشركات لتوسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو لمواجهة بعض صعوباتها المالية، عن طريق الاكتتاب بالمساهمة. تمثل الأسهم الممتازة شكلا من أشكال الملكية في الشركة، فهي بذلك تشبه الأسهم العادية، ويتحصل حملتها على عائد ثابت لا يتغير كحملة السندات⁴. وعموما تتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص:

الاستدعاء والتحويل:

على الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان الشركة المصدرة استدعاءه في تاريخ لاحق، سواء بإعادة شراء الأسهم الممتازة من حملتها مقابل مبلغ يفوق قيمتها الاسمية يسمى علاوة الاستدعاء، وقد يكون الاستدعاء بسعر السوق، أو باستبدالها (تحويلها) إلى أسهم عادية إذا ما رغب المستثمرون في ذلك⁵.

- للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي؛

¹ - هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص 94 .

² - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 21.

³ - صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الأشعار الفنية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000، ص 161.

⁴ - هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص 100 - 101.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 68 .

- لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح وفي أموال التصفية بعد دفع الديون؛

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، فإذا لم توزع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر، يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين، وهو ما يعرف بتجميع الأرباح أو تراكم العوائد¹؛

- يحق لحملة الأسهم الممتازة أحياناً المشاركة في الأرباح المتبقية إلى جانب المساهمين العاديين، بعد حصولهم على النسبة من الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة، وبعد حصول المساهمين العاديين على نسبتهم المحددة مسبقاً²؛

- تعتبر الأسهم الممتازة مصدراً لتمويل الشركة، غير أنها لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها، إلا في بعض الحالات كتراكم الأرباح وإصدار جديد للأسهم العادية وعدم كفاية الأموال المحتجزة لاستدعاء الأسهم الممتازة وغيرها³.

بالإضافة إلى النوعين التقليديين السابقين الأسهم العادية والممتازة، فقد ظهرت العديد من الأنواع اشتقت عنهما، يمكن ذكر بعضهما بشكل مختصر فيما يلي⁴:

* الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

ترتبط توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة؛

* الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

جاءت هذه الأسهم لتباع للعاملين بالشركة، ويتم خصم توزيعات هذه الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، بدلاً من اعتبارها مصاريف تخصم قبل حساب الضريبة؛

* الأسهم العادية المضمونة:

هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويتم التعويض عن طريق إصدار أسهم عادية إضافية أو التعويض نقداً أو إصدار أسهم ممتازة؛

¹ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 28-29 .

² - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 21.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 67.

⁴ - عبد الغفار حنفي، سميرة قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 277-284.

*** الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:**

هي الأسهم التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزينة، ويتم تعديل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناءً على التغيرات الحادثة في عائد تلك السندات؛

*** الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:**

هي الأسهم الممتازة التي تعطى لحملة الأسهم العادية كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم.

- أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة:

تتنوع الأسهم باعتبار طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى ثلاثة أنواع هي¹:

*** أسهم نقدية:**

هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، أي أن المساهم اكتتب في هذه الأسهم مقابل مبلغ مالي دفع للشركة المصدرة؛

*** أسهم عينية:**

تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية أو حقوق معنوية كبراءة الاختراع، ويجب أن يتم الوفاء بقيمتها بالكامل عند الاكتتاب فيها؛

*** أسهم مختلطة:**

يكتتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معاً، كما قد تتخذ حصة الشريك شكل حصة بالعمل فتمنح مقابلها أسهم عمل.

- أنواع الأسهم حسب التصويت:

نجد فيها نوعين هما²:

*** الأسهم المصوتة:**

هي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة وحق التصويت والترشح؛

*** الأسهم غير المصوتة:**

هي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح الشركة، ولا يحق لحملة الإدارة أو التصويت أو الترشح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

¹ سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 98-101.

² شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 96.

- أنواع الأسهم حسب المنح وعدمه:

وينقسم هذا النوع من الأسهم إلى¹:

*أسهم غير مجانية :

هي الأسهم التي يدفع مالكيها قيمتها مقابل الاكتتاب فيها؛

*أسهم مجانية (منح):

تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة، على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

- أنواع الأسهم حسب الاستهلاك:

يقصد باستهلاك السهم إمكانية استرداد المساهم لقيمة أسهمه أثناء حياة الشركة وقبل انقضاءها.

وتنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى²:

*أسهم التمتع (الاستهلاك):

الأصل أن المساهم يظل شريكاً في الشركة إلى حين انقضاءها، وأنه لا يجوز رد قيمة السهم إلا عند تصفيته وبعد الوفاء بديونها، إلا أن الشركة قد ترد للمساهمين أو لبعضهم قيمة أسهمهم أثناء حياتها وهذا ما يسمى بأسهم التمتع، أي أنها أسهم مستهلكة بالكامل سددت قيمتها للمساهمين؛

*أسهم رأس المال:

هي أسهم لا تستهلك قيمتها أي لا يتسلم أصحابها قيمتها الاسمية إلا عند تصفية الشركة.

د- تقييم الأسهم:

هناك العديد من الطرق والأساليب المستعملة في تقييم الأسهم إلا أنها تصب في نموذج خصم التوزيعات، وتقوم هذه الطريقة على فكرة أن القيمة الحالية للسهم في ظل ظروف التأكد تتساوى مع القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية المعبرة عنها بالتوزيعات، إضافة إلى سعر بيع السهم عندما يقرر المستثمر ذلك³.

وباعتبار أن الأسهم العادية والأسهم الممتازة هما النوعين الرئيسيين للأسهم المتداولة في الأسواق المالية،

سنقتصر على تقييم كل منها:

¹ -المرجع السابق.

² -سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 104 - 105.

³ - Guy Caudamine ,Jean Montier, "Banque et marchés Financiers", Economica, Paris, France, 1998, p 372.

- تقييم الأسهم العادية:

في مقدمة نماذج تقييم الأسهم العادية نموذج خصم التوزيعات ونموذج مضاعف الربحية.

*تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة (خصم التوزيعات):

يدر السهم العادي عوائد متوقعة في شكل قسائم أرباح (dividends)، أي الحصة أو الجزء من الربح الذي يعود على السهم الواحد.

ويفترض أن حامل السهم يمكن أن يحصل على قيمته في حالة تنازله عنه في وقت لاحق في السوق المالية، والمعادلة التالية تبين القيمة الحالية للسهم العادي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \dots\dots\dots (1)$$

حيث تمثل: P_0 : القيمة الحالية للسهم العادي.

$D_1 \dots D_n$: قسائم الأرباح للفترات 1، 2، n.

r: معدل العائد المطلوب* .

P_n : سعر السهم عند التنازل عنه (إعادة بيعه).

بافتراض أن السهم سوف يستمر في در هذه التدفقات إلى فترة غير محدودة، فتصبح المعادلة السابقة

كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \dots\dots\dots(2)$$

وتأخذ معادلة تقييم السهم العادي عدة أشكال حسب حالات معدل النمو في توزيع الأرباح.

حالة اللانمو:

هي الحالة التي يكون فيها معدل النمو في توزيع الأرباح معدوماً، أي أن قسائم أرباح السهم العادي ثابتة

ولا تنمو من سنة لأخرى والشركة توزع كل الأرباح، وتتحدد قيمة السهم العادي وفقاً للمعادلة التالية²:

$$P_0 = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n} \dots\dots\dots(3)$$

¹ -Douglasr. Emery, jonn D. Finnerty, op.cit, p 129- 130.

* معدل العائد المطلوب: هو ذلك العائد الذي يعكس وبشكل تام مستوى المخاطر التي يتعرض له مستوى التدفقات النقدية المتوقعة، أي هو الحد الأدنى من العائد الذي يرضى به المستثمر للإقبال على الاستثمار بذلك الأصل، وهو ما يعبر عن تكلفة الفرصة البديلة لذلك المستوى من المخاطر.

² - زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط3، 2005، ص 169- 170 .

وبما أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، تصبح المعادلة (3) كالتالي:

$$P_0 = \frac{D}{r} \dots\dots\dots(4)$$

ما يأخذ على هذا النموذج في حالة اللانمو هو أن الأرباح الموزعة تتغير مع مرور الزمن، فقد تنمو بسبب اتساع أعمال الشركة وازدهارها، كما أنه من غير المنطقي أن لا تحتجز الشركة جزءا من الأرباح لاستثماره. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت:

يطلق على هذا النموذج اسم The Gorden Growth model، ويقوم نموذج Gorden لتقييم أثر التوزيعات على سعر السهم وقيمة الشركة على الافتراضات التالية¹:

- لا يوجد تمويل خارجي، فالشركة تعتمد كليا على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها؛
- معدل العائد المطلوب والعائد المتوقع على استثمارات الشركة ثابتين؛
- لا تخضع الشركة للضريبة؛
- معدل نمو الشركة ثابت؛
- معدل العائد المطلوب r على الاستثمارات أكبر من معدل النمو g ، أي $r > g$ ؛
- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية D ثابتة لا تتغير.

ويتم التعبير عن النموذج الذي قدمه Gorden كما يلي²:

يفترض Gorden أن السهم يدر ربحا قدره D بمعدل ثابت g من فترة إلى أخرى.

$$D_1$$

$$D_2 = D_1(1 - g)$$

$$D_3 = D_2(1 - g) = D_1(1 - g)^2$$

$$\vdots$$

$$D_t = D_1(1 - g)^{t-1}$$

وتصاغ القيمة العادلة للسهم P_0 وفقا لهذا النموذج كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + r)} + \frac{D_2(1 + g)}{(1 + r)^2} + \frac{D_3(1 + g)^2}{(1 + r)^3} + \dots$$

¹ - محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 216-217.

² - Douglas. Emery, jon D. Finnerty, Op-cit, p 131.

$$D_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^{t-1}} = D_1 \left(\frac{1}{r-g} \right) \quad [t \rightarrow \infty \text{ لما}]$$

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

وقد وجهت عدة انتقادات لنموذج Gordon لأنه يقوم على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، كما أن النموذج يصعب تطبيقه إذا كان معدل النمو في التوزيعات g أكبر من معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

حالة النمو المتغير في توزيعات الأرباح:

من المعروف أن الشركات تمر في حياتها بمراحل مختلفة، وعموماً هناك ثلاث مراحل هي مرحلة التأسيس والانطلاق ثم مرحلة النضج والاستقرار، وربما مرحلة الفناء أو إعادة التنظيم لضمان استمرار البقاء. ويختلف نمو أعمال الشركة وبالتالي أرباحها بحسب مراحل حياتها، فقد يكون نمو أعمال الشركة وأرباحها نمواً بسيطاً في بداية عمرها ويزداد نمو أعمالها وبالتالي أرباحها بشكل كبير في مرحلة التوسع، ثم تعود الأرباح إلى النمو المستقر بعد أن تستنفذ جميع فرص التوسع والنمو المتاحة لها. ويتم إيجاد السعر العادل للأسهم مثل هذه الشركات من خلال إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات، مع الأخذ بعين الاعتبار مراحل حياة الشركة ومعدلات نمو أرباحها في تلك المراحل¹.

فقد يحدث أن يكون النمو في التوزيعات بمعدل معين خلال فترة معينة، ثم تنمو التوزيعات بمعدل آخر في فترة تالية. ويمكن إيجاد القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة من خلال المعادلة التالية²:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D(1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_n(1+g_n)^t}{(1+r)^t}$$

*تقييم الأسهم بطريقة مضاعف الربحية:

يعتبر مضاعف الربحية (Price Earning) من أهم الطرق الشائعة لتقييم الأسهم العادية، وهو مؤشر يربط

$$P/E = \frac{P}{E_{ps}}$$

سعر السهم بأرباحه.

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 180 - 181 .

² - محمد صالح الحناوي، وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004 - 2005، ص 101 .

حيث يمثل:

P/E : مضاعف الربحية.

P : سعر السهم في السوق.

E_{ps} : Earnings Per Share نصيب السهم من الأرباح المحققة، وهو حاصل قسمة الأرباح

بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم العادية.

وبفرض أن P/E مضاعف ربحية المؤسسة يساوي 10، فهذا يعني أن سعر السهم يساوي عشرة مرات أرباحه، أي أن المستثمر على استعداد لدفع 10 وحدات نقدية مقابل كل وحدة نقدية من الأرباح التي يحققها السهم. وعليه تكون القيمة الحالية للسهم P_0 أو السعر العادل له يساوي:

$$P_0 = P/E \times E_{ps}$$

وجدير بالتنبيه أن مضاعف الربحية P/E المعتمد، وخاصة عند المقارنة يجب أن يكون لمؤسسات متقاربة قدر الإمكان من حيث النمو، المخاطر، النشاط، ... إلخ¹.

*تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

يتم تقييم الأسهم من خلال تيار الأرباح المتوقع أن تحققه الشركة، مع مراعاة أن الأرباح التي يتم احتجازها هي في الواقع استثمار إضافي من جانب المساهمين ويجب تقييمه أيضا. ويتمثل السعر العادل للسهم في الفرق بين القيمة الحالية لربحية السهم المتوقعة مستقبلا، والقيمة الحالية لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية²:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_{ps_t}}{(1+r)^t} - \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_{ps_t} - E_t}{(1+r)^t}$$

حيث:

P_0 : السعر العادل أو القيمة الحقيقية للسهم العادي.

¹ -Guy Caudamine , Jean Montier, "Banque et marchés Financiers", Economica, Paris, France, 1998, p373.

² -محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، مرجع سابق، ص 108-109 .

Eps_t : ربحية السهم المتوقعة.

E : حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة للشركة، وهي الأرباح التي يتقرر احتجازها.

r : معدل العائد المطلوب.

وبافتراض أن الربحية المستقبلية للسهم سوف تنمو بمعدل ثابت، هنا يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة

كما يلي¹:

$$P_0 = \frac{Eps_t - E_t}{r - g}$$

حيث: g هو معدل نمو الربحية، والذي يحسب بضرب نسبة الأرباح المحتجزة في معدل العائد على حقوق الملكية.

وفي حالة تساوي معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على حقوق الملكية، فسعر السهم يتم حسابه بخصم ربحية السهم بمعدل العائد المطلوب كما يلي:

$$P_0 = \frac{Eps_t}{r}$$

يتوقف قرار المستثمر في شراء أو بيع الأسهم العادية على تقييمه لها، ففي كل الطرق الثلاث المذكورة سابقا لتقييم الأسهم العادية، فإنه إذا كانت قيمة السهم المتحصل عليها أكبر من القيمة السوقية، فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من قيمته، وعلى المستثمر الإقدام على شرائه، أما إذا كانت القيمة المتحصل عليها أقل من قيمته السوقية، مما يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته، وبالتالي ينصح ببيع الأسهم وعدم الشراء.

- تقييم الأسهم الممتازة:

إن أسلوب تقييم الأسهم الممتازة لا يختلف عن تقييم الأسهم العادية في ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات

المستقبلية كما تبينه المعادلة التالية²:

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية للسهم الممتاز.

D : العائد الثابت للسهم الممتاز.

r : معدل العائد المطلوب (معدل الخصم).

¹ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 389.

² - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004، ص 324-325.

وتجدر الإشارة إلى أن معدل عائد الأسهم الممتازة يكون أقل من معدل عائد الأسهم العادية لتفاوت المخاطر، كما أن التغير في السعر يحدث بتغير معدل العائد المطلوب.

2-السندات:

أ- مفهوم السندات:

يعرف السند على أنه: " جزء من قرض تصدره الدولة أو الجماعات المحلية أو الشركات العمومية والخاصة، وهو قيمة منقولة تتداول في السوق المالية، لا يعطي لحامله أي حق في أصول الشركة أو أرباحها أو في تسيير الشركة، إذ يعتبر حامل السند مجرد دائن يقوم بعملية الاقتراض من أجل تحصيل الفوائد"¹.

ويعرف أيضا بأنه: " صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة، يثبت حق المكتتب في قرض طويل الأجل تصدره شركات المساهمة، أو شركات التوصية بالأسهم أو أي شخص معنوي عام أو خاص، فهو عقد أو اتفاق بين طرفين: "الشركة" الطرف "المقترض" و"المستثمر" الطرف "المقرض"، وبمقتضى هذا العقد يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة"².

من خلال التعريفين السابقين يتضح أن السند عبارة عن ورقة مالية متداولة في السوق المالية تستحق خلال فترة محددة، ويعتبر بمثابة قرض طويل الأجل تصدره الدولة أو الجماعات المحلية أو الشركات العمومية والخاصة، فهو دين على الجهة المصدرة له تجاه المستثمر (صاحب السند) مقابل فوائد سنوية محددة، عند تاريخ الاستحقاق يسترد صاحب السند مبلغ الدين إضافة إلى العوائد الدورية.

ويتم إصدار السندات بأحد الأسلوبين التاليين³:

- الإصدار العام:

إذ يتولى بنك استثمار عملية إدارة الإصدار، مع ضمان شراء السندات التي يتم الاكتتاب بها؛

- الإصدار الخاص:

يقصر دور بنك الاستثمار في هذا الأسلوب على الوساطة فقط، دون أن يتعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم هذا الإصدار بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها.

¹- Didier Vitrac, op-cit, p 247.

² -سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 123.

³ -محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2005، ص 98.

ويتم تداول السندات بعد الإصدار في السوق الثانوية، وتقوم بيوت السمسرة بشراء كميات ضخمة منها لتباع للمساهمين بصورة مجزأة.

ب- الخصائص الرئيسية للسندات:

للسندات مجموعة من الخصائص تميزها عن بقية الأوراق المالية أهمها:

- السند أداة دين:

يعتبر السند ديناً على الشركة المصدرة، لذا يكون لحامله الأولوية على حامل السهم في استيفاء قيمة السند من أموال الشركة عند تصفيتها، ولا يحق لحامل السند الاشتراك في الجمعيات العمومية للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير عليه، ولا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد الذي يربطها بحملة السندات، ولا أن تغير تاريخ الاستحقاق ولا نسبة الفوائد¹؛

- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل:

يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت مهما كانت النتيجة السنوية للشركة؛

- محدودية الأجل:

يصدر السند بأجل محدد يستحق بلوئه. ولا يحق لحامل السند مطالبة الشركة المصدرة بقيمته قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية²؛

- تحمل وثيقة الإصدار بيانات تطمئن المستثمرين على مدخراتهم منها: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة السندات مقابل اكتتابهم فيها، سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند والذي عادة ما يساوي القيمة الاسمية له؛

- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد³.

ج- أنواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وذلك من خلال أسس مختلفة أهمها:

¹ - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الكتاب الثاني، ط1، 1995، ص 129-130.

² - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 37.

³ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 49.

- أنواع السندات حسب جهة الإصدار:

تنقسم السندات من حيث مصدرها إلى نوعين هما¹:

***سندات حكومية:**

وهي السندات الصادرة عن الدولة ومؤسساتها كسندات الخزينة وسندات البلدية، ولهذا النوع من السندات عدة مزايا تجعله أكثر جاذبية للمستثمرين بالمقارنة مع النوع الثاني، وأهم هذه المزايا:

- السندات الحكومية أكثر أمانا بالنسبة للمستثمرين، فهي غالبا ما تكون مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب مما يجعلها أقل مخاطرة؛
- تعتبر السندات الحكومية أكثر سيولة؛
- عادة ما تكون فوائد السندات الحكومية معفاة من ضريبة الدخل.

***سندات أهلية:**

تصدر السندات الأهلية عن المؤسسات المالية أو الشركات العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها: السندات العادية والسندات المضمونة بعقار، ما يميز السندات الأهلية عن السندات الحكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى، غير أن ما يعاب عليها هو تعرض حاملها أكثر لمخاطر الائتمان الناتج عن احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالالتزام (الدين وفوائده)، لذلك ففي كثيرا من الأحيان تكون هذه السندات مضمونة أو قد يتضمن عقد إصدارها شروط التعجيل في سداد الدين، والذي ينص على دفع المبلغ كاملا إذا ما توقف المدين عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة.

- أنواع السندات حسب شكل الإصدار:

تنقسم السندات حسب شكل إصدارها إلى²:

***سندات اسمية:**

هي سندات تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة التسجيل، حيث يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، ويمكن أن تكون هذه السندات مسجلة بالكامل، حيث يسجل الدين الأصلي والفائدة اللذان يصرفان بشيك بنكي يحمل اسم صاحب السند، أو تسجيلا جزئيا إذ يقتصر التسجيل على أصل الدين فقط، أما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها، فتتزع منها لتحصيل فائدتها من البنك؛

¹ - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مرجع سابق، ص 222- 223 .

² - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 137- 225 .

***سندات لحملها:**

هي سندات لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام، ويكون لحاملها الحق في الحصول على الفائدة بنزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه إلى البنك لتحصيل الفوائد، وعند حلول أجل استحقاق السند يحق لحامله أيضا الحصول على قيمته الاسمية مباشرة من البنك.

- أنواع السندات حسب أجل الاستحقاق:

على حسب آجال استحقاق السندات تقسم إلى¹:

***سندات قصيرة الأجل:**

وهي السندات التي لا يتجاوز أجل استحقاقها السنة، وتتمتع هذه السندات بدرجة عالية من السيولة لانخفاض درجة المخاطرة المصاحبة لها لذا تصدر بمعدلات منخفضة نسبيا، يتم تداولها في سوق النقد باعتبارها تمويل قصير الأجل؛

***سندات طويلة الأجل:**

تعتبر أداة تمويل طويلة الأجل تتداول في سوق رأس المال يتجاوز تاريخ استحقاقها 7 سنوات، ويتم إصدارها بمعدلات فائدة أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل مثل السندات العقارية.

ويمكن أن تصدر السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بتاريخ استحقاق ومعدل فائدة موحدين، كما يمكن أن تصدر بتاريخ استحقاق مختلفة ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة مختلفة أيضا، تتزايد بتزايد اجل السند ويسمى هذا النوع من الإصدارات بالسندات المتسلسلة Serial Bonds مثلا: إصدار لمدة 25 سنة يمكن أن يضم مجموعة من السندات تستحق بعد 15 سنة ومجموعة أخرى بعد 20 سنة ومجموعة ثالثة بعد 25 سنة.

- أنواع السندات حسب الضمان:

تتقسم السندات من حيث الضمان وعدمه إلى:

***السندات المضمونة (السندات العادية):**

هي السندات التي تصدر بضمان عيني يتمثل في أصول الشركة المصدرة كالعقارات، الآلات، ... إلخ، أو ضمان شخصي ككفالة الحكومة أو إحدى البنوك.

¹ -محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مرجع سابق، ص 222-223.

وتلجأ الشركات إلى إصدار مثل هذا النوع من السندات لتشجيع المدخرين على الاكتتاب في السندات المطروحة، ولحملة السندات المضمونة الأولوية في استيفاء ديونهم قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى أو باقي الدائنين¹؛

*السندات غير المضمونة:

وهي السندات التي تكون غير مضمونة بأي ضمان معين، والضمان الوحيد لحامل هذا النوع من السندات هو سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها².

- أنواع السندات حسب القابلية للاستدعاء:

تتقسم السندات حسب القابلية للاستدعاء إلى³:

*سندات غير قابلة للاستدعاء:

يحق لحامل هذا النوع من السندات الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها لرد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص عقد الإصدار على قابليته؛

*سندات قابلة للاستدعاء:

هي السندات التي ينص عقد إصدارها على شرط الاستدعاء، والتي تصدر عادة بعلاوة استدعاء لتشجيع المستثمرين على شرائها.

- أنواع السندات حسب القابلية للتحويل:

من حيث القابلية للتحويل تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين:

*سندات غير قابلة للتحويل:

هذه السندات لا تعطي للمكتتبين فيها حق التحويل، وعادة ما تصدر بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل⁴؛

¹ - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 134.

² - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص 136.

³ - محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 104.

⁴ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص 136.

***سندات قابلة للتحويل:**

هي سندات تمنح لحاملها الحق في طلب استبدالها بعدد من الأسهم العادية أو بسندات أخرى أو بكليهما، إذا ما رغب حاملوها في ذلك¹.

- أنواع السندات حسب العائد:

يندرج تحت السندات من حيث العوائد الأنواع التالية²:

***السندات ذات العائد الثابت:**

سندات يكون معدل الفائدة عليها ثابت حتى تاريخ الاستحقاق، وهي معرضة لعدة مخاطر نتيجة تقلبات الفائدة ومخاطر التضخم؛

***السندات ذات العائد المتغير (المعوم) :**

هي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة وإنما تتغير أسعار الفائدة بحسب معايير معينة مثلا: ترتبط بمؤشر الأسعار في السوق النقدية، أو حسب ما تحققه الشركة من أرباح... إلخ، وهذا لتقريب سعر الفائدة بذلك السائد في السوق؛

***السندات ذات الكوبون الصفري:**

سندات لا تحمل معدلا للفائدة، تباع بخصم على قيمتها الاسمية على أن تسترد قيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق.

***سندات المشاركة في الربح:**

هي السندات التي تعطي لصاحبها الحق في الأرباح المحققة بالإضافة إلى الفائدة المحددة. إضافة إلى الأنواع السابقة الذكر هناك العديد من السندات، كالسندات المرتبطة بالمؤشرات التي تهدف إلى المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند، وذلك بربط سعر الفائدة أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، مثل هذه المؤشرات كثيرة ومتنوعة تعبر في مجملها عن مستوى المعيشة، كمستوى أسعار التجزئة أو أسعار الجملة أو معدل التضخم أو غيره من المؤشرات³. والسندات الدولية التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته ولصالح مقترض أجنبي⁴، وغيرها من السندات الأخرى.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة ، ط1، 1996، ص 294 .

² - Didier Vitrac, op.cit, p 252 .

³ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 59 - 60.

⁴ محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سابق، ص 114.

د- تقييم السندات

يتوقف إيجاد القيمة الحقيقية للسندات أو لأي أصل مالي، على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل مستقبلاً، وبما أن السندات تشتمل على نوعين من التدفقات النقدية:

- الفائدة السنوية (أو النصف أو الربع سنوية)، والتي تدفع عند تقديم الكوبون وهي عبارة عن مبلغ ثابت؛
- القيمة الاسمية للسند والتي يتم الحصول عليها عند تاريخ الاستحقاق.

فإن تقييم السندات يمكن أن يأخذ شكل المعادلة التالية¹:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+r)^t} + \frac{C}{(1+r)^n}$$

حيث:

V: القيمة الحالية للسند.

F: الفائدة السنوية التي تدفع لحامل السند.

C: القيمة السوقية.

r: معدل الخصم (سعر الفائدة السنوي) السائد في السوق.

n: تاريخ الاستحقاق.

هذا إذا كانت العوائد سنوية، أما إذا كانت فوائد السندات توزع على حملتها كل نصف سنة وذلك بالنسبة لمعظم السندات، فالمعادلة السابقة تصبح على الشكل التالي²:

$$V = \sum_{t=1}^{2n} \frac{F/2}{(1+r/2)^t} + \frac{C}{(1+r/2)^{2n}}$$

أما إذا كانت دائماً غير قابلة للتسديد، أي أنها لا تشمل على تاريخ استحقاق، حيث تبقى مبالغ الفوائد السنوية للسندات والتي تدفع لحملتها مستمرة إلى ما لا نهاية بمعنى $n \rightarrow \infty$ ، ولا يمكن لحامل هذا السند الحصول على قيمته من الجهة المصدرة، غير أنه يمكنه التخلص منه في أي وقت شاء بالتوجه إلى السوق المالية. وبذلك

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F}{(1+r)^t} = \frac{F}{r} / n \rightarrow \infty$$

تصبح المعادلة السابقة كالتالي³:

¹ - Patrick Navatte, "Instruments et marchés financiers", Litec, Paris, France, 1992, p 72.

² محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 240.

³ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 73.

هـ - الفرق بين الأسهم والسندات

تلتقي الأسهم مع السندات في بعض الخصائص، فلكل منهما قيمة اسمية وقيمة سوقية وكتلتهما قابلتان للتداول والتعامل، وتتأثر أسعارهما في السوق تبعاً لقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، والظروف السياسية للبلد، وكلاهما مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للشركة أو الهيئة المصدرة... وغيرها. وتختلف السندات عن الأسهم في عدة نقاط أهمها:

الجدول رقم (1) الفروق الموجودة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
- يمثل جزءاً من قرض، ولا تدخل قيمته في رأس المال فهو دين على الشركة	- يمثل جزء من رأس مال الشركة
- حامل السند دائن للشركة، يحصل على فوائد دورية ثابتة بغض النظر عن نتيجة الشركة	- حامل السهم شريك في الشركة يتحمل نتائج مساهمته فيها من ربح أو خسارة، ويتغير نصيب المساهم في الربح كل سنة حسب حالة الشركة
- ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة الشركة والتصويت وحضور الجمعيات العمومية	- للمساهم حق الحضور والتصويت في الجمعية العامة والمشاركة في إدارة الشركة
- يسترد حامل السند رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق	- لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في السوق المالية أو عند تصفية الشركة
- لحامل السند الحق في استرداد مبلغ الدين قبل غيره	- عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم بعد تسديد كافة الديون
- توزع عوائد السندات في ميعاد محدد سلفاً	- لا توزع أرباح الأسهم إلا بعد تصديق الجمعية العمومية
- تصدر السندات عن الشركات، الحكومة والمؤسسات المختصة والمرخصة لها بذلك	- تصدر الأسهم عن شركات المساهمة

المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002، ص 130-131 .

3- المنتوجات الهجينة

أ- حصص التأسيس:

- مفهوم حصص التأسيس:

حصص التأسيس هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل حصة في رأس المال، وتمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة¹.

قد تصدر هذه الحصص عند تأسيس الشركة عندئذ تسمى حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح.

وتمنح هذه الحصص عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضا لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقدا².

- خصائص حصص التأسيس:

لحصص التأسيس جملة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

* لا تدخل حصص التأسيس في تكوين رأس مال الشركة، ولا يعتبر أصحابها شركاء فيها لأن أصحابها لم يقدموا حصة في رأس المال بل أدوا خدمات للشركة؛

* لصاحب حصة التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية؛

* حصص التأسيس صكوك اسمية أو لحاملها وليس لها قيمة اسمية؛

* لا يحق لصاحب حصص التأسيس التدخل في إدارة الشركة والتصويت في الجمعيات العامة³؛

* حصص التأسيس قابلة للتداول بالطرق التجارية، فيحق لأصحابها بيعها والتنازل عنها بعد مضي مدة معقولة من نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر؛

* لا يكون لحملة حصص التأسيس أي نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة⁴؛

* لا تصح تجزئة حصص التأسيس فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك؛

¹ - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 123.

² - Olivier Picon, "la bourse: ses mécanismes- Gérer son portefeuille- réussir ses placements", Encyclopédie, Delmas, 14^{ème} édition, France, 2000, p 39.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 306.

⁴ - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 123 .

*يجوز للشركة إلغاء حصص التأسيس وذلك لعدم مشاركة حاملها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة¹.

- مقارنة بين حصص التأسيس والأسهم والسندات²:

من خلال الخصائص السابقة الذكر لخصص التأسيس يمكن استخلاص نقاط التشابه والاختلاف بينها، وبين كل من الأسهم والسندات. إذ تشبه الأسهم من حيث قابليتها للتداول واستحقاق أرباح الشركة، وعدم تجزئتها وفي كونها اسمية أو لحاملها، وتختلف عن الأسهم في عدم مشاركتها في تكوين رأس مال الشركة فحاملها ليس مساهما فيها وليس لها قيمة اسمية، كما لا يحق لحاملها المشاركة في إدارة الشركة والتصويت في الجمعية العامة، ويمكن للشركة إلغاء حصص التأسيس عكس السهم، إضافة أن لحاملها حق في أرباح الشركة بعد توزيع أرباح المساهمين.

أما الاختلاف الموجود بين حصص التأسيس والسندات، فيمكن في كون حامل حصص التأسيس له الحق في نسبة غير ثابتة من الربح متوقفة على ما تبقى من الأرباح الصافية بعد توزيع نصيب المساهمين، وبذلك يختلف حامل حصة التأسيس عن حامل السندات الذي يعتبر دائما للشركة وله الحق في فائدة ثابتة مهما كانت النتيجة التي تحققها الشركة. ويتفق مع حامل السند من حيث حصوله على الربح وعدم مشاركته في الخسارة.

ب- شهادات الاستثمار:

- مفهوم شهادات الاستثمار:

وثيقة الاستثمار أو شهادة الاستثمار هي عبارة عن صك أو ورقة مالية تصدرها صناديق الاستثمار بقيمة اسمية واحدة في ذات الإصدار، وتتخذ الشكل الاسمي أو لحاملها وفقا لشروط وأوضاع يحددها مجلس إدارة هيئة السوق المالية لكل وثيقة لحاملها على حدة، لا تصدر الوثيقة إلا بعد الوفاء بقيمتها نقدا وفقا لسعر الإصدار، ولا يجوز إصدارها مقابل حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها³.

- حقوق حملة شهادات الاستثمار:

تخول وثيقة الاستثمار لصاحبها عددا من الحقوق أهمها⁴:

*الحق في الحصول على مستند (أو شهادة) المشاركة التي يصدرها الصندوق مقابل الأموال المستثمرة؛

¹ -شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص 120.

² -المرجع السابق، ص 120 - 121.

³ -أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، مصر، 2002- 2003، ص 10 .

⁴ -سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 180 - 183.

* حق المشاركة في نتائج (ربح أو خسارة) استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقا للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب؛

* حق استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها ووفقا لما تنص عليه نشرة الاكتتاب؛

* الحق في الحصول على نصيب من ناتج تصفية الصندوق أو شركة الصندوق؛

* التعامل عليها في السوق المالية إذا كانت مقيدة بها؛

* حق الاقتراض بضمانها من جهات الاقتراض بوصفها ورقة مالية.

- مقارنة بين شهادات الاستثمار والأسهم والسندات:

تتفق وثائق الاستثمار مع الأسهم العادية في عدة نقاط، فلكلها قيمة اسمية ولحاملتها الحق في توزيع الأرباح والإطلاع على وثائق الشركة واقتسام الممتلكات في حالة التصفية، وكذا أولوية الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة.

غير أن شهادات الاستثمار تختلف عن الأسهم في حق التصويت، فلا يحق لحاملتها التصويت فهي بذلك تشبه السندات، إذ لا يملك حملة شهادات الاستثمار حقوق التصويت التي هي من حق حملة الأسهم العادية¹.

ج- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:

- مفهوم السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:

هي عبارة عن صكوك مالية تصدرها الشركة، تعطي لحاملها الحق في شراء عدد معين من أسهمها مستقبلا بسعر التنفيذ المحدد مسبقا، وقد يكون هذا السعر ثابتا كما قد يكون للشركة حق تغييره في أي وقت تريده².

- خصائصها:

لهذه السندات مجموعة من الخصائص منها:

* الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بتسليم قسيمة من القسيمات التابعة للسند؛

* يمكن تداول قسيمات السند في حد ذاتها في السوق المالية، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية المتداولة بها؛

* يحتفظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم بحقه كحامل للسندات المعينة.

¹ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 85 - 86.

² - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 77.

- مقارنتها بالأسهم والسندات:

من خلال خصائص السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، يمكن القول أن حاملها يتمتع بحقوق حملة السندات فهو دائن بالنسبة للشركة، وبحقوق حملة الأسهم في فترة لاحقة، فباستعمالهم لقسيمات السند في شراء الأسهم يصبح حملتها من المساهمين العاديين للشركة أي من ملاكها¹.

4- العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

أ- العقود الآجلة Forward Contracts:

العقود الآجلة هي أقدم المشتقات المالية ظهوراً، وهي تمثل التزاماً بشراء أو بيع كمية معينة من أصل معين في تاريخ لاحق بسعر محدد سابقاً عند إبرام العقد. ويحقق مشتري العقد ربحاً عندما يكون سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المتفق عليه في العقد عند حلول أجل الاستحقاق، وفي حالة العكس فإنه يحقق خسارة وهذا إذا لم يتم تنفيذ العقد الآجل قبل حلول تاريخ الاستحقاق². وتتسم العقود الآجلة بالخصائص التالية³:

- يبرم العقد الآجل بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر، نتيجة للتغيرات في قيمة الأصول المتعاقد عليها؛

- عقود غير قابلة للتداول فلا يوجد لها سوق ثانوية تتداول فيها؛

- عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وبذلك فهي لا تتداول في السوق المالية، وإنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة تحل محل أحد الأطراف تقبل شروط العقد؛

- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والناجحة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماتها؛

- السعر الآجل للعقد هو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفراً عند إبرامه، ويمكن أن تكون للعقد فيما بعد قيمة موجبة أو سالبة بحسب التحركات السعرية للأصل محل العقد؛

- لا يتم دفع أي مبلغ عند بداية التعاقد أو خلاله، وتتحقق قيمة العقد الآجل عند تاريخ الاستحقاق، ويأخذ الطرف الذي يلتزم ببيع الأصل محل العقد اسم صاحب المركز القصير، ويأخذ الطرف الذي يلتزم بشراء الأصل محل العقد تسمية صاحب المركز الطويل.

¹ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 84.

² Bertrand Jaquillat Bruno Sonlik, "Marché Financier, gestion de portefeuille et des risques", op-cit, p 361.

³ - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية القاهرة، مصر، 2004، ص 113.

- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 12-13.

ب- العقود المستقبلية Futures Contracts:

العقد المستقبلي هو اتفاق نمطي لتبادل أنواع معينة من كميات معلومة وفي تواريخ استحقاق محددة في المستقبل، ويتم التبادل من خلال السوق المالية بوساطة غرفة المقاصة التي تؤدي دور الوسيط بين طرفي العقد، وتتم التسوية على أساس فروق الأسعار ولا يسلم الأصل محل التعاقد¹.

وتمتاز العقود المستقبلية بالخصائص التالية²:

- تتداول في أسواق منظمة؛

- لها شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر، ولم تترك هذه العقود مجالاً للتفاوض سوى للسعر وعدد العقود؛

- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوتا للتسوية (المقاصة) لضمان تنفيذ الصفقات؛

- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية، القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار بالسوق المالية، كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم؛

- يتم إجراء تسوية يومية للسعر، الأمر الذي يعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يتبين ربح أو خسارة أحد طرفي العقد بشكل يومي.

أكبر الأسواق التي تتداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجارة * (CBOT) وبورصة شيكاغو ميركانتايل ** (CME). وتشكل مجموعة كبيرة من السلع والأصول المالية محلاً للعقود المستقبلية، وتشمل السلع: الماشية واللحوم، السلع الغذائية، الصوف، القطن، المعادن، الغاز الطبيعي، النفط الخام، البنزين، أما الأصول المالية فتشتمل على مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الخزينة، سندات الخزينة³.

ج- مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

تعد العقود المستقبلية تطويراً للعقود الآجلة، فالعقود المستقبلية هي عبارة عن سلسلة من العقود اليومية، تتشابهان في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي، وتتضمنان تحديد كل من الأصل محل التعاقد وسعره وكميته ووقت تسليمه، غير أنه توجد اختلافات بينهما في عدة نقاط نلخصها في الجدول التالي:

¹ سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 468.

² محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 415.

³ طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سابق، ص 16.

* CBOT : Chicago Board Of Trade.

** CME : Chicago Mercantile Exchange.

الجدول رقم (2): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	عقود شخصية، يتم التفاوض فيها بين طرفي العقد على شروطها، بما يتفق مع رغبة واحتياجاتهما والتي قد لا تتفق مع غيرهما	عقود نمطية، إذ أن جميع بنود العقد عدا السعر والكمية هي بنود نمطية محدد من قبل إدارة السوق وليست محلا للتفاوض
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي، وهذا ما يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه دون خسائر	لها سوق ثانوي، فيمكن التخلص منها في التاريخ الذي يريده طرف العقد
أطراف العقود	البائع والمشتري	البائع والمشتري وغرفة المقاصة التي تكون وسيطا بينهما
تسوية العقود	يظل سعر الأصل محل العقد ثابت خلال فترة العقد، وعند تاريخ استحقاقه تتم التسوية بين البائع والمشتري، فيدفع هذا الأخير المبلغ الإجمالي للبائع. ولا يتم مراقبة تحركات الأسعار يوميا، ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد ضرورة لهامش مبدئي	تتم مراقبة الأسعار يوميا، إذ يعدل العقد كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الأصل محل العقد، لذلك يترتب عن العقود المستقبلية تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش من طرف كل من البائع والمشتري، وهذا الهامش يعكس التغيرات اليومية لسعر الأصل موضوع العقد، إذ يعدل حسب تغير سعر العقد وبشكل يومي لضمان المشاركة النهائية
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل موضوع العقد	لا يتم عادة إنهاء العقد بالتسليم
المخاطر	يتعرض طرفي العقد الآجل لمخاطر ائتمان، تنتج عن إمكانية عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته	تنطوي على مخاطرة ائتمان محدودة، بفضل وجود غرفة المقاصة، وكذا الهامش والتسوية اليومية
السيولة	أقل سيولة، فلا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله، ويرضى بشروط العقد ويقبله الطرف الآخر	تتمتع بسيولة أكبر، فيمكن لأي طرف تصفية موقفه في أي يوم شاء، إذ يمكن له أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان كمشتري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح. لأن العقود نمطية ومحددة الشروط

المصدر:- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سابق، ص 112- 114 .

– Mondher Bellalah, "Gestion des risques et Produits dérivés classiques et exotiques", Dunod, Paris, 2003, p 155-156.

د- تقييم العقود المستقبلية

يمكن للمستثمر الحصول على أصل ما بشرائه من السوق الحاضر بسعر فوري، كما يمكنه القيام بعملية الشراء بواسطة عقد مستقبلي، حيث يكون تسلم الأصل وتسليم السعر المحددين في العقد في وقت لاحق. إذن يستطيع المستثمر الحصول على نفس الأصل بالشراء الفوري أو الشراء المستقبلي، لكن مع وجود بعض الاختلافات.

فالمستثمر في السوق الآجلة لا يقوم بتسديد مبلغ عملية الشراء إلا بعد فترة معينة، الأمر الذي يتيح له إمكانية توظيف هذا المبلغ، خلال الفترة الممتدة ما بين إبرام العقد المستقبلي وتاريخ استحقاقه أين يتم تسديد المبلغ، وبالمقابل سيضيع المستثمر في العقد المستقبلي فرصة الاستفادة من توزيعات الأرباح أو معدلات الفائدة، حسب ما إذا كان الأصل محل العقد سهما أو سندا.

ومن هنا يمكن استنتاج العلاقة التي تربط قيمة العقد المستقبلي بالسعر الحاضر، والتي تكون على النحو

$$\frac{PCF}{(1+r)} = PC - VP(DC) \quad \text{الآتي}^1:$$

حيث يمثل:

PCF: سعر أو قيمة العقد المستقبلي.

r: العائد خالي المخاطر للفترة المعينة.

PC: السعر الحاضر Prix Comptant.

VP(DC): قيمة توزيعات الأرباح أو الكوبونات التي تم التخلي عنها في الفترة ما بين إبرام العقد وتاريخ

الاستحقاق المستقبلي.

$$PCF = PC(1+r) - VP(DC) \quad \text{وعليه تصبح قيمة العقد المستقبلي كما يلي:}$$

أي أن قيمة العقد المستقبلي هي الفرق بين القيمة المستقبلية للسعر الحاضر للأصل أو الأصول محل

العقد، وتوزيعات الأرباح أو الكوبونات التي تم التخلي عنها.

¹ -Patrick Navatte, Op-cit, 1992, p 86 .

5- عقود الخيارات:

الخيار هو اتفاق بين طرفين، يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين بسعر متفق عليه يدعى سعر التنفيذ *Prix d'exercice*، وفي تاريخ استحقاق محدد يسمى تاريخ التنفيذ، مقابل علاوة *Prime* تدفع للبائع عند إبرام العقد، وهي غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه¹.

عندما يمتلك حامل عقد الخيار الحق في شراء الأصل محل العقد يسمى العقد بخيار الشراء *Call option*، أما في حالة امتلاكه الحق في البيع فيسمى بخيار البيع *Put Option*².

أ- خصائص عقود الخيارات:

يمكن تلخيص خصائص عقود الخيار فيما يلي³:

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه (المشتري)، وإنما يعطيه الحق في الخيار بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة (البيع أو الشراء)، مقابل علاوة يدفعها لمانح الحق (البائع أو المحرر)؛
- تدفع العلاوة أو المكافأة (ثمن الخيار) لمحرر عقد الخيار (مانحه) الملزم بتنفيذه، عندما يرغب صاحب الحق (المشتري) في ممارسة هذا الحق خلال المدة أو في التاريخ المحدد. وتمثل العلاوة مقابل المخاطرة التي يتحملها مانح الحق عندما يمارس (ينفذ) صاحب الحق عقد الخيار مهما كانت ظروف السوق؛
- عند تنفيذ الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل مهما كانت قيمة العلاوة؛
- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب الحق هو العلاوة التي يدفعها فقط إذا لم ينفذ الحق؛
- عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير في السوق المالية؛
- تتم تسوية أو تنفيذ الخيار بالشكل النقدي، فعمليات الشراء أو البيع المتعلقة بهذه العقود لا تتطلب التسليم أو التسلم الفعلي للأصول.

ب- أنواع عقود الخيارات

تصنف الخيارات إلى عدة تصنيفات وحسب عدة معايير تتمثل في:

- الأنواع الرئيسية:

تصنف بدورها إلى:

*CBOE: Chicago Board Stock Exchange.

¹ - Aimé Scannavino, "Les marchés financiers internationaux", Dunod, Paris, 1999, p 76 .

² - Anne-Emmanuelle Dognon-Rémy, "Investir en Bourse avec les Clubs D'investissement", Dunod, Paris, 2001, p 55-56 .

³ - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 560 - 562.

*** خيار الشراء Call Option :**

وفقا لهذا العقد يحق لصاحب الخيار شراء أصل ما، بالسعر المتفق عليه (يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد أو سعر قريب منه) في العقد وفي تاريخ محدد. وصاحب الخيار ليس ملزما بشراء الأصل أي تنفيذ الخيار، وذلك مقابل دفع علاوة لمانح الخيار، وقد يملك مانح الخيار الأصل الذي يتعاقد على بيعه لصاحب الخيار (مشتري الخيار) كما قد لا يملكه.

ويقدم صاحب الخيار (المشتري) على الشراء، لتوقعه ارتفاع القيمة السوقية للأصل المتفق على شراؤه خلال فترة التعاقد، أما مانح الخيار (البائع) فيقدم على بيع الخيار للمشتري (أي التعاقد مع المشتري)، لأن توقعاته تشير إلى انخفاض القيمة السوقية للأصل خلال فترة التعاقد¹؛

*** خيار البيع Put Option :**

يعطي لمشتري الخيار الحق في الخيار (وليس الالتزام) في بيع أو عدم بيع الأصل المتفق عليه عند تاريخ الاستحقاق أو خلال فترة الاستحقاق بالسعر المحدد مسبقا أي سعر التنفيذ، ومقابل الحصول على هذا الحق (حق الخيار) يدفع المشتري علاوة (مكافأة) لبائع الخيار، الذي يلتزم (بائع الخيار) بشراء الأصل محل التعاقد عند تاريخ الاستحقاق أو خلال فترة الاستحقاق بسعر التنفيذ إذا ما أراد مشتري الخيار بيعه². إذ يقدم صاحب الحق (المشتري) على الاستثمار (شراء خيار بيع) لتوقعاته بانخفاض القيمة السوقية للأصل محل التعاقد خلال فترة العقد أو عند تاريخ الاستحقاق، أما مانح الحق (البائع) فيقدم على بيع خيار البيع لتوقعاته بارتفاع القيمة السوقية للأصل محل التعاقد خلال فترة التعاقد أو عند تاريخ الاستحقاق. وفيما يلي نبين خسائر وأرباح كلا الطرفين³:

¹ - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط2، 2004، ص 268-272.

² - Robert Goffin, "Principes de Finance Moderne", 3 édition, Economica, Paris, 2001, p 353.

³ - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 106.

الجدول رقم (3): ملخص لخيارات الشراء وخيارات البيع

طرف العقد / نوع الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
	1- حق شراء أصل ما بسعر وفي تاريخ محددين	1- حق بيع أصل ما لمانح الحق بسعر وفي تاريخ محددين
	2- ملزم بدفع علاوة (مكافأة) مقابل	2- ملزم بدفع علاوة (مكافأة) مقابل
صاحب الخيار	الحصول على الخيار	الحصول على الخيار
أو مشتري الحق	3- تتحقق الأرباح بارتفاع القيمة السوقية للأصل	3- تتحقق الأرباح بانخفاض القيمة السوقية للأصل
	4- الأرباح غير محدودة	4- الأرباح غير محدودة
	5- الخسارة محدودة بمقدار العلاوة	5- الخسارة محدودة بمقدار العلاوة
	1- ملزم ببيع الأصل المتفق عليه وبالسعر وفي التاريخ المحددين سابقا	1- ملزم بشراء الأصل المتفق عليه وبالسعر وفي التاريخ المحددين سابقا
	2- يحصل على العلاوة سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ	2- يحصل على العلاوة سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ
مانح الخيار أو بائع الحق	3- تتحقق الأرباح بثبات أو انخفاض القيمة السوقية للأصل	3- تتحقق الأرباح بثبات أو ارتفاع سعر الأصل في السوق
	4- الأرباح محدودة بقيمة المكافأة	4- الأرباح محدودة بمقدار المكافأة
	5- الخسائر غير محدودة فهي تزداد بارتفاع القيمة السوقية للأصل	5- الخسائر غير محدودة فهي تزداد مع انخفاض سعر الأصل في السوق

المصدر: عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 587.

- الخيارات حسب تاريخ تنفيذها:

تقسم الخيارات حسب هذا التصنيف إلى¹:

*الخيارات الأوروبية European Option:

في هذه العقود لا يحق للمشتري المطالبة بتنفيذ عقد الخيار إلا بحلول تاريخ الاستحقاق؛

¹- Paul-Jacques Lehmann, op.cit, p 105.

***الخيارات الأمريكية American Option:**

هي عقود تمنح للمشتري الحق في تنفيذها في أي وقت حتى تاريخ الاستحقاق.

- أنواع الخيارات حسب التغطية:

وتقسم الخيارات حسب هذا التصنيف إلى¹:

*** خيار الشراء المغطى Covered call Option:**

وفيها يكون بائع الخيار مالكا للأصول محل العقد، أي أنه يستطيع تغطية التزامه بالبيع إذا اختار مشتري الخيار تنفيذ العقد؛

*** خيار الشراء غير المغطى Uncovered Call Option:**

وهنا لا يمتلك مانح الخيار (البائع) الأصول محل العقد، ولذلك إذا اختار مشتري الخيار التنفيذ، فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصول من السوق لتسليمها للمشتري.

- أنواع عقد الخيار حسب الربحية:

تصنف إلى: الخيار المريح؛ الخيار غير المريح؛ الخيار المتكافئ.

ج- تقييم الخيارات

ينتج عن التداول اليومي للخيار في السوق المالية تحديد سعره، وهو المبلغ الذي يجب أن يدفعه مشتري الخيار لبائعه عند إبرام العقد، مقابل الحصول على المزايا المستقبلية لعقد الخيار، وهو محدود ونهائي يمثل قيمة الخيار في السوق أو قيمة المكافأة المدفوعة للبائع وتسمى كذلك بالقيمة النظرية للخيار، التي تكون صحيحة في حالة السوق الكفاء أي عندما يكون هناك حجم كاف من المعاملات وانخفاض أو انعدام تكلفتها، وكذلك عدم وجود الضرائب المفروضة على هذه المعاملات².

لكن الواقع غير ذلك، فما هي قيمة عقد الخيار وكيف تحدد وما هي العوامل المؤثرة على هذه القيمة؟

- قيمة عقد الخيار:

لعقد الخيار ثلاثة قيم يمكن توضيحها فيما يلي:

***القيمة السوقية:**

القيمة السوقية لعقد الخيار هي القيمة التي يباع بها في السوق، والتي تتحدد وفق قوانين العرض والطلب؛

¹ -طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سابق، ص 45.

² -Robert Goffin, op. cit, p 356.

***القيمة الحقيقية:**

تسمى أيضا القيمة الذاتية Intrinsic Value، وهي قيمة العقد لو تم تنفيذه في اللحظة (حاليا)، وتتمثل في الفرق بين السعر الجاري (الحالي) للأصل في السوق وقت التنفيذ وسعر التنفيذ المتفق عليه مسبقاً¹. ولا يمكن أن تكون القيمة الذاتية أقل من الصفر، طالما أنه من حق مشتري العقد عدم تنفيذه، كما يحق له بيعه لطرف ثالث قبل وصول تاريخ التنفيذ، أين تكون القيمة السوقية للعقد أكبر من قيمته الذاتية². وتتحدد القيمة الذاتية لعقد الخيار بالعلاقة التالية³:

$$VI = \max(S_T - K, 0)$$

خيار الشراء:

حيث:

VI: القيمة الذاتية.

S_T: القيمة السوقية للأصل محل العقد وقت التنفيذ T.

K: سعر التنفيذ المتفق عليه في العقد .

$$VI = \max(K - S_T, 0)$$

خيار البيع:

***القيمة الزمنية:**

القيمة الزمنية هي الفرق بين القيمة السوقية لعقد الخيار وبين قيمته الذاتية، والتي تزداد كلما ابتعد تاريخ الاستحقاق، حيث أن امتداد الزمن يعني فرصة أفضل لإمكانية تحرك سعر الأصل في الاتجاه الذي يتوقعه مشتري العقد⁴.

وتعطى القيمة الزمنية لعقد الخيار بالعلاقة التالية:

$$VT = \max(VM - VI, 0)$$

حيث: VT: القيمة الزمنية للخيار.

VM: القيمة السوقية للخيار.

¹ - Aimé Scannavino, Op-cit, 1999, p 78.² - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مرجع سابق، ص 376.³ - Aimé Scannavino, op. cit, p 78.⁴ - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مرجع سابق، ص 376 - 377.

ومجموع القيمة الذاتية للخيار وقيمه الزمنية يمثل علاوة الخيار، حيث¹:

$$P_r = VI + VT \quad \text{قبل الاستحقاق:}$$

$$P_r = VI \quad \text{عند الاستحقاق:}$$

- العوامل المؤثرة على قيمة الخيار:

تتأثر قيمة الخيار بعدة عوامل تتمثل في:

*العوامل الخارجية:

تتمثل العوامل الخارجية المؤثرة على قيمة الخيار في²:

السعر السوقي للأصل محل العقد:

لسعر الأصل محل العقد تأثير مباشر على القيمة الحقيقية (الذاتية) للخيار، حيث تؤدي توقعات ارتفاع القيمة السوقية للأصل في السوق الحاضر إلى ارتفاع سعر خيار الشراء بينما ينخفض سعر خيار البيع والعكس، إذ تؤدي توقعات انخفاض السعر السوقي للأصل إلى خفض أسعار الشراء بينما تؤدي إلى زيادة قيمة خيار البيع

التقلبات في سعر الأصل محل العقد:

ترتفع قيمة خيار الشراء مع زيادة درجة التقلبات في سعر الأصل محل العقد، نفس الشيء بالنسبة لخيار البيع، فكلما كانت درجة التقلب في أسعار الأصل كبيرة، كلما ازداد احتمال أن يحقق ارتفاعات أو انخفاضات كبيرة في السعر. ففي حالة الارتفاع الكبير في سعر الأصل ستعود الفائدة على حامل عقد خيار الشراء، أما في حالة الانخفاض الكبير فإن الفائدة تعود على حامل خيار البيع.

إذن قيمة الخيار ترتبط بمخاطر الاستثمار فيه، فكلما ارتفعت المخاطر المتعلقة بالخيار كلما ازدادت قيمته والعكس صحيح.

أسعار الفائدة:

إن ارتفاع أسعار الفائدة يستلزم أن تكون قيمة المكافأة كبيرة، بقدر يشجع المستثمرين على تحرير عقود خيار، فإذا لم يحصل المستثمر على علاوة عالية في مقابل عقد الخيار الذي يحرره، يكون من الأفضل له أن يبيع الأصل ويستثمر المبلغ في استثمار يعرضه لمخاطر أقل.

¹ - Aimé Scannavino, op. cit, p 79.

² - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 589-591.

- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مرجع سابق، ص 399.

- Pierre Vernimmen, op.cit, p 537- 539.

في ظل ارتفاع أسعار الفائدة يتوقع أن تكون قيمة خيارات الشراء كبيرة، وقيمة خيارات البيع صغيرة والعكس صحيح.

توزيعات الأرباح:

تؤثر توزيعات الأرباح أو الكوبونات (أسهم أو سندات) سلبيًا على سعر الأصل، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار خيارات الشراء وارتفاع أسعار خيارات البيع.

*العوامل الخارجية:

تتمثل في عاملين هما:

تاريخ الاستحقاق:

إن قيمة خيار الشراء أو البيع ترتفع مع طول المدة المتبقية لحلول تاريخ استحقاق الخيار، فكلما كان تاريخ استحقاق الخيار بعيدًا، كلما زادت احتمالات حدوث تغيرات في سعر الأصل محل العقد أي كلما ارتفعت درجة المخاطرة، وبذلك تكون قيمة الخيار أكبر.

سعر التنفيذ:

كلما كان سعر تنفيذ خيار الشراء مرتفعًا كلما كانت قيمة الخيار منخفضة، وهذا بالنسبة لسعر الأصل محل العقد في السوق، ذلك أن الأمل في تحقيق أرباح كبيرة يصبح ضئيلًا، لأن احتمال أن يفوق سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ ضعيف.

أما خيار البيع، فكلما كان سعر التنفيذ مرتفعًا كلما كانت قيمة خيار البيع مرتفعة، لأنه من الأنسب دائمًا لمشتري هذا الخيار أن يبيع بسعر مرتفع.

ويمكن تلخيص العوامل المحددة لقيمة الخيار فيما يلي¹:

المكافأة أو قيمة الخيار تابع للعوامل السابقة

$$P_r = f(S_T^{[+]}, K^{[-]}, T^{[+]}, r^{[+]}, \sigma^{[+]}, Dividendes^{[-]}) \quad \text{خيار الشراء:}$$

$$P_r = f(S_T^{[-]}, K^{[+]}, T^{[+]}, r^{[-]}, \sigma^{[+]}, Dividendes^{[+]}) \quad \text{خيار البيع:}$$

حيث تمثل:

P_r : قيمة الخيار أو العلاوة.

S_T : سعر الأصل محل العقد وقت التنفيذ (السعر الجاري للأصل).

¹ - Aimé Scannavino, op. cit, p 80.

K: سعر التنفيذ. T: تاريخ استحقاق الخيار. r: معدل الفائدة.

σ : التقلبات أو الانحرافات في سعر الأصل. Dividendes: التوزيعات.

- نموذج بلاك شولز (black scholes) لتقييم الخيارات:

يعتبر نموذج بلاك شولز من أهم وأكثر النماذج الرياضية استخداما في الأسواق المالية من جانب المستثمرين والأكاديميين عند تقييم الخيارات.

ففي سنة 1972 قدم كل من Myron Scholes, Fisher Black نموذجا لتقييم الخيارات الأوروبية، وقد بني هذا النموذج على أساس تشكيل محفظة تتكون من الأصل محل العقد وعدد من الخيارات، بحيث لا تتأثر هذه المحفظة بتغيرات سعر الأصل المعني، الأمر الذي يمكن من الحصول على العائد خالي المخاطر من خلال الاستثمار في الأصل¹.

*افتراضات النموذج:

يقوم نموذج بلاك شولز على جملة من الفروض تتمثل في²:

- لا توجد تكلفة للمعاملات، كما لا توجد ضرائب؛
- معدل العائد الخالي من المخاطر r ثابت خلال فترة حياة الخيار؛
- تعمل السوق المالية بشكل مستمر؛
- سعر السهم يمكن تمثيله في دالة متصلة، أي لا تحدث قفزات مفاجئة في سعر الأصل؛
- يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأصل مهما صغر حجمها؛
- الاقتراض والاقتراض يتم بنفس المعدل خالي المخاطر؛
- عملية البيع على المكشوف لأي ورقة ممكنة وبدون قيود؛
- لا توجد توزيعات خلال فترة حياة الخيار؛
- الخيار من النوع الأوروبي الذي ينفذ فقط في تاريخ الاستحقاق.

*الصيغة الرياضية للنموذج:

توصل بلاك وشولز إلى صيغة رياضية تحدد سعر التوازن لعقد خيار الشراء، الذي في ظلّه يحقق المستثمر معدلا للعائد يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، ومع أن هناك فرصة لتحقيق عائد أكبر

¹-Pierre Vernimmen, op.cit , p542.

² -Robert Goffin, op.cit, p 407.

إلا أن المراجحين كفلين بإعادة السعر إلى مستوى التوازن، الذي فيه يكون العائد في حدود العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. وصيغة المعادلة كالتالي¹:

$$\text{Valeur de l'option d'achat} = N(d_1) \times V - N(d_2) \times K \times e^{-T \times r_F}$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{V}{K} + \left(r_F + \frac{\sigma^2}{2} \right) \times T}{\sigma \times \sqrt{T}} \quad \text{مع:}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \times \sqrt{T}$$

حيث:

V : السعر الحالي للأصل محل العقد.

$N(d)$: القانون الطبيعي (1 = écart type, 0 = moyenne).

K : سعر تنفيذ الخيار.

e : الدالة الاسمية.

r_F : معدل العائد السنوي على الاستثمار الخالي من المخاطر، أي أن استثمار وحدة نقدية لمدة سنة على أساس r_F سيبلغ في نهاية سنة واحدة $e^{-r_F \times 1}$.

σ : الانحراف المعياري لمعدل العائد السنوي للأصل محل العقد، والذي يمثل التغيرات في سعر الأصل.

T : الفترة المتبقية حتى تاريخ التنفيذ (بالسنوات).

\ln : اللوغاريتم النيبري.

عملياً معدل العائد اللحظي يساوي الفرق بين اللوغاريتم النيبري لسعر الأصل اليوم ولسعر اليوم السابق.

$$r = \ln V_1 - \ln V_0$$

من خلال المعادلة الرياضية التي قدمها بلاك وشولز، نلاحظ أنها تأخذ في الحسبان كل المتغيرات المؤثرة على قيمة الخيار والتي تم تناولها في نقطة سابقة، حيث نستطيع القول أن قيمة خيار الشراء الأوروبي دالة في المتغيرات التالية: سعر التنفيذ K ، السعر السوقي للأصل V ، الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق T ، معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر r_F ، التغيرات في سعر الأصل محل العقد σ . حيث نلاحظ وجود

¹ -Pierre Vernimmen, op.cit, p 542- 543.

علاقة طردية بين قيمة الخيار وأيا من هذه المتغيرات عدا سعر التنفيذ الذي تربطه علاقة عكسية مع قيمة الخيار.

6- عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية، تتعلق بقيمة عملات أجنبية أو أسعار فائدة لعملات أجنبية، أو عملات تبادل مركبة معدلات فائدة/ عملات أجنبية خلال فترة مستقبلية¹. مثلاً يوافق الطرف (أ) لعقد المبادلة على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين كل سنة لمدة 5 سنوات، وذلك للطرف الثاني (ب) للعقد، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي يعتمد على تفاعل قوي العرض والطلب) على نفس المبلغ².

وتتميز عقود المبادلة بأنها ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار، كما لا يتم تسويتها يومياً بل على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، ...) على عكس العقود المستقبلية، لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ (العقود الآجلة)³.

وتعتبر عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر سعر الفائدة، كما تهدف إلى تخفيض تكلفة التمويل عن طريق توليد قروض مستثمرة بتكلفة إقراضية أقل⁴.

أ- أنواع عقود المبادلة:

تنقسم عقود المبادلة إلى عدة أنواع:

- مبادلة أسعار الفائدة:

مبادلة معدلات الفائدة هو عقد بين طرفين لتبادل معدلات الفائدة لفترة وعلى مبلغ محدد، وخلال هذه العملية لا يتم تبادل حقيقي للمبلغ المحدد ولكن يستخدم هذا المبلغ كقاعدة لحساب الفوائد، وبالتالي يكون التدفق النقدي الوحيد الناتج عن هذه العملية هو عبارة عن الفوائد الناتجة عن عملية اقتراض وهمية.

تستخدم عقود المبادلة على معدلات الفائدة لإعادة هيكلة الدين أو الأصل عن طريق⁵:

- تحويل موقف بمعدل فائدة ثابت مع موقف بمعدل فائدة متغير؛

- تحويل موقف بمعدل متغير مع موقف بمعدل ثابت؛

¹- Guy Caudamine, Jean Montier, op. cit, p 404.

² -طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سابق، ص 213.

³ -محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 385.

⁴-عادل محمد رزق، ص 117.

⁵ -Guy Caudamine, Jean Montier, op. cit, p 404.

- تبادل معدل متغير في السوق النقدية، مقابل معدل متغير في سوق السندات. وتتم عملية المبادلة على أسعار الفائدة بموافقة أحد طرفي العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة على أصل دين وهمي، أي مبلغ يستخدم فقط لحساب الفائدة لعدد من السنوات، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة) على نفس أصل الدين الوهمي عن نفس الفترة الزمنية؛

- مبادلات العملات:

مبادلة العملات هي اتفاق بين طرفين يتضمن عمليتين: عملية شراء أو بيع عملة معينة مقابل عملية أخرى في السوق الحاضرة، أي التسليم الفوري والآني بين العملتين، وفي نفس الوقت تجري عملية بيع للعملة التي سبق شراءها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وذلك في السوق الآجل أي في تاريخ لاحق، على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين¹.

وتهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية المخاطر الناجمة عن التقلبات المحتملة في أسعار صرف العملات مستقبلاً²؛

- مبادلة السلع:

يتم الاتفاق في عقد مبادلة السلع بين الطرفين على قيام أحدهما بالشراء الآني لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد من الآخر، على أن يتم سداد المبلغ فوراً، وبيعها في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً³؛

- عقود المبادلة على المؤشرات:

هي اتفاق بين طرفي العقد على الالتزام بتبادل تدفقات نقدية في المستقبل، يتم تحديدها على أساس رأس مال معين (المبلغ الأصلي) الذي يربط بمعدلين، أحدهما يمثل العائد على مؤشر سوق ما والآخر على معدل فائدة، فيتحصل أحد الطرفين (أو يدفع) الفوائد على المبلغ، في حين يدفع أو يتحصل الطرف الآخر على العوائد على مؤشر السوق المالية إذا ما انخفض هذا الأخير⁴.

¹ - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 119.

² - محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 408.

³ - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 119.

⁴ - Mondher Bellalah, "Gestion des risques et Produits dérivés classiques et exotiques", Dunod, Paris, 2003, p 67.

الفصل الرابع:

التحليل الأساسي للأوراق المالية

الفصل الرابع: التحليل الأساسي للأسواق المالية

الأهداف البيداغوجية: بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

- التعرف على مفهوم التحليل الأساسي وأهميته؛
- استيعاب مراحل التحليل الأساسي؛
- التحكم في أدوات التحليل الأساسي.

تمهيد:

يقوم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها على أساس عملية تحليل وتقييم الأصول المالية، والتي تكون مهمة عند تشكيل المحفظة لأول مرة لأن المستثمر يسعى لمعرفة الأوراق المالية الجذابة من ناحية العائد والمخاطرة، وبشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بضم أو عدم ضم تلك الأوراق للمحفظة، ويبقى دور التحليل مستمرا لتقييم المحفظة لأن ما كان جذابا قد لا يكون كذلك والعكس صحيح، وذلك في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة.

وهناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية، مدخل التحليل الأساسي ومدخل التحليل الفني.

أولا- مفهوم التحليل الأساسي:

يهتم التحليل الأساسي بدراسة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها وذلك باستخدام بياناتها المالية لمعرفة وضعها وقيمتها، وأيضا من خلال قراءة وتفسير كل المقاييس التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، بهدف تحديد القيمة الحقيقية للأصل، والتي تتمثل في القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بغرض التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، أي التي يختلف سعرها السوقي عن سعرها المتوقع. ويكون القرار شراء السهم عندما تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، وبيعه عندما يفوق سعره السوقي القيمة الحقيقية¹.

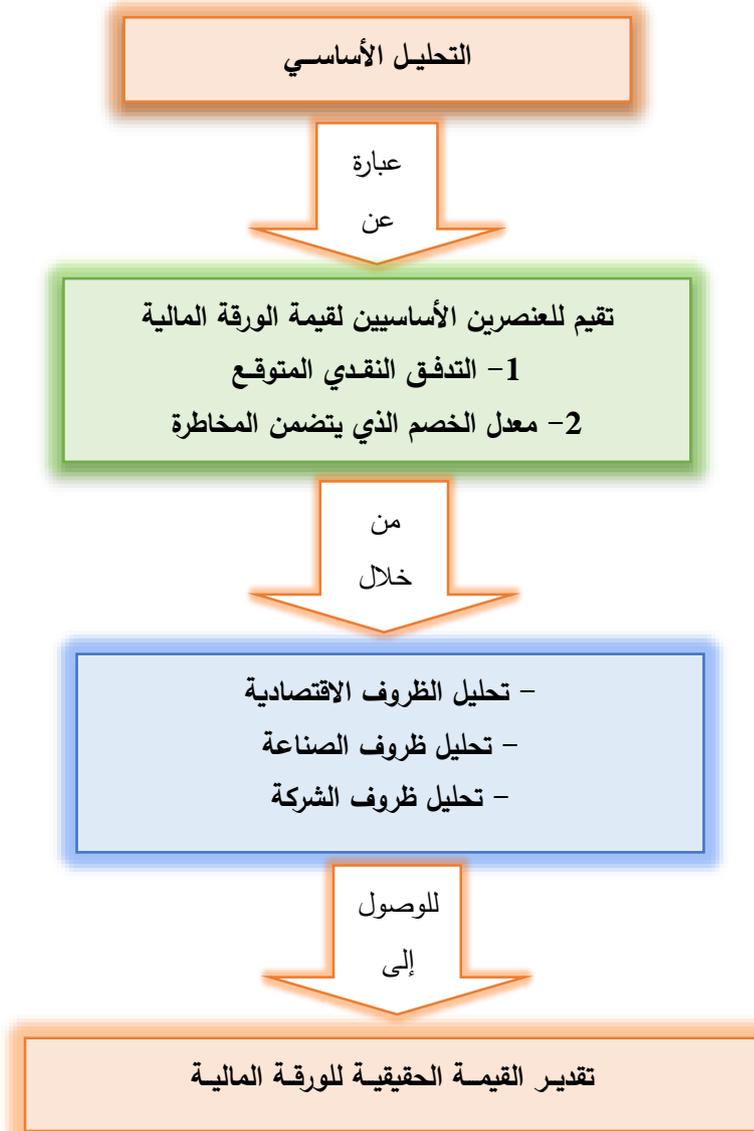
ويعنى التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم، أي أن هذا التحليل يهتم بمستقبل أسعار الأسهم وليس بالأسعار

¹ - عاطف وليم أنداروس، مرجع سابق، ص 86.

التي بيعت بها في السوق¹. وعليه يفترض التحليل الأساسي أن السوق المالي كفاء على الأقل في شكله الضعيف.

وعليه، فالتحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عددا من التقنيات كالتحليل الإستراتيجي والتحليل المالي و يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها و بالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به. ويمكن توضيح المضمون العام للتحليل الأساسي في الشكل التالي.

الشكل رقم (4): الإطار العام للتحليل الأساسي



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية الإسكندرية، ط1، 1998، ص 39.

¹ - أمين السيد احمد لطفي، " التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 46.

ثانياً - أهمية التحليل الأساسي:

تبرز أهمية التحليل الأساسي للأوراق المالية من خلال تحديد المعلومات المالية وقياسها ومن ثم توفيرها للمستثمرين والمحليلين، حيث يمكنهم الاعتماد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار (شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية)، وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شرائها أو بيعها والتوقيت الملائم لذلك. ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ذلك يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله عن طريق إجراء التحليل المالي لتلك التقارير، التي تصدر في نهاية السنة أو بصفة دورية، وإيجاد العلاقة والمؤشرات واتجاه التغيرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم. ليقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي وتحليل السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم¹. وعليه، فإن أهمية هذا التحليل تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، ولذلك فإن هذا التحليل بمستوياته الثلاث فإنه يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.

ثالثاً - مراحل التحليل الأساسي:

هناك مدخلين يعتمد عليهما التحليل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية المراد الاستثمار فيها، هما²:

1- المدخل الأول:

يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها؛

2- المدخل الثاني:

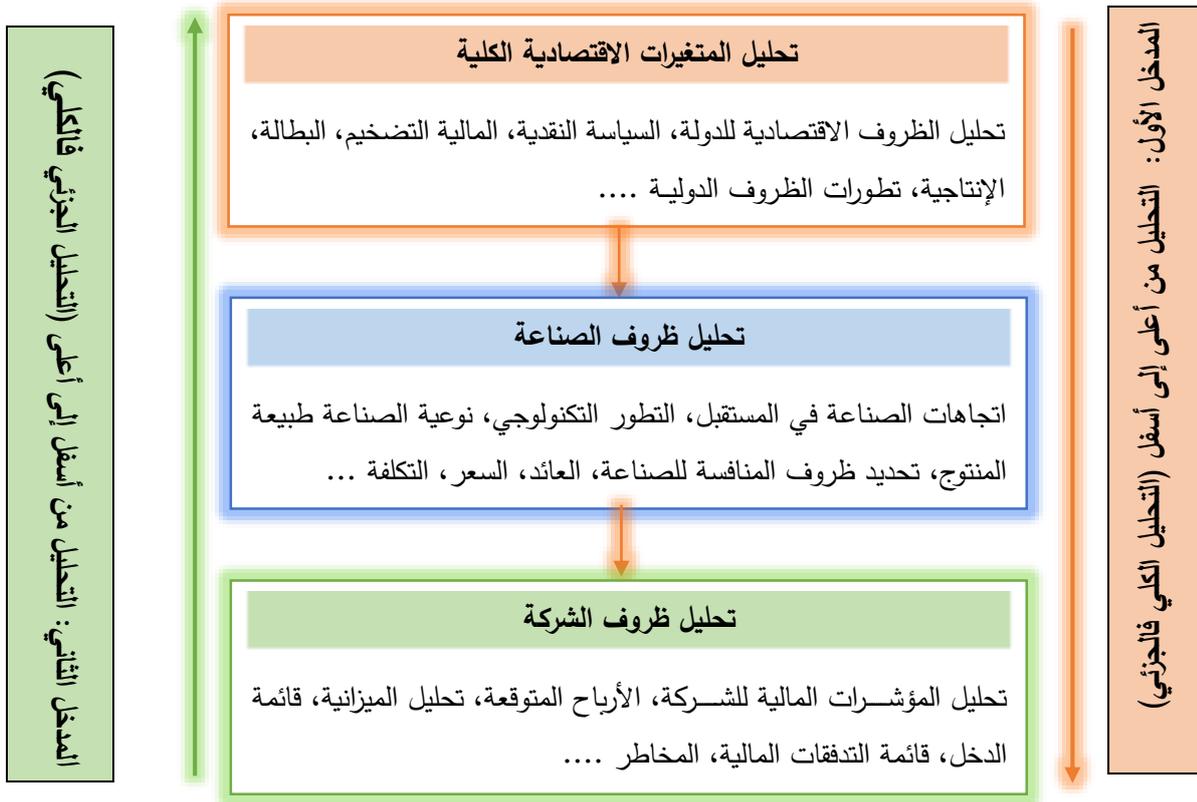
يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

¹ - أمين السيد احمد لطفي، مرجع سابق، ص 47.

² - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 37 - 38.

ويعتبر المنهجين مكملين لبعضهما البعض، ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى، يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة . ويمكن تلخيص مدخلي التحليل الأساسي في الشكل التالي.

الشكل رقم (5): منهج التحليل الأساسي



وفقا للمدخل الأول يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، فيهتم أولا بتحليل الظروف الاقتصادية، ثم يبدأ بتحليل ظروف الصناعة وذلك من أجل معرفة الصناعة الناجحة، وأخيرا يقوم بتحليل ظروف المؤسسة لمعرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الناجحة .

1- تحليل الظروف الاقتصادية:

يعتبر تحليل الظروف الاقتصادية الخطوة الأولى في التحليل الأساسي، إذ يهدف إلى دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية للتنبؤ بالحالة الاقتصادية - رواج أو ركود- وتأثيرها على الاستثمار في السوق المالي. إذ توجد عدة متغيرات اقتصادية تؤثر على الشركات ومن ثم على أسعار أوراقها، فالشركات تمارس نشاطها في

ظل بيئة اقتصادية لها تأثيرات هامة على قدرة الشركة على الاستمرار في النشاط. وقد يتوقف بقاؤها على مستوى أداء الاقتصاد ككل¹.

ومن أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، مايلي:
أ- السياسة النقدية:

تعتبر السياسة النقدية عن مجموعة التدابير والإجراءات المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث اثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف، فالتدخل المباشر المعتمد من قبل السلطات النقدية يهدف إلى التأثير على الفعاليات الاقتصادية، عن طريق تغيير عرض النقود وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك².

يستخدم البنك المركزي السياسة النقدية من أجل معالجة المشاكل الاقتصادية كالتضخم، البطالة، الركود الاقتصادي، أسعار الفائدة... من خلال تطبيق مجموعة من الأدوات للتأثير على المعروض النقدي، فهناك علاقة مباشرة بين النقود المعروضة وأسعار الأسهم، كما توجد علاقة بين المعروض النقدي ومستوى النشاط الاقتصادي، فالزيادة في المعروض النقدي يتبعها تحسن في أداء الاقتصاد الذي يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، الأمر الذي يزيد من الاستثمار ومن ثم زيادة الإنتاج ونسبة التشغيل (انخفاض معدل البطالة)، كما يسهم في رفع الطلب على المنتجات مما يزيد من أرباح الشركات، وهو ما يعمل على ارتفاع أسعار أسهما. أما عندما يتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تخفيض عرض النقود، فسينتج عنها عدم قدرة الأفراد والمؤسسات على الحصول على النقود اللازمة لاستثمارهم عند مستويات أسعار الفائدة السائدة، مما يدفعهم إلى التنازل عن الأصول المالية لتوفير السيولة النقدية، يؤدي الإندفاع في التنازل عن الأصول المالية إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة ارتفاع أسعار الفائدة³؛

ب- السياسة المالية:

يقصد بها مجموعة الإجراءات والتدابير المالية التي تتخذها الدولة لضبط وتحصيل مواردها المالية بكفاءة وحسن تخصيص تلك الموارد في مجالات الإنفاق المتعددة، لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوزيع العادل للثروات والمداخل والتخصيص الأمثل للموارد المجتمعية⁴.

¹ - غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2003، ص 47.

² - عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية -"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 53.

³ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 47.

⁴ - صالح صالح، "السياسة النقدية المالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي"، أضواء على الاقتصاد الإسلامي، 17، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، ط1، 2001، ص90.

وتؤثر السياسة المالية على الأسواق المالية عن طريق: السياسة الضريبية، سياسة الإنفاق العام، سياسة تمويل عجز الميزانية وسياسة إدارة الدين العام.

فالسياسة الضريبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية من خلال تأثيرها على رأس المال وربحية الشركة ومن ثم على الطلب على راس المال والاستثمار وما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للاقتراض ومن ثم عرض الأوراق المالية وبالتالي التأثير في أسعارها¹. ومن السياسات الحكومية الأخرى التي لها تأثير على أرباح الشركات وأسعار أوراقها المالية نجد الإنفاق الحكومي فمع زيادة الإنفاق الحكومي تزداد المشاريع الحكومية، الأمر الذي يخفض من نسبة البطالة ويزيد من مداخيل الأفراد والأموال المعروضة، مما يرفع من أرباح الشركات وهو ما ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية²؛

ج - أسعار الفائدة:

تأثر أسعار الفائدة على الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات والأسهم الممتازة، لأن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل هذه الأوراق المالية غير جذابة للاستثمار مما يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص منها وتوظيف الأموال في استثمارات تدر عائدا أعلى، وعليه فتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل عام³؛

د - معدل التضخم:

يشير التضخم إلى ضعف القدرة الشرائية للعملة، حيث ترتفع أسعار السلع والخدمات أكثر من اللازم. قد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم إلى ترك أثر عكسي على أسعار الأوراق المالية، وهذا راجع إلى أن ارتفاع معدل التضخم يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية⁴؛

هـ - الناتج المحلي الإجمالي: يعكس الناتج المحلي الإجمالي الحالة الاقتصادية، فالزيادة غير المتوقعة في حجم النشاط الاقتصادي تزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد مما يزيد من حركة التعامل على الأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع أسعارها.

¹ طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 21.

² غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 48.

³ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 105.

⁴ منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 165.

2- تحليل ظروف الصناعة:

للظروف الاقتصادية تأثير على أسعار الأسهم، غير أن هذا الأثر يختلف من قطاع إلى آخر لذلك ينبغي تحليل كل قطاع على حدى لمعرفة مدى تأثيره بالظروف الاقتصادية واختيار القطاعات الواعدة.

أ- أهمية تحليل الصناعة:

يقوم المحلل الأساسي بتحليل ظروف الصناعة ليتمكن من تحديد الفرص الاستثمارية المربحة، كما أن ذلك يمكنه من¹:

- معرفة درجة تباين العوائد التي تحققها الصناعات المختلفة داخل الاقتصاد، لاكتشاف الاختلال في الأداء والذي يساعد المستثمر على تحديد كل الفرص المربحة وغير المربحة، وأيضا معرفة التباين في مستوى أداء الصناعة بمرور الزمن؛

- معرفة مدى تماثل أداء الشركات التي تنتمي لنفس الصناعة، فمن الوجهة النظرية يتوقع أن يتماثل مستوى العائد ودرجة المخاطرة للشركات التي تنتج سلعاً أو خدمات متماثلة، نظراً لاتباعها سياسات متماثلة في شأن المستوى التكنولوجي و نسبة العمالة إلى التركيبات الرأسمالية، والتسعير والإعلان والترويج والإنفاق على البحوث و التطوير، إلا أن قد يوجد تباين كبير بين أرباح الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة وذلك بسبب الظروف الخاصة بكل شركة. لذلك فإن القيام بتحليل ظروف الصناعة يمكن من معرفة الصناعات الرائدة داخل الاقتصاد في حين يمكن تحليل وضع الشركات داخل نفس الصناعة من تحديد الشركات ذات الربحية المرتفعة.

ب- تصنيف الصناعات:

عادة ما تعرف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه، و بذلك تشمل الصناعة الواحدة كل الشركات التي تنتج منتجات متنافسة و بديلة و تعتمد على نفس مصادر المواد و تباع لنفس المستهلكين، وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج واستراتيجيات التوزيع أصبحت الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة تنتج سلعاً لا تنتجها شركات أخرى في ذات الصناعة، كما قد تنتج شركات تنتمي إلى صناعات أخرى سلعاً منافسة لما تنتجه الصناعة. لذلك ينبغي أن يمتد مفهوم الصناعة إلى كيفية تأثيرها بالدورات التجارية، وفي هذا الصدد تصنف الصناعات إلى²:

¹ - منير إبراهيم هندي، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 316-317.

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 321.

- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 136.

- الصناعات المتنامية:

هي الصناعات التي يزداد معدل نموها من سنة إلى أخرى ويكون معدل نموها أعلى من معدل النمو الاقتصادي، و ترتبط هذه الصناعات بمرحلة تطور في المجال التكنولوجي؛

- الصناعات المرتبطة بالدورات:

هي تلك الصناعات التي تتأثر بشكل كبير بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، فتزيد مبيعاتها مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد وتنخفض مع موجات الكساد، ويرجع تذبذب مبيعات تلك الصناعات إلى أن المستهلك يمكنه تأجيل قرارات شراء تلك السلع إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية، وتتحسن حالته المادية بالتبعية؛

-الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات التجارية:

تجمع هذه الصناعات بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، حيث أنه وفي الظروف الاقتصادية العادية تنمو بمعدل نمو الاقتصاد، أما في حالة الإزدهار فتتنمو بمعدل يفوق معدل نمو الاقتصاد؛

- الصناعات الدفاعية:

تزدهر هذه الصناعات مع ازدهار الاقتصاد، بينما تنخفض مبيعاتها بمعدل أقل من معدل الانكماش الاقتصادي، مثل الشركات الغذائية و مختب ا رت الأدوية التي تتأثر مبيعاتها بدرجة أقل من تأثر الصناعات الأخرى في حالة و وقوع الاقتصاد في حالة انكماش؛

- الصناعات المتدهورة:

وهي تلك الصناعات التي تكون معدلات نموها أقل من معدلات نمو الاقتصاد و ذلك لأن الشركات الناشطة بها تنتج منتجات انخفض عليها الطلب بسبب التقدم التكنولوجي أو ارتفاع تكاليف التصنيع أو ظهور منتجات أخرى منافسة لها و حضت برواج واسع جدا.

ج- اعتبارات تحليل ظروف الصناعة:

تتمثل الاعتبارات الأساسية التي ينبغي الاعتماد عليها عند تحليل ظروف الصناعة فيما يلي:

- التحليل التاريخي للمبيعات:

يعتبر التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح خطوة أساسية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للصناعة وتحديد مدى تأثر الصناعة بفترات الأزمات والكساد وقدرتها على تحقيق أرباح خلال فترات الازدهار والنمو، إلى جانب ذلك ينبغي على المحلل أن يدرس هيكل التكاليف ويحدد حجم التكاليف الثابتة والمتغيرة. هذا ويتوفر للمحلل عدد

من النسب المالية التي يستخدمها لقياس الربحية، فهناك هامش مجمل الربح، هامش ربح العمليات، معدل العائد على حقوق الملكية و معدل العائد على الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية، إضافة إلى معدل العائد على الاستثمار؛

- حجم الطلب والعرض وظروف المنافسة:

يمكن دراسة العرض والطلب على منتجات الصناعة من معرفة ما إذا كان الطلب في تزايد أو في انخفاض أو ثبات، ومدى قدرة الصناعة على تغطية أي زيادة محتملة في حجم الطلب ومدى إمكانيتها في تمويل التوسع، لأن الصناعة التي لا تستطيع في ظل إمكانيتها الاستجابة للطلب المتزايد تفتح مجالاً لدخول منافسين جدد مما قد يؤثر على الحصة السوقية لكل شركة داخل الصناعة، وعلى أرباح أسهمها تبعاً لذلك. و من جهة أخرى فإن دراسة ظروف المنافسة يعني معرفة إمكانية دخول منافسين جدد أو ظهور منتجات وخدمات بديلة داخل الصناعة الواحدة؛

- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:

يمكن تحليل طبيعة المنتج تكنولوجيا الصناعة من معرفة الصناعات التي تتمتع باستقرار كبير في أرباحها؛

- تأثير اللوائح الحكومية على الصناعة:

يقصد بها معرفة مدى تدخل الحكومة وتأثيرها في شؤون الصناعة، إذ يختلف هذا التأثير من قطاع إلى آخر، فقد تؤثر التدخلات الحكومية سلباً في بعض الأحيان كرفع أو غصافة نوع من الضرائب، كما قد يكون لها أثر إيجابي كمنح المساعدات المالية أو تقديم الإعفاءات الضريبية بهدف تشجيع الاستثمار، أو فرض رسوم جمركية لحماية الصناعات الوطنية؛

- تأثير ظروف العمل:

يمكن أن يؤثر وجود نقابات عمالية أو حاجة الصناعة للعمالة الماهرة على الأرباح، من خلال الإضرابات أو العقود المكلفة؛

- تأثير التغيرات الاجتماعية:

تعتبر دراسة التحولات الاجتماعية أساساً للتعرف على مستقبل مبيعات الصناعة لأنها تخص المستهلكين النهائيين لمنتجات الصناعة، وبذلك فإن أي تغير في التركيبة السكانية أو نمط الاستهلاك أو أسلوب المعيشة من شأنه أن يؤثر على مستقبل الصناعة ومعدلات نموها. كما يهتم المحللون بتحليل القيم الاجتماعية والدينية السائدة في المجتمع وكذلك الوعي البيئي والحقوق المدنية ودور المرأة لما لذلك لمن تأثيرات مختلفة على الصناعة.

د- أدوات تحليل ظروف الصناعة:

من أهم الأدوات المستخدمة في تحليل ظروف الصناعة ما يلي¹:

- دورة حياة الصناعة:

تساعد ملاحظة تطور الصناعة عبر الزمن على التنبؤ بالمبيعات، حيث يتم تقسيم عملية التطور إلى مراحل يختلف عددها وفقا لمقدار التفصيل الذي يريده المحلل، وعموما هناك خمس مراحل أساسية:

*** مرحلة التطوير الأولي:**

عادة ما تكون المبيعات خلال هذه المرحلة معدومة لأنها تشمل على عملية إطلاق أولية للمنتج في شكل تجريبي لمعرفة ردة فعل المستهلكين؛

*** مرحلة الظهور:**

تتصف هذه المرحلة بحجم مبيعات وأرباح قليلة، وقد تكون تكاليفها أعلى من إيراداتها؛

*** مرحلة النمو السريع:**

في مرحلة النمو السريع يتزايد حجم المبيعات وتتزايد معه الأرباح، غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتاج للمساهمة في تمويل مزيد من الآلات والمعدات الجديدة و لبناء مخزون من المنتج وأيضا لتمويل البيع بأجل؛

*** مرحلة النضج:**

بعد النمو السريع وتغطية جزء كبير من الطلب على السلع والخدمات تبدأ مرحلة النضج، حيث تأخذ المبيعات وهامش الربح في الإستقرار، مما ينتج عنه معدلات نمو ثابتة، وتزيد توزيعات الأرباح على المساهمين، مع ملاحظة أن معدل نمو الصناعة يبقى مرتفعا مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد؛

*** مرحلة تراجع النمو:**

في هذه المرحلة ينخفض نمو مبيعات الصناعة بسبب التغير في الطلب أو ظهور منتجات بديلة وزيادة المنافسة، مما يؤدي إلى تناقص الأرباح أو تحقيق الخسائر.

- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يتم التنبؤ عن طريق تحليل الطلب الفعلي والوقوف على العوامل المؤثرة عليه، ومن أكثر الأساليب انتشارا في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة تحليل الانحدار المتعدد الذي يقتضي إيجاد العلاقة بين حجم المبيعات وبين العوامل المؤثرة عليه؛

¹- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سابق، ص145.

- التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة:

يستوجب التنبؤ بمعدل ربحية الصناعة توفر معطيات تاريخية ثم صياغتها في شكل رسم بياني يوضح حركة معدلات نمو الأرباح أو بالاعتماد على تحليل الانحدار¹.

3- تحليل الشركة:

يتأثر سعر السهم بأداء الشركة المصدرة له، لذلك يجب القيام بتحليل الشركة بعد تحليل الصناعة، لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات ومن ثم على أسعار الأسهم. يهدف المستثمر من خلال تحليل ظروف الشركة إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على المنافسة مع الشركات في نفس القطاع لاختيار الشركة الأفضل، وأيضا لتحديد السعر الحقيقي الذي ينبغي أن يباع به السهم وهو ما يهتم به المستثمرون في الأجل الطويل.

أ- اعتبارات تحليل ظروف الشركة:

تتمثل في²:

- نشاط الشركة:

تهدف دراسة نشاط الشركة إلى التعرف على كل الإمكانيات المتاحة والأفاق المستقبلية وتحديد المخاطر المرافقة لهذا النشاط. وتعتبر معرفة نشاط الشركة من محددات الاستثمار في أسهم الشركة. ويهتم المحلل الأساسي بـ:

* التعرف على منتجات الشركة وزبائنها المستهدفين؛

* دراسة المنتجات البديلة والتي يمكن أن تشكل منافستها خطرا كبيرا على مبيعات الشركة؛

* دراسة الموردين وقدرتهم على رفع سعر المواد الأولية أو تعطيل حركة الإنتاج؛

* دراسة العلاقة بين النشاط الحالي للشركة والدورة الاقتصادية، ومدى مرونة أصول الشركة وقدرتها على تغيير نشاطها في حالة تعرضها لأزمات.

- حجم الشركة:

تساعد دراسة حجم الشركة المحلل الأساسي في التعرف على المخاطر المرتبطة بالورقة المالية، فعادة ما يكون متوسط أداء الشركات العملاقة قريبا من متوسط أداء السوق، كما أنها تمنح مستويات أعلى من الأمان، غير أنها قد تتعرض لأنواع معينة من المخاطر لا تتعرض لها الشركات ذات الحجم المتوسط؛

¹- منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق ص 177.

²- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 160-163.

- خصائص الإدارة:

تحقق الشركة ذات الإدارة الكفؤة أهدافها المخططة سواء بالنسبة للمبيعات أو الأرباح مقارنة بالشركات ذات الإدارة غير الكفؤة؛

- المواد الأولية:

تؤثر التغيرات في أسعار المواد الأولية على حركة أسعار أسهم الشركات التي تستهلك مواد أولية في العملية الإنتاجية، فحركة الأسعار في البورصة مرتبطة ارتباطا كبيرا بتطور أسعار هذه المنتجات؛

- تقدير قيمة الشركة:

من خلال:

*** مكاسب السهم الواحد:**

يرتبط عائد السهم بالتوقعات حول حجم المبيعات وهامش الربح؛

*** تقدير هامش ربح الشركة:**

هناك ثلاث اعتبارات أساسية في قياس عائد الأسهم لتقدير هامش ربح الشركة وهي:

تحديد وتقييم إستراتيجية التنافس الخاصة بالشركة:

هناك إستراتيجيتان أساسيتان:

إستراتيجية التكلفة المنخفضة:

في ظل هذه الإستراتيجية تعمل الشركات على تخفيض التكلفة إلى أدنى حد حتى تتمكن من تخفيض السعر وهذا ما يجعل منتجاتها غير قابلة للمنافسة من طرف الشركات الأخرى بسبب انخفاض أسعارها، ويتحقق هذا للشركات التي لها خبرة جيد وأصبحت قادرة على التحكم في التكاليف أو للشركات التي تستفيد من اقتصاديات الحجم؛

إستراتيجية التميز:

من خلال تقديم خدمات مميزة للمستهلكين كاعتمادها على نظام التوزيع و البيع عن طريق متاجر أو بالبريد أو توصيل الطلبات إلى المنازل أو من خلال توفير خدمة هامة لعملائها مثل التسليم السريع جدا أو بترسيخ بعض أساسيات التسويق المتميزة مثل بناء ولاء مؤثر للعلامة التجارية الخاصة بالشركة.

قياس الأداء الداخلي للشركة:

ويتم ذلك بدراسة كل المصالح وتركيبية الموظفين وأثر الضغوط النقابية وطرق التموين...؛

علاقة الشركة بالصناعة التي تنتمي إليها:

من خلال مقارنة معدلات عائد هذه الشركة مع معدل عائد الصناعة أو معدلات عائد الشركات الأخرى العاملة بها ومقارنة مستوى المخاطر أيضا.

ب- تحليل المركز المالي للشركة:

يعتبر التحليل المالي وسيلة فعالة في اتخاذ القرارات ووضع خطط مستقبلية والرقابة على نشاط الشركة والحكم على أداة الشركة، وهو أسلوب يساعد المحلل الأساسي على تحليل ظروف الشركة من خلال إعطاء صورة واضحة عن:

- الوضع المالي للشركة؛
 - قدرة الشركة على الاقتراض والوفاء بالتزاماتها عند حلول آجال استحقاقها؛
 - مدى جدوى السياسات المالية؛
 - مدى كفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق الأهداف؛
 - القيمة الحقيقية للشركة وجدوى الاستثمار في أسهمها.
- ويعتبر الهدف الأخير من أهم الأسباب التي تدفع بالمحلل الأساسي للقيام بالتحليل المالي.

الفصل الخامس:

التحليل الفني للأسواق المالية

الفصل الخامس: التحليل الفني للأسواق المالية

الأهداف البيداغوجية: بعد دراسة هذا الفصل يكون الطالب قد تمكن من:

- التعرف على مفهوم التحليل الفني والافتراضات التي يقوم عليها؛
- التعرف في أدوات التحليل الفني؛
- الوقوف على مزايا وعيوب التحليل الفني.

تمهيد:

يعتبر التحليل الفني من أقدم الأدوات المستعملة لتحليل الأوراق المالية (أواخر القرن التاسع عشر) المتداولة في السوق المالية، يهتم بتتبع حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمط لتلك الحركة يساعد على التنبؤ باتجاهها في المستقبل. ويضم التحليل الفني نوعين رئيسيين من أدوات التحليل هما: الأشكال البيانية أو ما يعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث. ويعتبر النوع الأول الأكثر استخداماً والأبسط والأسهل للإعداد.

أولاً- مفهوم التحليل الفني:

التحليل الفني هو "دراسة حركة السوق بالاعتماد أساساً على الرسوم البيانية، بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية"¹ وهذا يعني أن التغير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ به وأن الأسعار لا تتحرك بشكل عشوائي وهو بذلك لا يعترف بكفاءة السوق المالية.

ويقوم التحليل الفني برصد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، من أجل توقع نمط تلك الحركة في المستقبل وتحديد توقيت قرار الشراء أو البيع، وفي كل الأحوال لا يمكن للأسعار الاحتفاظ بوضعيتها (نمط أو اتجاه حركة الأسعار) في المدى الطويل، بمعنى أن توقع اتجاه حركة الأسعار يكون في المدى القصير.

ويعتقد الفنيون أن السوق هو أفضل مورد للبيانات للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق، فالتحليل الفني يهتم بالسوق نفسه وليس بالعوامل الخارجية التي تؤثر فيه، أي أنه يظهر تحركات السوق وليس الأسباب التي أدت إلى حدوث تلك التغيرات². إذن فالتحليل الفني يهتم بدراسة البيانات التي يوفرها السوق نفسه مثل أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، اتجاهات وميول المستثمرين، نوعية المستثمرين...، وذلك باستخدام أشكال بيانية ومؤشرات فنية إحصائية، قصد التنبؤ باتجاه (حركة) الأسعار في المستقبل، مما يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

¹ -Béchu, Thery, Bertrand, Eric, "L'analyse technique pratiques et méthodes", 5^e édition, economico, paris,2003, p19.

² - idem.

تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية Dow التي قدمها Charls Dow الصحفي بجريدة Wall Street سنة 1900 والذي ينسب إليه مؤشر Dow Jones لمتوسط الصناعة¹. وقد استطاعت هذه النظرية التنبؤ بالأزمة الكبرى سنة 1929، حيث أشير في التحليل الذي يقوم على نظرية Dow وقامت بنشره جريدة وول ستريت في 29 أكتوبر سنة 1929، إلى أن السوق السعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ.

يمكن تطبيق التحليل الفني على السوق ككل أو على أوراق مالية فردية. ويستخدم التحليل الفني عدة أدوات للتحليل تصنف إلى: الأشكال أو الرسوم البيانية والتي تعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث.

ثانياً- افتراضات التحليل الفني:

يقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية²:

- تعكس أسعار الأوراق المالية في السوق في كل وقت المعلومات والظروف والعوامل التي يمكن أن تؤثر عليها، لذلك يكفي الاهتمام بدراسة حركة الأسعار دون غيرها من العوامل على اعتبار ان السعر يأخذ في الحسبان العوامل الأخرى ويعتبر نتيجة لهذه العوامل؛
- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، شأنها في ذلك شأن أسعار أية سلعة أو خدمة أخرى؛
- تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين؛
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك؛
- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبياً، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

يمثل هذا الافتراض عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً. ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل

¹- Didier Vitrac, op. cit, pp 239- 240

² محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، مرجع سابق، ص 130.

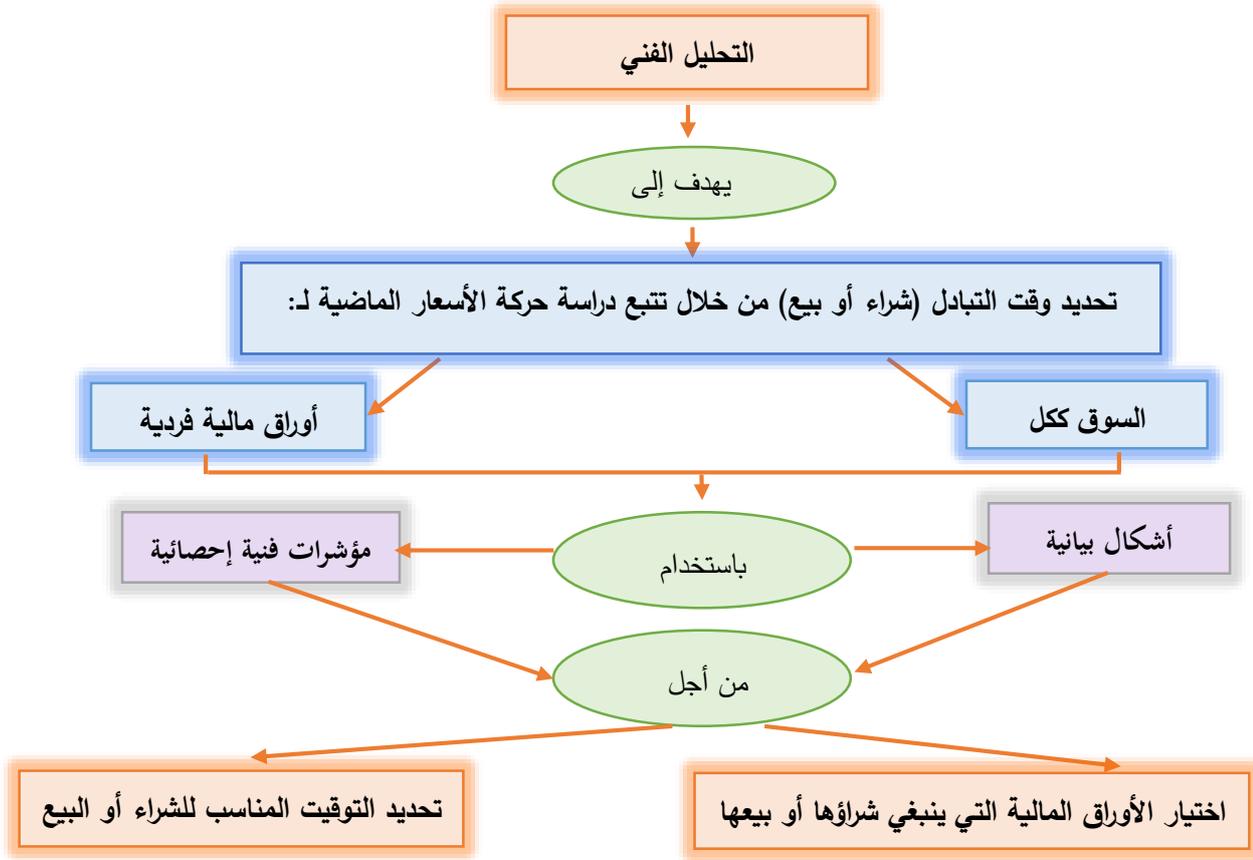
غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق. هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً¹.

ثالثاً- مجال تطبيق التحليل الفني:

يمكن للمحلل الفني أن يقوم بدراسة مستوى أسعار السوق ككل (المستوى الكلي والمتمثل في مؤشرات السوق) للتنبؤ باتجاهها المستقبلي، ويمكن أن يركز على الأصول المالية الفردية (المستوى الجزئي) للتنبؤ بالاتجاه المستقبلي لسعر ورقة مالية معينة. ذلك لأن كل العوامل المؤثرة على حركة التداول تؤثر على قوى العرض والطلب ثم تنعكس في النهاية على مستويات الأسعار وحجم التداول. كما أن المحلل الفني يعتمد على فكرة التزامن بين حركة أسعار الأسهم وحجم التداول الكلي في السوق، لذلك إذا ظهرت موجة ارتفاع لأسعار أسهم معينة دون أن يتجه حجم التداول نحو الارتفاع فهذا يعني أن الاتجاه مشكوك فيه، على عكس الحالة التي ترتفع فيها كل من الأسعار وحجم التداول معا حيث تؤخذ على أنها حركة إنتعاش. ويقوم أغلب المحللون الفنيون بالاعتماد على التحليلين معا - تحليل أسعار السوق وتحليل سعر السهم الواحد- بهدف تخفيض هامش الخطأ وتعظيم احتمالات الربح. ويمكن توضيح مجال تطبيق التحليل الفني في الشكل التالي:

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 219- 221 .

الشكل رقم (6): المضمون العام للتحليل الفني



المصدر: إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 49.

رابعاً - أدوات التحليل الفني:

يمكن تصنيف أدوات التحليل الفني في مجموعتين رئيسيتين: الأشكال البيانية والمؤشرات الفنية الإحصائية، حيث يعتبر السعر وحجم التداول المادة الأولية الأساسية لأدوات التحليل الفني.

1- الأشكال البيانية:

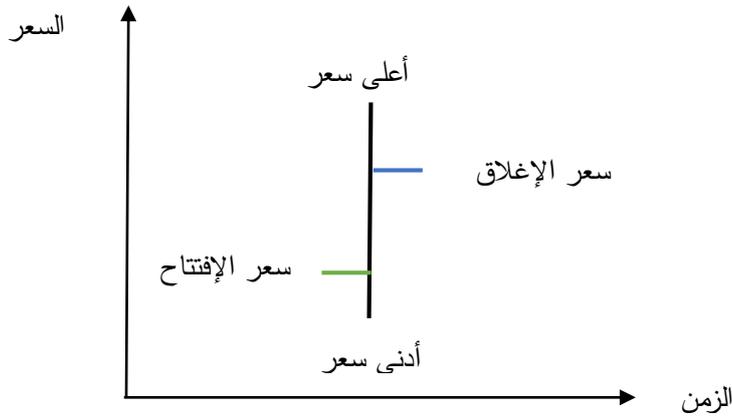
تعرف أيضاً بالتحليل الفني التقليدي، حيث تعتبر الأشكال البيانية من أقدم أدوات التحليل الفني وأكثرها شيوعاً واستخداماً نظراً لسهولة وساطتها، وتقوم هذه الأدوات بتمثيل الأسعار وحجم التداول في الماضي في أشكال متنوعة، ثم ملاحظتها قصد اكتشاف نمط معين لحركة الأسعار تمكن من التنبؤ باتجاهها في المستقبل، وفي ضوء هذا التنبؤ يتخذ المستثمر القرار الاستثماري المناسب.

توجد أنواع عديدة من الأشكال البيانية منها:

أ- خرائط الأعمدة:

تستخدم خرائط الأعمدة لتوضيح التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالإعتماد على أعلى وأدنى سعر، وسعر الإغلاق، وأحيانا سعر الإفتتاح، وذلك خلال فترة زمنية معينة قد تكون ساعة أو يوما أو أسبوعا أو شهرا. ويتم بناء خرائط الأعمدة بشكل بيانين يمثل محور العمودي سعر الورقة المالية، ومحوره الأفقي يمثل الزمن، وهذا باستخدام أربع ملاحظات للسعر في كل فترة بوضع خط عمودي يعبر عن المدى بين أعلى وأدنى، مع وجود خط أفقي قصير يمينه يمثل سعر الإغلاق وخط قصير يساره يمثل سعر الإفتتاح؛

الشكل رقم (7): الأعمدة البيانية

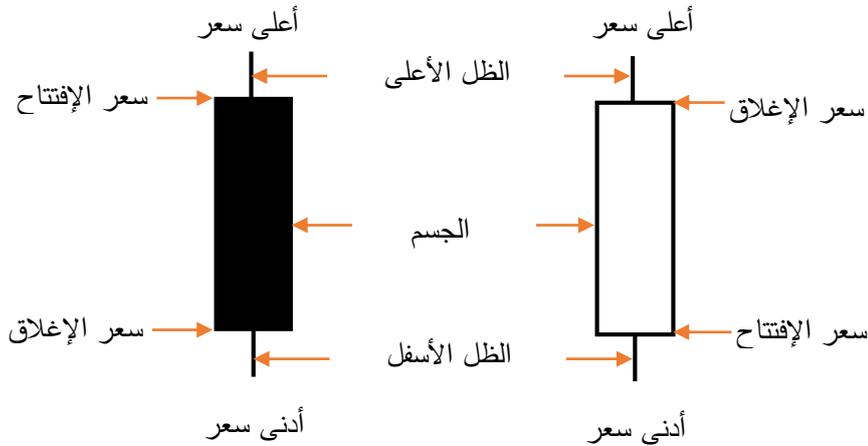


المصدر: طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص401.

ب- الشموع اليابانية (الشمعدان):

يبين على هذا النوع من الخرائط أعلى وأدنى سعر إضافة إلى سعر الإقفال وسعر الافتتاح ومن السهل - وفقا لهذا النوع من الخرائط - رصد التغيرات في سعر الافتتاح والإقفال، حيث ينقسم خط الشمعدان إلى جزئين: الأول يطلق عليه بالجسم وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الإفتتاح وأسعار الإغلاق، أما الجزء الثاني فيسمى الظل وهو خط عمودي يقع فوق أو تحت الجسم، فإذا ما تم ملء جسم الشمعدان باللون الأسود فهذا يدل على أن سعر الإفتتاح للسهم أعلى من سعر الإقفال (يشير إلى انخفاض الأسعار)، أما إذا كان الجسم فارغا فهذا يعني أن سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح لهذا اليوم (يشير إلى ارتفاع الأسعار)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (8): نموذج لشمعة يابانية



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص 307.
والجدير بالذكر أن هناك عدة أشكال فنية مستخدمة في خريطة الشموع اليابانية لتحليل حركة الأسعار والتنبؤ بها؛

ج- خريطة النقطة والشكل:

يتم بناؤها برسم محور عمودي يمثل سعر السهم ومحورا أفقيا لا يمثل أي شيء آخر (هنا يهمل عنصر الزمن)، فكل ما يهم المحلل الفني التغيرات السعرية التي تفوق حدا معيناً، أي أن تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغير يذكر يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في هذه الخريطة، فحركة السعر هنا هي كل شيء. وإذا ما حقق السهم ارتفاعاً في السعر فيضع حرف (X) أمام السعر الجديد، أما إذا انخفض السعر فيسجل حرف (O) أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر¹.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 453.

الشكل رقم (9): خريطة النقطة والشكل

44									X																		X								44						
42							X		X	O																		X		O						42					
40							X	O	X	O									X		X	O					X		X	O						40					
38		X					X	O	X	O																	X	O	X	O							38				
36		X	O				X	O		O	X										X					X	O	X	O								36				
34	O	X	O				X			O	X	O								X		X	O		X	O	X	O										34			
32	O	X	O	X			X			O	X	O	X		X					X	O	X	O	X				X											32		
30	O		O	X	O					O	X	O	X	O	X	O				X	O	X	O	X				X	O	X										30	
28			O	X	O					O		O	X	O	X	O				X		X	O					X	O											28	
26			O	X	O							O	O	X	O	X				X	O	X						X	O											26	
24			O											O		O	X	O	X	O																					24
22																	O	O																							22

المصدر: https://datavizcatalogue.com/methods/point_and_figure_chart.html

2- المؤشرات الفنية والإحصائية:

تسمى بالتحليل الفني الحديث، وهي أدوات فنية حديثة تقوم على المعالجة الآلية للبيانات (الأسعار وحجم التداول) باستخدام مفاهيم وتقنيات رياضية وفيزيائية.

تسمح هذه المؤشرات بالحصول على نتائج رقمية موضوعية لا تقبل تفسيرات ذاتية مختلفة كما هو الحال بالنسبة للأشكال البيانية. وقد ساعد ظهور الإعلام الآلي وتطوره على سهولة استخدام هذه الأدوات وذلك من خلال تصميم برامج آلية لحساب هذه المؤشرات.

ومن المؤشرات الإحصائية التي يستخدمها المحللون الفنيون:

أ- المتوسطات المتحركة:

المتوسطات المتحركة هي تقنية لتسوية السلاسل الزمنية، تعتمد على حساب المتوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في سلسلة زمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي لنفس السلسلة لكن مع إلغاء أقدم مستوى في السلسلة وتعويضه بأحدث مستوى وهكذا¹.

وبتطبيق المتوسطات المتحركة في التحليل الفني، يتم حساب متوسط سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة. ومن خلال إنشاء رسم بياني لمتوسط السعر، يتم التخلص من التقلبات الحادة، ويصبح عندئذ من السهل تحديد الاتجاه الحقيقي لسعر السهم. فالمتوسطات المتحركة تساعد المتداولين الذين يعتمدون على التحليل الفني في تخفيض قدر من الضوضاء في السوق. ويمكن استخدامها في تحديد الاتجاهات الحالية والانعكاسات في مسار الاتجاه، وكذلك في تحديد مستويات الدعم والمقاومة².

¹ - شرايبي عبد العزيز، طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 35.

² - <https://hmarkets.com/ar/learn-to-trade/learning-hub/moving-averages/>

يستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق، ويكون قرار الشراء صحيحا عندما يكون سعر السهم ومتوسطه المتحرك في اتجاه صاعد ويكون سعر السهم أسفل من المتوسط المتحرك، بينما يكون قرار البيع صحيحا عندما يكون سعر السهم ومتوسطه المتحرك في اتجاه هبوطي ويكون سعر السهم أعلى من المتوسط المتحرك.

الشكل رقم (10): المتوسط المتحرك



المصدر : <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/76/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AA%D9%88%D8%B3%D8%B7%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AA%D8%AD%D8%B1%D9%83%D8%A9-moving-averages>

ب- مؤشر تقارب/تباع المتوسطات المتحركة:

هو مؤشر يقيس مدى حدة زاوية التقاطع بين متوسطين متحركين يختلفان في طول سلسلتيهما. نحصل على إشارة الشراء عندما يقطع مؤشر تقارب/تباع المتوسطات المتحركة خط إشارته من الأسفل نحو الأعلى، أما إشارة البيع فنحصل عليها عندما يقطع المؤشر خط إشارته من الأعلى نحو الأسفل¹؛

¹- <https://www.investopedia.com/terms/m/macd.asp> Accessed: 03/12/2021

ج- مؤشر اتجاه الحركة:

يساعد هذا المؤشر على تحديد قوة الاتجاه لسعر السهم عن طريق قياس العلاقة بين قوى الشراء وقوى البيع، وليس الاتجاه الفعلي، وقياس قوة الاتجاه العام لحركة سعر السهم من جهة أخرى، من أجل تحديد التوقيت الملائم للشراء و للبيع¹؛

د - مؤشر الزخم:

الزخم هو معدل تسارع سعر الورقة المالية أي السرعة التي يتغير بها السعر والتداول أي يقيس سرعة وقوة حركة السعر، فإذا كان نطاق التداول لفترة زمنية معينة أعلى منه في الفترة الزمنية السابقة فيعتبر ذلك زيادة في معدل التغير تسارع في حركة السعر ومن ثم يرتفع المؤشر، والعكس، إذا كان نطاق التداول للفترة الزمنية أقل من نطاق الفترة الزمنية السابقة فيعتبر ذلك انخفاض في معدل التغير تباطؤ في حركة السعر ويؤدي هذا إلى قراءة أقل على المؤشر²؛

هـ - مؤشر القوة النسبية:

يستخدم هذا المؤشر لتحديد ذروة الشراء أو ذروة البيع في السوق. فهو يقوم بتقييم سعر الأصل على مقياس من 0 إلى 100 مع مراعاة الـ 14 فترة (14 يوما للجدول اليومية و 14 ساعة للجدول التي بها الساعات وما إلى ذلك).

$$RSI = 100 - \left[\frac{100}{1 + RS} \right]$$

حيث: RSI يمثل مؤشر القوة النسبية

RS يمثل القوة النسبية، وهي عبارة عن مجموع التغيرات الموجبة لأسعار الإقفال على مجموعة التغيرات السالبة لأسعار الإقفال، وذلك لفترة معينة عادة ما تكون 14 يوما.

عندما تكون نتيجة مؤشر القوة النسبية 30 أو أقل فهذا يشير إلى أن الأصل قريب من القاع (ذروة البيع)، أما عندما تكون أكثر من 70 فهذا يشير إلى أن سعر الأصل يقترب من القمة/أعلى سعر (ذروة الشراء) لتلك الفترة الزمنية ومن المرجح أن ينخفض. فالحالة الأولى تفسر أن السوق تمر بمرحلة شراء مغال فيها، ومن المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها هبوطيا في المستقبل. وبالتالي، القرار الملائم هو بيع الأصل. أما الحالة الثانية فتفسر على أن السوق تمر بمرحلة بيع مغال فيها، ومن المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها تصاعديا في المستقبل، فيفضل هنا شراء الأصل المالي³؛

¹ - <https://ar.tradingview.com/scripts/averagedirectionalindex> Accessed: 03/12/2021

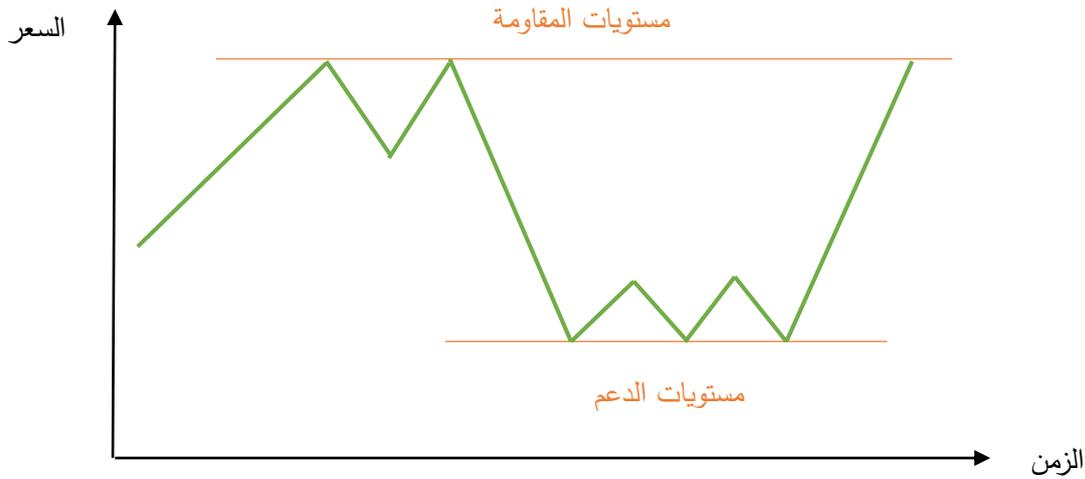
² - <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/238> Accessed: 10/12/2021

³ - <https://academy.binance.com/ar/articles/what-is-the-rsi-indicator> Accessed: 12/12/2021

و- مستويات الدعم والمقاومة:

تعتبر مستويات الدعم والمقاومة معيارا أساسيا لتوقيت الدخول والخروج من السوق، فمستوى الدعم يعني المنطقة التي تكون فيها لقوة الشراء الحالية والمحملة القدرة على إيقاف الانخفاض في الأسعار وقلب الاتجاه العام، أما مستوى المقاومة فهو المستوي الذي لا يمكن عنده للسعر أن يرتفع أكثر بسبب وجود قوة بيع حالية ومحتملة يلبي حجمها كل طلبات الشراء، وبالتالي لا يمكن للسعر أن يرتفع خلال مدة من الزمن.

الشكل رقم (11): مستويات الدعم والمقاومة



Source : Thierry Béchu, Eric Bertrand, L'analyse technique pratiques et méthodes, 5^{ème} édition, economico, paris,2003, p90.

خامسا- مزايا وعيوب التحليل الفني:

1- مزايا التحليل الفني:

يتمتع التحليل الفني بالعديد من المزايا، أهمها¹:

أ- يسمح التحليل الفني بالكشف عن الاتجاهات قصيرة الأجل خلال الاتجاه طويل الأجل، فالمستثمر الذي يتمكن من الشراء قعور والبيع عند قمم الحركات القصيرة سيحقق ربحا أكبر من ذلك الذي يحققه المستثمر الذي يهتم بالاتجاهات الطويلة الأجل؛

ب- يسمح التحليل الفني للمستثمرين بالتصرف في الوقت المناسب عندما يعطي السوق إشارة معينة لأن حركة السعر تسبق عادة المعلومات الأساسية المنشورة، حيث يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها

¹ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 221.

-Thierry Béchu, Eric Bertrand, op.cit, pp 23-27.

المحلل الأساسي تصل متأخرة، و في المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية عن حركة الأسعار في السوق المالية؛

ج- يعتبر التحليل الفني المدخل الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار العوامل غير الرشيدة التي تؤثر على السوق كالظروف النفسية للمتعاملين، المضاربة الجنونية....؛

د- السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آليا وعلى أي عدد من الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق أو في أسواق مختلفة وفي آن واحد؛

هـ- توافر المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني، والمتمثلة في الأسعار وحجم التداول بصفة يومية ومنتظمة.

2- عيوب التحليل الفني:

يمكن تلخيص أهم الانتقادات الموجهة للتحليل الفني فيما يلي¹:

أ- المعطيات التاريخية لا يمكن أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعا وأسوأها، فالمدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكنا إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية؛

ب- التحقق التلقائي للتوقعات، حسب هذا الانتقاد فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، فإذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقا صعوديا متوقعا سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعدادا لارتفاع الأسعار ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلا، أي أن هذا الارتفاع في الأسعار أحدثه في الأساس سلوك المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، غير أن احتمال تدخل كل مستخدمي التحليل الفني في نفس الوقت ضعيف جدا بسبب اعتماد البعض الآخر من المستثمرين على التحليل الأساسي، ضف إلى ذلك اختلاف نفسية كل محلل فالبعض يكون أكثر اندفاعا، بينما يكون البعض الآخر أكثر حذرا فلا يتدخل حتى يتحقق جزء معتبر من تلك التوقعات؛

ج- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية.

¹ - Thierry Béchu, Eric Bertrand, op.cit, pp 29-30.

سادسا- أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

يعرض الجدول الموالي الفروق الأساسية بين التحليل الأساسي والتحليل الفني.

الجدول رقم (4): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	يهتم بتحليل الظروف المحيطة بالشركة (الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة) وظروف الشركة نفسها.	يهتم بتحليل ظروف السوق كأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها.
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرار الاستثمار. - تحديد الأوراق المالية المسعرة بأقل أو بأكبر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي من أجل التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل، وفي مرحلة مبكرة لاتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	سوق المال كفاء في شكله الضعيف	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية بتفاعل العرض والطلب. - تحكم العرض والطلب عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة - السوق أفضل متنبأ لنفسه. - الانتقال من سعر توازن إلى آخر يستغرق وقتا طويلا نسبيا - السوق المالية غير كفاءة.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. - عوامل متعلقة بالصناعة (القطاع) مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية. - عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية، مختلف التقارير والملاحظات عن الشركة.	- عوامل السوق نفسه مثل: * أسعار الأوراق المالية * حجم التداول * عدد الصفقات وحجمها * سلوك المستثمر * عمليات البيع على المكشوف * اتساع السوق * الجو النفسي
أدوات التحلل الرئيسية	- المؤشرات الاقتصادية العامة. - دورة حياة الصناعة. - التنبؤ بمجالات النمو . - تحليل ظروف المنافسة . - تحليل التطورات التكنولوجية - القوائم المالية المقارنة.	- الأشكال البيانية. - المؤشرات الفنية الإحصائية. - مؤشرات ميول المستثمرين. - مؤشرات تدفقات الأموال.

	- تحليل السلاسل الزمنية - تحليل النسب.	
<p>- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>- تحتاج القواعد الفنية إلى تطوير مستمر لتتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر من التحليل الفني.</p> <p>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</p> <p>- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأوراق المالية الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص

خاتمة

تستمد الأسواق المالية أهميتها من الدور الهام الذي تقوم به في أي اقتصاد. فهي أداة فعالة في الاقتصاد، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت ذاته تتأثر به، مما يحدث بالتالي أثارا متبادلة. يعتبر اختيار الأدوات المالية التي يراد الاستثمار فيها من أهم خطوات الاستثمار في السوق المالية وأصعبها، فهي مهمة لأنها الأساس في الحصول على عائد مجزي بأقل مخاطرة ممكنة وصعبة بسبب تعدد أساليب التحليل و طرق التقييم واختلافها عن بعضها، لذلك يجب على المستثمر أن يكون مطلعاً عليها و ملماً بها. هناك مدخلان لتحلل الأوراق المالية هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويختلف المدخلان من حيث أساليب التحليل، الأهداف واستراتيجيات الاستثمار؛ فالأول يبحث في إيجاد القيمة الحقيقية للأصل المالي وذلك عن طريق دراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء كانت داخلية أو خارجية ثم دراسة الصناعة التي تنشط بها الشركة وأخيراً تحليل ودراسة الشركة ووضعها المالي، كل هذا من أجل الوصول إلى تقييم دقيق للشركة وتحديد آفاقها المستقبلية، وبناءاً على هذه النتائج يتمكن المحلل من تحديد الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي التي تمثل أحسن الاستثمارات. أما المحلل الفني الذي لا يعترف بمبدأ الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار فهو يعتمد على المعلومات والمعطيات تاريخية المستمدة من السوق نفسه ويستعملها لإيجاد نمط لحركة أسعار الأوراق وذلك من أجل بناء توقعات مستقبلية لاتجاه الأسعار، و يعتمد المحلل الفني في ذلك على مجموعتين رئيسيتين من الأدوات هما: الأشكال البيانية والمؤشرات الفنية الإحصائية.

قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية:

- 1- أحمد أبو الفتوح الناقه، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2003.
- 2- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، مصر، 2002-2003.
- 3- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الكتاب الثاني، ط1، 1995.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2004.
- 5- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 6- أمين السيد احمد لطفي، " التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 7- إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 8- جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، ج2، ط1، 2002.
- 9- جبار محفوظ، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
- 10- جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2003.
- 11- حسين بني هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.
- 12- خيرى علي الجزيري، "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، مطابع الولاء الحديثة، مصر، 2000-2001.
- 13- زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط3، 2005.
- 14- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996.
- 15- سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية القاهرة، 2001.
- 16- شرابي عبد العزيز، "طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.

- 17- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002.
- 18- شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الجزائر، ط2، 1999.
- 19- صالح صالح، "السياسة النقدية المالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي"، أضواء على الاقتصاد الإسلامي 17، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، ط1، 2001.
- 20- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا"، مكتبة ومطبعة الأشعار الفنية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.
- 21- ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 22- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 23- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 24- عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية القاهرة، مصر، 2004.
- 25- عاطف وليم أنداروس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 26- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004.
- 27- عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 28- عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 29- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية -"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 30- عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، ط1.
- 31- غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2003.
- 32- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، جدار الكتاب العالمي، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، ط1، 2006.

- 33- محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2005.
- 34- محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.س.ن.
- 35- محمد صالح الحناوي، وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004 - 2005.
- 36- محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1998.
- 37- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، ط3، 2004.
- 38- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005.
- 39- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003.
- 40- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 41- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1997.
- 42- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط2، 2004.
- 43- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 44- نصر علي أحمد طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
- 45- هوشيار معروف كاكما مولا، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1.
- 47- جبار محفوظ، "البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف.
- 48- محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية - سطيف 2004.

ثانيا - المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Aimé Scannavino, "Les marchés financiers internationaux", Dunod, Paris, 1999.
- 2- Anne-Emmanuelle Dognon-Rémy, "Investir en Bourse avec les Clubs D'investissement", Dunod, Paris, 2001.
- 3- B. Belletante, "**la Bourse, Temple de la Spéculation ou marché Financier ?**" Hatier, Paris, 1986.
- 4- Béchu, Therry, Bertrand, Eric, "**L'analyse technique pratiques et méthodes**", 5^Pème P édition, economica, paris, 2003.
- 5- Douglas. Emery, jonn D. Finnerty, "**Principles of Finance with corporate Applications**", west publishing company, USA, 1991.
- 6- Guy Caudamine, Jean Montier, "**Banque et marchés Financiers**", Economica, Paris, France, 1998.
- 7- Mondher Bellalah, "**Gestion des risques et Produits dérivés classiques et exotiques**", Dunod, Paris, 2003.
- 8- Olivier Picon , "**La Bourse**", 14^{ème} édition, Delmas, France, 2000.
- 9- Olivier Picon, "**la bourse: ses mécanismes- Gérer son portefeuille- réussir ses placements**", Encyclopédie, Delmas, 14^{ème} édition, France, 2000.
- 10- P. Topscallan, "**les indices Boursiers un action**", édition economica, paris, 1996.
- 11- Patrick Navatte, "**Instruments et marchés financiers**", Litec, Paris, France, 1992.
- 12- Paul-Jacques Lehmann, "**Bourse et marchés Financiers**", 2^e édition, Dunod, Paris, France.
- 13- Philippe Gillet, "**l'efficience de marches financières**", economica, paris, France, 1999.
- 14- Phillipe Spisser, "**Information économique et marché financiers**", economica , Paris, France, 2000.
- 15- Pierre Vernimen, "finance d'entreprise", 6 édition, Dalloz, Paris, France, 2005.
- 16- Pqul-Jacques le hmann, "**Bourse et marchés Financiers**", 2^e édition, Dunod, Paris, France.
- 17- Robert Goffin, "**Principes de Finance Moderne**", 3 édition, Economica, Paris, 2001.
- 18- Robert O.Edmister, Ph.D, "**Financial Institutions, Markets and Management**", Mc Gran-Hill Book Company, 1980, united States of America.
- 19- Wanis Farag Abd El Aal, "**Stock Exchange in Egypt, the Performace and Macroeconomics Determants of Stock Prices**", new horizon, quarterly scientific journal, Menoufiya university, july,1998.

ثالثا - المواقع الإلكترونية

- <https://hmarkets.com/ar/learn-to-trade/learning-hub/moving-averages-www.arab-api.org/course9/c9.1.htm>
- <https://www.investopedia.com/terms/m/macd.asp>
- <https://ar.tradingview.com/scripts/averagedirectionalindex>
- <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/238>
- <https://academy.binance.com/ar/articles/what-is-the-rsi-indicator>

فهرس المطبوعة

مقدمة	
قائمة الجداول والأشكال	
2	الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية
2	أولاً- مفهوم السوق المالية وأهميتها
5	ثانياً- تقسيمات السوق المالية
10	ثالثاً- عمليات السوق المالية
14	الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية
14	أولاً- المعلومات في السوق المالية
22	ثانياً- كفاءة السوق المالية
33	الفصل الثالث: منتجات السوق المالية
33	أولاً- منتجات السوق النقدية
37	ثانياً- منتجات سوق رأس المال
77	الفصل الرابع: التحليل الأساسي للأسواق المالية
77	أولاً- مفهوم التحليل الأساسي
79	ثانياً- أهمية التحليل الأساسي
79	ثالثاً- مراحل التحليل الأساسي
91	الفصل الخامس: التحليل الفني للأسواق المالية
91	أولاً- مفهوم التحليل الفني
92	ثانياً- افتراضات التحليل الفني
93	ثالثاً- مجال تطبيق التحليل الفني
94	رابعاً- أدوات التحليل الفني
100	خامساً- مزايا وعيوب التحليل الفني

102	سادسا- أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
104	خاتمة
105	قائمة المراجع المعتمدة في إعداد المطبوعة