



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد

– تلمسان –



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر

تخصص: إقتصاد نقدي ومالي

بعنوان:

تقنيات تسيير البورصة

أ.د. نعيمة برودي

من إعداد:

السنة الجامعية 2023-2024

تعتبر بورصة الأوراق المالية نظاما قائما بذاته يسهل عملية الجمع بين البائعين والمشتريين للأدوات المالية. فهذه السوق تعد آلية تمكن مصدري الأوراق المالية الذين يمثلون جانب الطلب على الأموال من الحصول على احتياجاتهم التمويلية، أما جانب العرض فيتمثل في المدخرين (مستثمرو الأوراق المالية)، فهي تسمح لهؤلاء المدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وتضمن إعادة بيعها بيسر عند الرغبة في التخلص منها. ويهدف الالتقاء بين الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال إلى الوصول إلى تحديد سعر توازني لأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق. إذن فالأسواق المالية هي سوق التمويل التي تتضمن العرض و الطلب على رؤوس الأموال.

فالتعامل في بورصة الأوراق المالية يجري على نوع خاص تسمى بالأصول المالية والتي تتمثل في عقود تجمع ما بين المصدر الذي يبحث عن التمويل والمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم بشراء هذه الأصول والتي يتم تداولها خلال فترة زمنية وتعطي تدفقات نقدية مستقبلية والتي تعني وجود خطر أن تكون التدفقات الحقيقية مختلفة عن التدفقات المتوقعة. فالأصل المالي يعطي الحق لصاحبه في الحصول على تدفقات نقدية والعكس بالنسبة لمصدر ذلك الأصل فهو يتعهد بدفع تدفقات نقدية.

والتعامل في بورصة الأوراق المالية مرتبط بمجموع الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة، وتتنوع هذه الأوامر بين أوامر البيع وأوامر الشراء، كما توجد العديد من التصنيفات للأوامر التي تصدر، فمنها من يصنف على أساس الفترة الزمنية التي يتم تنفيذ الأمر خلالها، ومنها من يتحدد على أساس الاسعار التي تنفذ بها تلك الأوامر، كما توجد أنواع أخرى تصنف ضمن الأوامر الخاصة.

فاتقاء أوامر البيع والشراء في سوق الأوراق المالية يحدد لنا ما يسمى بالتسعيرة، أي تحديد السعر التوازني للأوراق محل التعامل، وتتم الصفقات بهذه الأسواق علانية ويتم قيد أسعار العمليات في لوحات واضحة. ولمعرفة أحوال السوق أو الأوراق المدرجة فيه يستعين المتعاملون بالمؤشرات وذلك من أجل تحديد الاتجاهات وتكوين فكرة عن الاتجاه المستقبلي للسوق أو المحفظة المالية.

وتعتبر سوق الأوراق المالية عالم له أساليبه وأدواته وآلياته الخاصة به، كما أنها تعد من أكثر التنظيمات تناقضا وتباينا في تعاملاته اليومية، فهو حينما يتوافق مع الحسابات والتوقعات المدروسة بطرق إحصائية كمية، وحينما آخر نراه يتوقف جملة وتفصيلا على أمزجة ونفسيات وسلوكيات المضاربين دون عرف معهود فلا يعرف له بذلك حال ولا مستقر. فالاستثمار في هذه السوق يعد فنا وعلما له أصوله وقواعده يستوجب على المستثمرين معرفتها وإتقانها. لذلك تعتبر عملية تحليل وتقييم الأوراق المالية خطوة أساسية تساعد المستثمر على اتخاذ القرارات المتعلقة بحياته أو عدم حياة تلك الأوراق، وبدون التحليل العلمي لسلوك أسعار الأوراق المستند على المعلومات والبيانات، وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات سوف يكون الاستثمار معرضا لمخاطر كبيرة.

وهناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي، فباستعمال التحليل الأساسي سيتم اختيار الأوراق المالية، أما باستعمال التحليل الفني فسيتم متابعة حركتها والتعرف على سلوكها.

وعليه فمن خلال هذه المطبوعة سيتم معالجة المحاور الرئيسة حسب المقرر الوزاري للسنة الأولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي ومالي و المتضمن المحاور الرئيسية التالية:

1. مدخل مفاهيمي في البورصة والأوراق المالية .
2. إجراءات الدخول للبورصة.
3. تنظيم البورصة.
4. الوسطاء الماليين وأوامر البورصة.
5. التسعير والمقاصة في البورصة.
6. التحليل الفني للأوراق المالية.
7. تقييم الأسهم والسندات.

المحاضرة الأولى

مدخل مفاهيمي لبورصة الأوراق المالية

تمهيد:

لا تختلف الأسواق المالية عن باقي الأسواق الأخرى من حيث كونها موقع لالتقاء تيار الطلب والعرض ممثلاً بوحدة العجز المالي وتيار العرض ممثلاً بوحدة الفائض المالي ويهدف الالتقاء الوصول إلى تحديد سعر توازني لأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها، فضلاً عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق.

I. مفهوم الأسواق المالية

تعرف أسواق رأس المال بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية الطويلة الأجل، وتنقسم إلى سوق القروض المتوسطة والطويلة الأجل (وتنشط فيها البنوك التجارية والبنوك المتخصصة والتي تقدم القروض المتوسطة والطويلة الأجل) والأسواق المالية والتي تضمن الأسواق الأولية (سوق الإصدار) والأسواق الثانوية (أسواق التداول) وتنقسم هذه الأخيرة إلى أسواق غير منظمة وأسواق المنظمة والتي تنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة. فالأسواق الحاضرة يتم فيها تداول الأصول المالية فوراً أي يكون تسليم الأصول واستلام المبالغ حالاً أو في مدة أقصاها ثلاثة أيام، أما الأسواق الآجلة فهي التي يتم فيها تداول أنواع معينة من الأصول المالية والمسماة بالأدوات المالية المشتقة، ويتم التعامل داخل هذه الأسواق من خلال التعاقد الآن، ولكن التسليم والاستلام يكون في تاريخ لاحق (مستقبلي).

1.1 مراحل نشوء و تطور أسواق رأس المال

مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل وهي مرتبطة بالتطور المالي والاقتصادي للدولة، وتلك المراحل هي¹:

المرحلة الأولى: وهي تمثل بداية مراحل تطور الأسواق المالية إذ تميزت بوجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصارفة ارتبط وجودهم بارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و اقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية و عقارية مختلفة، وقد كبر حجم تلك المشروعات وهو ما استدعى توجهها نحو الاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تميزت بزيادة في الانتاج وارتفاع في المداخيل وبداية اتساع المعاملات وكبرها.

المرحلة الثانية: تميزت بظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية وينظم عملها ويوجهها، بعد أن كانت تلك المصارف تتميز بجزية اقتصادية مطلقة في المرحلة الأولى، وتضمنت هذه المرحلة بتطور عمل البنوك خاصة التجارية حيث أخذت تقوم بممارسة نشاطات مصرفية عديدة مثل خصم الأوراق التجارية ومنح القروض والتسهيلات المصرفية وبمحدود ما يتاح لها من أعمال ونشاطات وفي ضوء السياسات التي تحكم عملها والتي يضعها البنك المركزي.

¹ أنطوان الناشف " العمليات المصرفية و السوق المالية " منشورات الحلبي الحقوقية، دون سنة النشر، ص 26.

المرحلة الثالثة: ارتبطت بتطور النشاطات الاقتصادية عموماً والانتاجية منها خصوصاً وبالذات تلك التي تحتاج إلى التمويل المتوسط وطويل الأجل وهذا أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة في الاقراض المتوسط والطويل الأجل - البنوك الصناعية والعقارية والزراعية وبنوك الأعمال وبنوك التنمية - حيث قامت تلك البنوك بتمويل النشاطات الانتاجية وبالذات المشروعات الصناعية التي تطورت واتسعت عدداً وحجماً وتنوعت إضافة إلى المشروعات التجارية والعقارية والزراعية. أما بالنسبة للبنك المركزي ففي هذه المرحلة فقد قام بإصدار سندات الخزينة وزادت رقابته على نشاط المصارف لحماية الاستقرار المالي.

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية بسبب نشاط المصارف وزيادة الطلب على رأس المال لتمويل المشروعات المختلفة وهو ما أدى إلى الاهتمام بسعر الفائدة للحد من زيادة الطلب على النقود، وهو ما أدى إلى زيادة إصدار سندات الخزينة للفترة القصيرة وكذا المتوسطة و الطويلة الأجل، كما زاد التعامل في هذه المرحلة بالأوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول، واعتبر هذا الأمر بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالية وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الاوراق (بورصات).

ان وجود سوق نقدية متطورة يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيها، فلا تشعر السوق بعجز عند تقديم الأموال إذا ما حصل طلب كبير عليها كما لا تعجز عن استيعاب ما يعرض من أموال عندما يزداد العرض. إن ذلك يستلزم وجود عدد كبير من المتعاملين والوسطاء والمقترضين النهائيين كي يستوعبوا الأموال اذا ما زاد الطلب عليها من المقترضين النهائيين.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الاخرى من حيث عرض النقود او الطلب عليها . وتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الإقتصادية والعامة فيها. وقد تتحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى دولية.

في هذه المرحلة تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة المبادلات بين الدول المختلفة، كما ان التطور المالي يبلغ في هذه المرحلة أقصى مداها إذ يتفرغ الوسطاء الماليون ويتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية².

2.1 تعريف الأسواق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها³ "ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة تجمع فيما بين المتعاملين". ويتم العمل داخل سوق الأوراق المالية بداية من خلال قيام مصدري

² أنطوان الناشف، المرجع السابق، ص 26-27

³ خريوش حسني علي / أرشيد عبد المعطي رضا / جودة محفوظ أحمد" الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات " دار زهران عمان الأردن 1998، ص11.

الأوراق المالية بعرض أوراقهم للاكتتاب، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة.

كما يمكن تعريف أسواق الأوراق المالية بأنها "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا و شراءا، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، وتتم عملية تبادل الأوراق المالية إما بطريقة مباشرة حيث يقوم المقرض بشراء الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة، أو بطريقة غير مباشرة حيث يقوم وسيط مالي بشراء الأوراق المالية ثم يقوم ببيعها للأفراد".

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة. ومن أجل أن تؤدي أسواق الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تقسم إلى أنواع و على النحو التالي:

وتقسم أسواق الأوراق المالية إلى سوق الإصدارات (السوق الأولية، وسوق التداول (السوق الثانوية)، ولقيام سوق الأوراق المالية فهي تحتاج إلى مجموعة من المقومات الأساسية تدعم وجودها واستمرارها وتجعلها تقوم بوظائفها على أكمل وجه.

1.2.1 الأسواق الأولية The Primary Market

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار بأنها "السوق التي يتم فيها طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية سواء كانت إصدارات إضافية لأوراق موجودة بالفعل ويتم تداولها في البورصة أو كانت إصدارات جديدة لأوراق تقدم لأول مرة للمتعاملين، وذلك بهدف تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم بهدف زيادة رأس ماله". فمن خلال هذه الأسواق تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام بينما تطرح مؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية. وعندما تطرح الأوراق المالية للمرة الأولى فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق منذ سنوات عدة. كما تقوم هذه السوق بتوفير الوساطة المالية حيث تقوم المؤسسات المالية الوسيطة مثل بنوك الاستثمار بمساعدة الشركات في القرار الخاص بنوعية الأوراق المالية التي تطرح وحجمها وكذلك تعرف المستثمرين (عارضى النقود) بالاختيارات المختلفة المتاحة لشراء الأوراق المالية الجديدة.

⁴ عبد الحافظ السيد بدوي إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة" دار الفكر العربي القاهرة، ص 217.

- حنفي عبد الغفار / قرياقص رسمية " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار" الدار الجامعية مصر 2000، ص 275.

- Fleuriet Michel et Simon Yves « bourse et marché financiers » Dunod, paris ,2 édition 2002 , p 270.

وعليه تعد الأسواق الأولية الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة.

2.2.1 الأسواق الثانوية The Secondary Markets

تعد الأسواق الثانوية المكان الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، فهذه الأسواق يتم بواسطتها التداول (بيعا وشراء) على الأوراق المالية التي سبق إصدارها بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي و آخر وفي الاتجاهين، و دون أن تتأثر الشركة المصدرة، أما في السوق الأولي فهي تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) وباتجاه واحد فقط⁵. كما يؤمن السوق الثانوي تقييم الأصول التي يمكن من خلالها أن تكون مرجعاً لإصدار أصول جديدة في السوق الأولي (تسعير الأصول التي تنوي المؤسسات إصدارها) و مرجعاً بالنسبة للمستثمر في اتخاذ قرارات الاستثمار بإختيار أحسن بديل⁶.

و تنقسم أسواق التداول (الأسواق الثانوية) بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة.

● **الأسواق المنظمة:** يطلق على الأسواق المنظمة ب بورصة الأوراق المالية Stock Exchange وتتميز هذه الأسواق بأن لها كيان مادي ملموس، إذ تتواجد بأماكن محددة يلتقي فيها وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعي الأوراق المالية من خلال عملية المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات شرط أن تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاه لشروط التداول⁷. وتدار هذه الأسواق بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، كما للبورصات المنظمة إجراءات وشروط تنظيم العضوية و التسجيل والتداول.

قانونياً: تعرف البورصة بأنها شخصية اعتبارية عامة تشرف على تسيير أموالها، و تخضع لرقابة حكومية من طرف مندوب الحكومة.

اقتصادياً: مكان محدد يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل بيعا وشراءا لمختلف الوراق المالية، المحاصل الزراعية أو السلع الصناعية... إلخ، ويتوافر فيها قدر مناسب من العقلانية والشفافية.

⁵ الشواورة فيصل محمود" الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية" دار وائل عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص ص 56-57.

⁶ Bradley Xavier/ Christian Descamps « Monnaie, Banque, Financement » Dalloz, Paris 2005, p 10.

⁷ عبد الحافظ السيد بدوي، مرجع سابق، ص ص 218-220.

وتعود جذور نشأة البورصة إلى سنة 1141 بباريس حيث كان يلتقي الصيارفة في جسر الصرف "Pont de change" لعرض خدماتهم على الزبائن مقابل عمولات، غير أنه كلمة بورصة Bourse اشتقت من اسم أحد الصيارفة لمدينة "Bruges" والذي يدعى "Vander Bourse" والذي كان تجار المدينة يجتمعون عنده في فندقه.

وعليه يعبر لفظ بورصة عن المكان الذي كان يجتمع في التجار والمتعاملون من اجل ابرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل.

إن أول بناء انشئ للبورصة ، وعرف بهذا الإسم هو بناء مدينة "Anvers" في بلجيكا سنة 1460 (القرن 15)، لتليها بورصة "تولوز" عام 1549 و بورصة "باريس" سنة 1563، وبورصة "روما" في عام 1566 بينما تعتبر بورصة "Lyon" التي قامت عام 1595- أول بورصة عصرية- ومع تزايد حجم الصفقات والمبادلات تم تعيين وكلاء الصرف لمفاوضة الأوراق المالية، وكان ذلك لأول مرة عام 1639 في باريس، بوردو 1571 التي نشرت لأول مرة لائحة التسعيرة سنة 1592، أمستردام بهولندا سنة 1608، وفي بال pal سنة 1683، لندن 1695، فيينا 1762، نيويورك 1792، بروكسل 1801، ميلانو 1808، روما 1822، مدريد 1831، جنيف 1850. أما لظهور البورصة في العالم العربي فقد كان ذلك في مصر بورصتان للأوراق المالية واحدة في القاهرة والأخرى في الاسكندرية (سنة 1904).

وللبورصات المنظمة إجراءات وشروط تنظيم العضوية والقيود والتسجيل والتشغيل والتداول .

● **الأسواق غير المنظمة Over the Counter Market:** يطلق هذا الاصطلاح على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي تتولاها بيوت السمسرة، إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين الذين تتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية وأسعارها، ومن خلال تلك الشبكة يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض⁸ . وتمتاز هذه الأسواق بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية. وما يؤخذ على هذه الأسواق أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب.

ويوجد في الو.م.أ الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة، كما يقوم هذا الإتحاد بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل⁹.

⁸ حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، مرجع سابق، ص 282.

⁹ جودة صلاح الدين " بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا" مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى 2000، ص 24.

ومن أهم أسباب وجود الأسواق غير المنظمة اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضا إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة إلا في حدود ضيقة جدا¹⁰. إذن فالسبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق أن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم أو رسوم عضوية في السوق، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

و في الو.م.أ يتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى نوعية هي السوق الثالث والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة من صناعات السوق.

- **السوق الثالثة:** نمت هذه الأسواق منذ بداية عام 1960 كسوق منافس للأسواق المنظمة، ويرجع سبب نموها في رغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة¹¹. ويتكون هذا السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية، أما المتعاملون في هذا السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، بيوت السمسرة الصغيرة....
- **السوق الرابع:** و يقصد بهذا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبرى و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية دون الحاجة إلى سمسار و بكميات كبيرة كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة.

3.1 أنواع البورصات

توجد العديد من البورصات حيث يتم تقسيمها لعدة اعتبارات إذ نجد:

أولاً: من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي نجد نوعين/

- أ. **بورصات رسمية:** وهي البورصات التي يتم انشاؤها وفقا للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات فقط قواعد ونظم معينة، ويتواجد ممكثل للحكومة ليراقب ويتابع هذه المعاملات، ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.
- ب. **بورصات غير رسمية:** تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف الحكومة بها، ولا تتعامل فيها أي جهة رسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية مثلا "بورصة المناخ في الكويت"

ثانياً: من حيث مدى التعامل الجغرافي نجد نوعين:

¹⁰ حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، مرجع سابق، ص ص 287-288.

¹¹ J-J. perquel . op.cit, p41.

أ. **بورصات محلية:** هي متواجدة عادة في مختلف الاقتصاديات المختلفة، وهي عادة بورصات محدودة النشاط.

ب. **بورصات دولية:** تمتد معاملاتها على مستوى دول مختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

ثالثا: من حيث المدى الزمني (العمليات) ونجد نوعين:

أ. **بورصات حاضرة:** حيث يتم التعاقد فيها على أصول مالية يتم استلامها وتسليمها فوراً أو كأقصى حد 48 ساعة أو 72 ساعة.

ب. **بورصات آجلة:** هي أسواق يتم التعاقد فيها على أصول معينة على أن يتم التسليم والاستيلاء لاحقاً في تاريخ استحقاق معين، وغالباً لا يتم التسليم والاستيلاء للأصول محل التعاقد وإنما المضاربة فقط على السعر.

رابعا: من حيث المنتجات المتداولة نجد عدة أنواع منها:

أ. **بورصة البضائع (السلع):** هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتجات طبيعية ذات الإستهلاك الكبير، عن طريق وسطاء رسميين الذي يتلقون طلبات العملاء وأمورهم ويقومون بتنفيذها مقابل عمولة معينة تحددها أنظمة البورصة.

وتعرف بورصة البضائع بالبورصة التجارية وهي أقدم عهداً من بورصة الأوراق المالية، وفي الوقت الحالي أشهر بورصات البضائع هي:

- بالنسبة لمادة الشعير لدينا ليفربول و وينينغ. - بالنسبة لمادة القهوة لدينا بورصة لندن، باريس، و الهافر.
- بالنسبة لمادة السكر لدينا بورصة لندن و باريس.
- أما بالنسبة لمادة القمح فهناك بورصة شيكاغو، ليفربول و كنساس سيتي.
- بالنسبة لمادة السكر نجد بورصة باريس و لندن
- بالنسبة لمادة البن نجد بورصة لندن، باريس، نيويورك.

بورصة البضائع لها سوق عاجلة و سوق آجلة.

السوق العاجلة: البضائع الحاضرة و الموجودة فعلياً في المخازن و المستودعات و في المرافئ التجارية رهن التحميل التي يلزم تسليمها.

السوق الآجلة: موضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً و يمكن التخلص منها بدفع فرق السعر لدى تصفية العملية.

تلعب بورصة البضائع دوراً هاماً في حياة البلاد الاقتصادية، و يمكن تلخيص الوظائف التي تؤديها البورصة فيما يلي:

* القضاء على خطر تقلبات أسعار البضائع: إن أسعار كل صنف من البضائع متغيرة بالضرورة، و ترتفع هذه الأسعار أو تهبط لاختلاف العرض و الطلب، و كل حائز لصنف من البضاعة معرض حتما في أي مرحلة من إنتاجه أو توزيعه لتقلب الأسعار.
* العمل على استقرار الأسعار.

* تتيح بورصة البضائع إيجاد سعر عالمي للبضائع التي تجري عليها المعاملات.

ب. **بورصة الذهب والمعادن الثمينة:** تختلف أسعار المعادن النفيسة اختلافا كبيرا لمصادرها (أمريكا، البرازيل، روسيا، جنوب افريقيا،....) بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها، ويتم التفاوض عليها في سوق منظمة داخل قاعات خاصة تدعى هذه السوق ببورصة الذهب والمعادن النفيسة.

ج. **أما بورصة العملة الصعبة (القطع):** التي تسمى أيضا سوق الصرف، فمن خلالها يتم تحديد اسعار صرف العملات حسب معدل تبادل العملة الوطنية بالعملات الأجنبية في الدول العظمى، وهذا حسب قانون العرض والطلب قيمة خارجة للنقود) وكذلك حسب القوة الشرائية للنقود داخل وخارج البلد وتقاس عادة بالمستوى العام للأسعار (قيمة داخلية للنقود).

د. **بورصة الخدمات:** وهي بورصات شديدة التنوع واهمها : السياحة الفنادق، بورصات التأمين و النقل وتاجير السفن....

هـ. **بورصات الأفكار:** وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع، وحقوق المعرفة ، والعلامات التجارية.

و. **بورصة القيم المنقولة:** ان بورصة الأوراق المالية أحد أهم أنواع البورصة، فهي سوق منتظمة تتداول فيها الأوراق المالية بانتظام تعرض من جانب قوى العرض والطلب ومن جانب قوى الطلب بشكل يؤدي من خلال تفاعلها إلى تحديد الأسعار العادلة لها و التي يتم بها التعامل بيعا و شراء في البورصة و يجري التعامل فيها على الأسهم و السندات التي تصدرها الشركات.

II. المتعاملون في البورصة و أهدافهم

1.2 المتدخلون في البورصة:

يمثل المتدخلون العنصر الأساسي للمعاملات وحيوية البورصة بتبادلهم للأوراق المالية ومن أهم هؤلاء المتدخلون:

1- **طالبوا رؤوس الأموال:** هم الذين عجزوا عن توفير الأموال اللازمة و الكافية لتنفيذ مشاريعهم واستثماراتهم أو توسيعها و الذين بحاجة لمواجهة نفقاتهم و يمكن حصر فئة طالبوا رؤوس الأموال كمايلي:

1.1- **الدولة و اداراتها:** قد لا تحصل الدولة على الموارد الكافية لتغطية نفقاتها المحسدة في الميزانية العامة

للدولة من الاقتطاعات.

2.1- القطاع الخاص: تحتاج النشأة الخاصة في بداية نشأتها الى رؤوس أموال كبيرة و أيضا إلى رؤوس أموال كبيرة وأيضا الى ممارسة نشاطها و مع زيادة نسبة تكاليفها تكون مضطرة الى اللجوء الى طلب تمويل زائد من المساهمين الاوائل عند النشأة فإذا رأت أن ذلك لا يكفيها تقوم باصدار أوراق مالية جديدة لتسد بها العجز القائم في استثماراتها.

3.1- البنوك والمؤسسات المالية غير مصرفية: هؤلاء كذلك من طالبي رؤوس الأموال و دورهم جد خاص و ذلك لأنه كان جزءا من رؤوس الأموال المطلوبة من قبل هذه الفئة من المتدخلين لغرض تطوير أجهزتها الخاصة فإن الجزء الأكبر يخصص لتلبية احتياجات الدولة و مؤسسات القطاع العام و الخاص على السواء و بسبب خبرة هذا النوع من متدخلي الوساطة المالية فانهم بلا شك أكثر معرفة بالاحتياجات الحقيقية للاقتصاد القومي.

2- عارضوا رؤوس الأموال

و هم الذين يملكون فوائض مالية سواء كانت مدخرة أو مكتنزة فبواسطتها يتدخلون في البورصة قصد الاستفادة من الأرباح التي تعود عليهم من خلال استثمارها في الأوراق المالية الصادرة من المجموعة التي تعاني من العجز و يمكننا حصر هذه الفئة من المتدخلين في النقاط التالية:

* **العائلات** : تعتبر من بين المدخرين الاعتياديين و من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، نظرا للحجم الهائل من السيولة النقدية التي يجوزتهم.

* **المستثمرون المؤسسون**: و هي الهيئات التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية جمع المدخرات من مختلف القطاعات في الدولة و تقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية ، و يعتبرون كذلك من أهم المتدخلين في البورصة و نجد من بين المستثمرين المؤسسين مايلي:

1.2- **شركات التأمين**: تمتلك شركات التأمين المبالغ المودوعة من قبل الجمهور للتأمين عن حياتهم و ممتلكاتهم من الأضرار التي يمكن أن تلحق بهم ، و حتى لا تبق هذه المبالغ جامدة تستخدمها هذه الشركات لشراء الأدوات المالية التي يجري بها التعامل في البورصة.

2.2 **صناديق التقاعد**: إن المبالغ المجمعة في هذه الصناديق الصادرة عن مختلف أفراد المجتمع بنفس أسلوب البورصة المذكورة سابقا.

3.2- **هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية**: يمكن للمستثمرين أن يتدخلوا في البورصة بطريقة غير مباشرة باستعمال نظام التوظيف الجماعي للأوراق المالية و في هذه الحالة يمكن للمستثمرين شراء حصص لإحدى المنظمتين التاليتين:

* **شركة الإستثمار في رأسمال متغير SICAV**: هي شركات يجب أن لا تتجاوز فيها مصاريف التسيير 1% من متوسط الأصول و تخصص كل شركة 85% من أموالها للقيم المنقولة حيث تمويل بها أموال الدولة و

الالتزامات 30 % و الأسهم 10% على الأكثر ، كما لا تتجاوز حصة مساهمتها في الشركة 10 % من الأصول للمحافظة على فوائد المساهمين.

* **الصندوق الجماعي للتوظيف FCP** : ليس لها شخصية معنوية و تمثل ملكية مشتركة للقيم المنقولة وينبغي عليها أن تحصل على 2.5 مليون فرنك فرنسي، والملاحظ أن 40% من أصول هذه الصناديق تمثل قيم الشركات الغير مدرجة لا في السوق الرسمية ولا في السوق الثانوية ولا في السوق المالي.

3. البنوك: نظرا لخبرتها في العمليات المالية فانها تعد من أهم المتعاملين في البورصة إذ يمكنها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء الأوراق المالية كما يمكن لها تسيير الحافظ المالية للغير مقابل عمولات وفي هذه الحالة تعتبر كوسيط في عمليات البورصة، هذا بالإضافة إلى الخدمات التي تقدمها لمنشات القطاع العام والخاص على مستوى السوق الأولية كطرق الأوراق المالية الصادرة من منشأة للإكتساب العام من قبل الجمهور لأول مرة.

4. سمسرة الأوراق المالية: تقوم أعمال البورصة على تداول الأوراق المالية بواسطة السمسرة والوسطاء ، فالعميل يقوم باعطاء أمره إلى سمسرة ليقوم هذا الأخير بتنفيذ إجراء العملية حسب الأصول المحددة في نظام البورصة.

1.4- السمسار: يمارس السمسار نوعين من الوظائف: الوظيفة الرئيسية والرسمية ، فهم ينقلون إلى البورصة أوامر زبائنهم و يقومون بالعمليات المطلوبة منهم و يجب على السمسار أن يحترم قواعد السمسرة.
- ينحصر عمل السمسار في تقريب شخصين لأجل أن يتعاقدا و يتحصل على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة و هو لا يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، و إنما يقرب بينهما.

- إن السمسار شخص ذو علم و دراية في شؤون الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد الرسمية مقابل عمولة ، و يشترط في السمسار أن يكون مؤهلا عمليا ، وأن لا يقل عمره عن 25 سنة ، ولا يكون قد اشهر إفلاسه، وأن لا يكون سبق الحكم عليه بالإدانة في جنائية أو خيانة أو تزوير، وأن لا يكون عضوا في إحدى الشركات.

2.4- الوسيط: هو أداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد له، فهم يجمعون أوامره و ينقلونها إلى السمسار ، و يحصل على حصة من العمولة ، و هو مسؤول أمام السمسار عن العمليات المعقودة بواسطته. يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض ، يلزم الوسطاء بالسر المهني ، و يعاقب كل من لا يحترم هذه القواعد.

2.2 وظائف أسواق الأوراق المالية :

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات، ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق الأهداف المشار إليها تؤدي أسواق الأوراق المالية عددا من الوظائف سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو لمنظمات الأعمال، أو للاقتصاد ككل، وتتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في

نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

كما تقوم أسواق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المهمة يمكن عرضها في النقاط التالية¹²:

- التعامل في الأوراق المالية بيعة و شراء، بحيث تعكس تغيرات الأسعار الأوضاع الإدارية و المالية للشركات.
- استثمار رؤوس الأموال و تشجيع الادخار و تجميع الأموال، بالإضافة إلى خلق رؤوس أموال جديدة.
- توجيه الاستثمار: إذ تلعب أسعار الفائدة تأثيرا كبيرا على أسعار الأوراق المالية و على عوائدها وتوجيه الاستثمار من الأسواق المالية إلى البنوك أو العكس.
- حماية المساهمين من أي تلاعب والذي قد يحدث في الشركات المدرجة في البورصة و الذي يكون ناتج عن سوء الإدارة أو الإهمال أو أي عامل آخر من العوامل التي تؤثر على نشاط الشركة.
- ترشيد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة عن العمليات المنعقدة وتطوراتها وكمية الصكوك المدرجة لإظهار أفضل القنوات لتوجيه المدخرات بهدف تحقيق فائدة أكبر، فالسوق المالي يسمح بتقييم الأصول المالية.
- توافر العلانية: تتم الصفقات في البورصات علانية و يتم نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة وفي لوحات واضحة، وكذلك البيانات التي تصدرها الشركات جميعها تعلق للجمهور في البورصة علانية حتى يكون كافة المتعاملين على بينة عن الشركات التي يساهمون فيها.
- تسعير الأصول المالية من خلال تفاعلات قوى العرض والطلب داخل السوق أي من خلال التقاء وتفاعل المشترين مع البائعين، فالمشترين يرغبون في تعظيم معدل العائد عند مستوى معين من المخاطرة وذلك بعرض أقل سعر ممكن، بينما يسعى البائعون إلى الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة، ويستمر التفاعل بين المشترين والبائعين سعيا وراء تحقيق رغبتهم إلى أن ينتهي بتخصيص مدخرات المجتمع إلى الأفراد أو المنظمات القادرين على استخدام هذه المدخرات الاستخدام الأفضل، بهذا يحصل المشتري على أعلى عائد ممكن بينما يحصل البائع على التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة، لذلك فأسعار الأوراق المالية داخل هذه الأسواق هي بمثابة إشارات Signals لكيفية تخصيص موارد المجتمع.
- تأمين السيولة للأصول المالية (بمعنى تحويل الأصل إلى نقود)، و حتى تقوم سوق الأوراق المالية بهذه الوظيفة يجب أن تتصف بالاعتدال. و حتى يتصف السوق بالاعتدال لا بد من توافر ثلاثة شروط هي¹³:

¹² سويلم محمد " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية" الشركة العربية المتحدة للنشر و التوزيع، مصر 1992، ص ص 303-308.

- عرفة سيد سالم " إدارة المخاطر الاستثمارية" دار الراية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص ص 189-190.

¹³ عبد المحافظ السيد بدوي، مرجع سابق، ص ص 12-13 .

- ✓ أن يكون السوق عميقا : أي سوق يتميز بوجود تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء، بعبارة أخرى أن يكون هناك العديد من البائعين والمشتريين على استعداد للبيع والشراء بأسعار أقل وأكبر من سعر آخر عملية، و هو ما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار.
- ✓ أن يكون السوق كثيفا: بمعنى أن تتدفق أوامر البيع و الشراء بأحجام كبيرة وذلك من أجل الاستفادة من اقتصاديات الحجم في تحقيق الاعتدال المطلوب، ومنع حدوث التقلبات الحادة في الأسعار.
- ✓ أن يكون السوق مرنا: بدرجة تجعله قادرا على الاستيعاب الفوري للتدفق المستمر لأوامر البيع والشراء ذات الأحجام الكبيرة، ولتحقيق هذه الصفة لا بد من توافر نظام الكتروني يتسم بالسرعة وانخفاض التكاليف، وأن يكون على المستوى الذي يمنع حدوث أي عرقلة لبعض الأوامر لفترات زمنية معينة.
- البورصات هي جهاز الرقابة على الشركات المساهمة إدارتها و بذلك تكفل حماية المساهمين من أي تلاعب في هذه الشركات الناتج عن سوء إدارة أو إهمال أو أي عامل آخر من العوامل التي تؤثر على نشاط الشركة.
- تكفل البورصة حرية المساومة: حيث أنه لا تنفذ الصفقة لحساب العميل البائع الذي يطلب سعرا معيناً إلا حين يتحقق هذا السعر بوجود مشتري للشراء بهذا السعر فان لم يوجد مثل هذا المشتري اضطر البائع إلى تخفيض الثمن إذا أراد.
- من الصعوبة على أي شخص التأثير على الأسعار نظرا لكثرة المتعاملين في البورصة ولكبر حجم المعاملات.
- يكون التعامل في هذه الأسواق على سلع مثالية، أي التشابه الكامل في جميع وحدات النوع الواحد.
- العمل بكفاءة داخل السوق و ذلك عندما تنخفض تكلفة الخدمات المؤداة إلى المتعاملين في السوق.
- الاستمرارية: بمعنى أنه يمكن تنفيذ العمليات أو الصفقة المالية بسعر مقارب لأسعار الصفقة السابقة على نفس الورقة (تحقيق أسعار عادلة)، وكذا منع السيطرة على السوق وعلى الأسعار من جانب قلة أو فئة من المضاربين، والاستعانة في ذلك بسن القوانين و اللوائح لضبط التعامل في الأوراق المالية المتداولة بحيث تعكس تغيرات الأسعار الأوضاع الإدارية و المالية للشركات.
- مرونة السوق في امتصاص الهزات و التقلبات بحد أدنى من العقبات ويتطلب تحقق ذلك وجود كمية كبيرة من الأسهم المدرجة في السوق ومن مختلف الأنواع والخصائص لكي تلي احتياجات المستثمرين المتنوعين وعند حدوث أزمات مالية طارئة يمكن أن تتدخل إدارة السوق ويجوز أن تصدر أوامرها بإقفال البورصة لمدة معينة وذلك حتى تعود الأمور إلى نصابها و يتم تصحيح الأوضاع.
- إتاحة الفرصة للقيام باستثمارات متفاوتة في درجات المخاطرة.

III. أدوات سوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية)

يجري التعامل في الأسواق المالية على نوع خاص من الأدوات تسمى بالأصول المالية (الأوراق المالية)، والتي تتمثل في عقود تجمع بين المصدرين والمستثمرين، ويعطي الأصل الحق لصاحبه في الحصول على تدفقات نقدية، أما بالنسبة لمصدر الأصل فهو يتعهد بدفع تدفقات نقدية¹⁴. وتشير الأوراق المالية إلى¹⁵ "التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة والتي تحول له الحق في الحصول على جزء من العائد (محدد أو غير محدد) أو جزء من أصول الشركة أو كليهما معا". وتشمل الأوراق المالية: أدوات الملكية، وأدوات الدين، والمشتقات.

1.3 أدوات الملكية Owner Ship

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم و التي تعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة.

1.1.3 ماهية الأسهم و خصائصها

تعتبر الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل تمثل صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، كما يضمن لصاحبه الحق في الحصول على حصة من الأرباح وفي موجودات الشركة عند تصفيتها¹⁶. و يوضح كل صك اسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم و رقمه، وعدد الأسهم بالصك، و لا تكمن أهمية الأسهم بالنسبة للمستثمر من كونه استثمارا يعطى للمستثمر حقا في ملكية المنشآت المصدرة لتلك الأسهم فقط، وإنما أيضا بسبب ما تحققه من عوائد استثمارية جعلته مميّزا عن غيره من أدوات الاستثمار المالي الأخرى، حيث تنفرد الأسهم في شكل العوائد التي تحققها للمستثمر وهي: عوائد نقدية متأتية من الأرباح، و عوائد استثمارية تتحقق عن طريق ارتفاع قيمة الأسهم في السوق المالي بسبب ظروف العرض والطلب والعوامل الأخرى المؤثرة في القيمة السوقية¹⁷.

و تتمتع الأسهم بعدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها¹⁸:

- تساوي قيم الأسهم للشركة: والحكمة من ذلك هو سهولة تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية وتسهيل عملية توزيع الأرباح، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة، فكل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.

¹⁴ Vernimmen Pierre « Finance d'entreprise » Dalloz, paris 6^{ème} édition 2005, pp 4-5 .

¹⁵ الحناوي محمد صالح/ مصطفى نحال فريد/ العبد جلال إبراهيم " أسواق المال و المؤسسات المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص 07.

¹⁶ محمد محمود عبد ربه " مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2000، ص 08.

- شيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي المصري والبورصات" الدار الجامعية، الإسكندرية 1998، ص 64.

¹⁷ الزبيدي حمزة محمود " الاستثمار في الأوراق المالية" مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2001، ص 172.

¹⁸ أحمد محمد لطفي أحمد " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006، ص 47-49.

- Picon Olivier « La bourse : ses mécanismes, Gérés son portefeuille, réussir ses placements » Dalloz, paris 14^{ème} édition 2000, p36.

- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة، وتعتبر من أهم خصائص الأسهم فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة.
 - عدم قابلية السهم للتجزئة: بمعنى إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يقسم سهمه على ورثته وإنما يختار الورثة من بينهم ممن يمثلهم في الجمعية العمومية حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.
 - مسؤولية المساهم محدودة بالقيمة الاسمية لأسهمهم: ولا يسأل المساهمين عما يجاوز ذلك، فإذا أفلسَت الشركة و صارت عاجزة عن سداد ديونها فلا يلزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.
- وقد تأخذ الأسهم شكل أسهم نقدية (تدفع قيمتها نقدا) ¹⁹ وأسهم عينية (تصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة مصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية) ²⁰ وهذا حسب نوع الحصة التي يدفعها المساهم، أما حسب شكل إصدار الأسهم فهي تأخذ ثلاثة أشكال وهي ²¹:
- **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حاملها مالكا لها، ويحصل التنازل عنها بتسليمها من يد إلى يد، ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حقوقه في حضور الجمعية العامة، الأرباح، أموال التصفية...، و لا تعترف الشركة إلا للمالك واحد و هو الحائز له و لو حصل عليه بطريقة غير قانونية، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب.
 - **الأسهم الاسمية:** وهي التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك و يقيد اسمه في سجلات تحتفظ بها الشركة المصدرة، ويمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول التنازلات، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة، كما تدون البيانات المقيدة في السجل و التي تشمل اسم ولقب وموطن وجنسية المساهم، ونوع السهم والشركة التي أصدرته (عنوانها، رأس مالها، مركزها)، وكذا بيان المدفوع من قيمة السهم وذلك لأن كل مساهم مدين بكل ما اكتتب به، وبهذه الطريقة يمكن معرفة مقدار الباقي في ذمته، إضافة إلى عملية التنازل التي تمت و تاريخ حدوثها.
 - **السهم لأمر(السهم الإذني):** ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير بانتقال السهم من شريك إلى آخر بأن يكتب على ظهر صك السهم تحويلها إلى الآخر فيصبح الثاني هو مالك الأسهم و الأول متخلياً عنها و بدون الحاجة للرجوع إلى الشركة. وتشتترط الشركة في هذه الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية مدفوعة بالكامل فالشركة لا تستطيع تعقب تداول السهم، و لا تستطيع التعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع.
- كما تقسم الأسهم من حيث استرداد قيمتها قبل انقضاء الشركة و عدم الاسترداد إلى نوعين هما ²²:

¹⁹ لا يصبح السهم قابلاً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية و صدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

²⁰ لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

²¹ مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الرابعة 2004، ص ص211-

- **أسهم رأس المال:** وهي الأسهم التي لا يجوز لمالكها استرداد قيمتها من الشركة ما دامت الشركة قائمة وهذا الأصل بالنسبة لجميع الأسهم كما نص القانون و إلا فذلك يؤدي إلى انخفاض رأس المال.
- أسهم التمتع:** وهي أسهم تستهلكها الشركة برد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة ويبقى مالكيها شريكاً له حق الحصول على الأرباح و التصويت، ويطلق على هذه العملية بـ "استهلاك الأسهم" ويكون الاستهلاك بطرق متعددة كأن تشتري الشركة جزءاً من الأسهم أو تسحب من التداول في كل سنة عدداً من الأسهم بطريق القرعة وتدفع قيمتها الاسمية لمالكها من الأرباح، ويعطى المساهم بدل تلك الأسهم سهماً يسمى سهم " التمتع " يخول له الحق في أرباح الشركة أقل من الحق المقرر لأسهم رأس المال. ويشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحاً بذلك في القانون النظامي للشركة²³.
- كما تصنف الأسهم على أساس الحقوق المكفولة لحاملها وهي نوعين هما: الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

2.1.3 الأسهم العادية (Ordinary Stock) Common Stock

- 1.2.1.3 تعريفها:** يعرف السهم العادي بأنه²⁴ " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله - بذمة الجهة المصدرة له- في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم". وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة و مستمر، و يتمتع حامل السهم العادي بحقوق تحددها الأعراف و قوانين الشركات وتتمثل فيما يلي²⁵:
- حق الحصول على نصيب من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- الحق في الحصول على التوزيعات عند تحقيقها و تقرير توزيعها (لا يمكن للمساهم المطالبة بالتوزيعات ما لم تحقق الشركة أرباحاً أو إذا حققت أرباحاً و لم تقرر الشركة توزيعها، و يتوقف حصول المساهمين على جزء من الأرباح على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح. كما للمساهم الحق في الأرباح المحتجزة.
- حق المشاركة في الجمعية العامة و مناقشة تقارير مجلس الإدارة و القوائم المالية و تقرير مراقب الحسابات، كما للمساهم حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة و إصدار القرارات المرتبطة بسياسات الشركة، و الرقابة على الإدارة.

²² هارون محمد صبري، مرجع سابق، ص 233.

²³ محمود أمين زويل " بورصة الأوراق المالية : موقعها من السوق - أحوالها و مستقبلها " دار الوفاء للطباعة و النشر، الإسكندرية 2000 ، ص 47.

²⁴ التميمي أرشد فؤاد/ سلام أسامة عزمي " الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة " دار المسيرة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2004 ، ص 30.

²⁵ Peyrard Josette « La Bourse » Vuibert entreprise paris, 9^{ème} édition 2000, p p 19-20.

- Picon Olivier « La bourse » OP.CIT , pp 183-189.

- رمضان زياد " مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي " دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة 2005، ص 57.

- الموسوي ضياء مجيد " البورصات : أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات " مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 41.

- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان المساهم يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق الأولوية في الاكتتاب (حق الشفعة) عند إصدار الشركة لأسهم جديدة أو عند إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم. كما أن للمساهم الحق في الحصول على الأسهم المجانية²⁶.
- الحق في الحصول على المعلومات حول وضع الشركة، والاطلاع على الحسابات السنوية.
- الحق في الحصول على المعلومات حول وضع الشركة، والاطلاع على الحسابات السنوية، والميزانية العمومية، وجدول حسابات النتائج.

2.2.1.3 أنواع الأسهم العادية

و الأسهم العادية عدة أنواع من أهمها الآتي²⁷:

- **الأسهم المرخص بها** (المصرح بها): يحدد القانون الأساسي لكل شركة مقدار رأس المال الذي يمكنها إصداره، وهذا ما يسمى برأس المال المرخص به ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية.
- **الأسهم المصدرة**: أحيانا قد لا تقوم الشركة بإصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل دفعة واحدة، وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلا باسم الأسهم المصدرة .
- **أسهم الخزينة Treasury Stock**: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق²⁸، وليس لأسهم الخزينة الحق في توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها²⁹.

3.2.1.3 تصنيف الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية إلى الأصناف التالية³⁰:

- **الأسهم المتميزة (الأسهم الزرقاء الممتازة) Blue Chips**: هي أسهم تحافظ على جودتها حتى في حالة حدوث تراجع في النمو الاقتصادي. وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA، وميزات هذه الأسهم سمعتها ومركزها المالي الجيد، والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة)، فهي أسهم الشركات ذات الجودة والمصدافية والقدرة على تحقيق نتائج جيدة في معظم الأوقات.
- **أسهم الدخل**: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة) غالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات تمتاز بإنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا وتوزيعات أرباح مضمونة.

²⁶ الأسهم المجانية: هي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، و تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة و المتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة، و بالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

²⁷ حناوي محمد الصالح و آخرون " أسواق المال و المؤسسات المالية" مرجع سابق، ص ص 08-09.

²⁸ تلجأ الشركة إلى إعادة شراء أسهمها إما لتعزيز القيمة السوقية للسهم أو تجنباً لحالات الاكتساب أو الاستيلاء العدواني

²⁹ عصام حسين " أسواق الأوراق المالية: البورصة" دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 101.

³⁰ التميمي أرشد فؤاد/ سلام أسامة عزمي، مرجع سابق، ص ص 33-36.

- **أسهم النمو:** هي الأسهم التي تتميز بالارتفاع الكبير في قيمتها السوقية وتكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية.
- **أسهم المضاربة:** وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد في الأجل القصير، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات حديثة النشأة ومعرضة لاحتمالات النجاح أو الفشل.
- **الأسهم الموسمية:** هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعا موسمية، والطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه كما أنها تتأثر بحالات الكساد.
- **الأسهم الدفاعية:** وهي الأسهم التي تكون لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الراج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما و مستقرا.

4.2.1.3 أنواع قيم الأسهم العادية

تتعدد القيم³¹ التي تأخذها الأسهم العادية و يمكن استعراضها كالاتي³²:

- القيمة الاسمية:** وهي القيمة المكتتب بها للسهم (قيمة الإصدار) والمنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة. وهي القيمة التي يتم على أساسها توزيع نسبة من الأرباح التي تحققها الشركة خلال السنة كما تستعمل لحساب رأس مال الشركة المدفوع عن طريق ضرب عدد الأسهم المتداولة في القيمة الاسمية للسهم، وتحسب هذه القيمة من خلال قسمة رأس مال الشركة على عدد الأسهم .
- القيمة الدفترية:** وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة بعد تأسيسها. و تمثل هذه القيمة نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحققة.

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

- أما في حالة وجود أسهم ممتازة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتحدد بقسمة الفارق بين حقوق الملكية وحقوق الأسهم الممتازة على عدد الأسهم الممتازة.
- القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم العادي الحصول عليها عند إنهاء عمليات الشركة وتصفيتها وبيع أصولها بعد استبعاد كافة الالتزامات بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة³³ .

³¹ تنبع قيمة الأوراق المالية من منفعتها أو قدرتها على خلق المنفعة، فالدخل أو الأرباح التي تحققها الأوراق المالية هي التي تعكس قيمتها .

³² علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص ص 174-176.

³³ خلف فليح حسن " الأسواق المالية و النقدية " عالم الكتاب الحديث، جدارا للكتاب العلمي الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص 209.

د. القيمة السوقية : وهي السعر الذي يباع به الأصل في السوق نتيجة التفاعل الحر بين العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة الكاملة- أي لا توجد فيها قوى احتكارية تؤثر على العرض والطلب-، ويتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي العرض مع الطلب، و يعبر السعر التوازني الذي يتساوى عنده الطلب مع العرض عن القيمة الحقيقية للسهم³⁴.

القيمة الحقيقية Intrinsic Value: و تدل على القيمة السوقية العادلة ، إذ تحدد بالنسبة للسهم على ضوء قاعدة أصول الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين و توقعات النمو المستقبلية، و كفاءة إدارة الشركة، وهي تبنى على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. إن القيمة الحقيقية هي ما يهتم المستثمر على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم، إذ يقوم المستثمر بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية والسعر السوقي للسهم³⁵، فإذا كان السعر السوقي أعلى من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، بل على العكس يجب التخلص منه إذا كان للمستثمر مركز فيه، أما إذا كان السعر السوقي أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً. وعندما يكون السعر السوقي مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب.

3.1.3 الأسهم الممتازة Preferred Stock

1.3.1.3 تعريفها: يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية الهجينة Hybrid Securities حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية و السندات (تمثل حق ملكية وأيضاً حق مديونية) فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات و قبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية وبشروط معينة. أما باعتبارها تشبه السهم العادي و هو كون أن أجل السهم الممتاز يرتبط بوجود واستمرار الشركة أي ليس له تاريخ استحقاق³⁶، ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق، كما أنها تعطي الحق لحاملها في الأرباح التي تحققها الشركة وتكون تلك الأرباح محددة بحد أدنى أو حد أعلى - محددة بنسبة مئوية معينة من قيمته الاسمية-³⁷ (وهي بذلك تشبه السندات) تظهر صراحة في عقد الإصدار، كما لا يحق لحاملها المطالبة بالأرباح إذا قررت الإدارة عدم توزيعها، فالشركة ليست ملزمة قانوناً بإجراء

³⁴ الزرري عبد النافع / غازي فرح " الأسواق المالية" دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2001، ص 157.

³⁵ من الممكن أن يختلف السعر السوقي عن القيمة الحقيقية للسهم لعدة أسباب أهمها: المضاربات، والتلاعب في أسعار الأسهم، عدم توافر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين و البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.

³⁶ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4^{ème} édition, p 248.

³⁷ ناجي جمال " إدارة محفظة الأوراق المالية" المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، الطبعة الأولى 1998، ص 14.

توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح. و تأخذ الأسهم الممتازة مجموعة من القيم و هي: القيمة الاسمية و التي تمثل القيمة التي يصدر بها السهم الممتاز وتكون مكتوبة على السهم وهي تشكل الأساس الذي يتم بناءا عليها حساب أرباحه. والقيمة الدفترية: وهي تساوي قيمته الاسمية و ذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة لأن تلك الأرباح هي من حقوق حملة الأسهم العادية فقط. بالإضافة إلى القيمة السوقية وهي القيمة التي يباع بها السهم الممتاز في السوق.

2.3.1.3 أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع عديدة من أهمها³⁸:

- أ. الأسهم الممتازة المشاركة و غير المشاركة في الأرباح: يشارك هذا النوع من الأسهم الممتازة الأسهم العادية فيما تبقى من الأرباح بعد أخذ نصيبها منها أولاً³⁹، وبتعبير آخر تأخذ الأسهم الممتازة أرباحها أولاً ثم تعود وتشارك الأسهم العادية في الباقي، أما غير المشاركة فهي لا تشارك الأسهم العادية في أرباحها أي تكتفي بالأرباح المحصنة لها (بصرف النظر عن الأرباح المحققة) وليس لها الحق في الباقي.
- ب. الأسهم الممتازة المجمعة و غير المجمعة للأرباح: لا تحصل الأسهم الممتازة على الأرباح المحددة لها إلا إذا حققت الشركة أرباحا و قررت توزيعها، فإذا لم يتوفر هذان الشرطان فإنه لن يتم توزيع الأرباح، فإذا كانت الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح فإنها في السنوات التي لا يتم فيها التوزيع لا تضيع حقوقها في تلك الأرباح بل تدور إلى السنة التالية، حيث تأخذ الأرباح عن السنوات التي لم يتم فيها التوزيع بالإضافة إلى الأرباح التي تستحقها عن السنة التي يتم فيها التوزيع وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية. أما الأسهم الممتازة غير المجمعة فلا يحق لها أن تجمع حقوقها عن السنوات التي لا يتم فيها توزيع الأرباح.
- ج. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل و غير القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إذا كان بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية محددة يكون منصوصا عليها في عقد الإصدار. وعادة ما يكون خيار التحويل أو عدمه بيد حامل السهم فإن وجد أن من مصلحته التحويل فإنه يحول و إلا فلا. أما غير القابلة للتحويل فهي التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.
- د. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء (القابلة للسداد): تعطي قابلية السهم الممتازة للاستدعاء الحق للشركة المصدرة في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين، و بالتالي يخفض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي⁴⁰.

³⁸ المرجع السابق، ص ص 59-62.

³⁹ تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر.

⁴⁰ مطر محمد، مرجع سابق، ص 216.

2.3 أدوات الدين (السندات) Bonds

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض يترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن قيمة أصل الدين، و تتمثل أهم صور أدوات الدين فيما يسمى بالسندات.

1.2.3 تعريف السندات

هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول تمثل ديننا بين حامل السند ومصدره، وهذا الأخير يمكن أن يتمثل في الدولة و الجماعات المحلية -بهدف الحصول على موارد لتغطية العجز في الميزانية أو بهدف ضبط حجم النقد في السوق، أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية- أو شركات المساهمة وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة⁴¹. ويعتبر السند أصل مالي ذو تاريخ استحقاق محدد، إذ يمثل تعاقدا على الاقتراض والإقراض بين طرفين هما مصدر السند (المقترض) ومشتري السند (المقرض)، وبموجب شروط يتضمنها عقد القرض، حيث يلتزم المقترض بأن يدفع لحامل السند مبلغا معينا (عادة القيمة الاسمية) بتاريخ الاستحقاق، وفائدة دورية - تحدد على أساس القيمة الاسمية للسند- في مواعيد محددة⁴² وذلك بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر. كما يعطي السند لحامله الحق في استرداد دينه في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية قبل حصول حملة الأسهم الممتازة والعادية على حقوقهم، وليس لأصحاب السندات الحق في إدارة الشركة التي أصدرتها، وإن كان إصدار السندات قد يلزم هذه الشركة بمراعاة حقوق حملة السندات. و يعتبر السند قرضا غير قابل للتجزئة وهو يشبه السهم في ذلك كما أنه قابل للتداول إذ تتوقف طريقة تداوله على شكله، فإن كان اسميا⁴³ (يحمل اسم حامله) فتداوله يكون بقيود التصرف في سجلات الشركة وإن كان لحامله⁴⁴ فالمنافسة اليدوية أي بالتسليم وإن كان لأمر فبالإظهار⁴⁵. وللسند قيمتان هما: القيمة الاسمية وهي القيمة التي يصدر بها وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ إصدار السند وحتى تاريخ سداده، والقيمة السوقية وتمثل قيمة السند في السوق وتكون عرضة للتقلبات باستمرار. ويصاحب إصدار السندات نوعان من الوثائق و هما:

■ **شهادة السند** : وتمثل دليل ملكية الحقوق التي يتضمنها السند وتحتوي على معلومات محددة مثل كيف ومتى يتم سداد الفوائد و القرض، و يكون السند مسجلا باسم صاحبه في سجلات الشركة.

⁴¹ Fleurient Michel et Simon Yves « Bourse et marchés financiers 2^e édition Dunod,2002, p 32.

⁴² أمين السيد أحمد لطفي " المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر 2000، ص 127.

⁴³ السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة. و لا تنتقل ملكية هذه السندات إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

⁴⁴ تنتقل ملكية السند لحامله بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها .

⁴⁵ ياسين محمد يوسف " البورصة " منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2004، ص 79.

- عقد إصدار السند : وهو وثيقة تحدد تفاصيل الاتفاق بين المقترض وبين الدائنين (المستثمرين). ويجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة السندات، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند.

2.2.3 أشكال السندات و أنواعها

تختلف أنواع السندات تبعاً لاختلاف أسس التقسيم و يمكن التعرض إلى هذه الأنواع وفق الآتي:

1.2.2.3 تقسيم السندات على أساس الأجل: تقسم السندات حسب آجالها إلى⁴⁶:

- **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.
- **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند. و يشمل هذا النوع من السندات على الأنواع التالية:
 - أ. **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، و يتم تداولها في السوق النقدي، وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
 - ب. **سندات متوسطة الأجل:** هي سندات يزيد أجل استحقاقها عن عام واحد ولا يتجاوز 7 سنوات، وتكون معدلات فائدة هذه السندات مرتفعة وذلك بسبب درجة المخاطرة المرتفعة.
 - ج. **سندات طويلة الأجل:** و هي التي يزيد تاريخ استحقاقها عن 7 سنوات و تصدر بمعدلات فائدة أعلى من فائدة السندات القصيرة و المتوسطة الأجل.

2.2.2.3 من حيث الضمان: و تنقسم حسب هذا المعيار إلى سندات مضمونة وهي سندات مرهونة بأصول معينة تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فوائده، والسندات غير المضمونة وهي التي لا تعطي حاملها حق وضع اليد على أصول الشركة و إنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على حقوقها قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية، فالضمان الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها⁴⁷.

3.2.2.3 من حيث طبيعة معدل الفائدة (أو من حيث العائد) و تنقسم إلى⁴⁸:

- **سندات ذات معدل فائدة ثابت:** تكون معدلات الفائدة في هذا النوع من السندات ثابتة طوال مدة القرض، وهذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض.

⁴⁶ صافي وليد / البكري أنس " الأسواق المالية و الدولية" دار البداية و دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص111.

⁴⁷ الشواورة فيصل محمود، مرجع سابق، ص 78.

⁴⁸ Peyrard Josette « La Bourse ». op.cit.pp 32-34.

- **سندات ذات معدل فائدة عائم (متغير):** تتميز هذه السندات بمعدل فائدة متغير طوال حياة القرض، حيث تكون معدلات الفائدة قابلة للتعديل، إذ تتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق لمدة تنحصر ما بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر يضاف إليها هامش ثابت معين. هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير (يتغير حسب معدل الفائدة السائد في السوق).
- **سندات ذات معدل صفري Zero coupon bonds :** بعض السندات لا تعطي الحق لحاملها في معدل الفائدة، فهي لا تحمل معدل كوبون، إذ تباع بخصم على القيمة الاسمية، و تعطي لحاملها الحق في تدفق نقدي واحد يكون في تاريخ الاستحقاق ويكون مساويا للقيمة الاسمية للسند، إذ لا توجد أي مدفقات نقدية وسيطة بين تاريخ إصدار السند وتاريخ استحقاقه⁴⁹. كما يمكن بيع تلك السندات في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

4.2.2.3 من حيث قابلية التحويل و نجد نوعين هما:

- **سندات قابلة للتحويل:** وهي سندات -عادة ما تكون ذات معدل فائدة ثابت- تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد و ضمن مهلة محددة و ذلك بنص صريح في عقد الإصدار، وبالتالي فهي تسمح للمساند بأن يصبح مساهما⁵⁰، ويقوم المستثمر بتحويل السندات إلى أسهم في حالة ارتفاع أسعار الأسهم، أما في حالة انخفاض أسعار الأسهم فإن المستثمر لا يفضل تحويل تلك السندات تفاديا لتأثير هبوط الأسعار⁵¹. و تمنح هذه السندات خاصيتين لحامها فمن جهة تضمن له عائدا انطلاقا من كوبون السند، ومن جهة أخرى تحميه في حالة انخفاض قيمة الأسهم⁵². وتعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء.
 - **سندات غير قابلة للتحويل:** الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك، وتصدر السندات غير قابلة للتحويل عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.
- ### 5.2.2.3 من حيث قابليتها للاستدعاء أو للإطفاء: وحسب هذا التقسيم يوجد نوعان هما⁵³:

⁴⁹ Jonathan Berk et Al « Finance d'entreprise » op.cit.p 220.

- Yves Simon « Encyclopédie des marchés financiers » Economica Tome 2, 1997. Article de Albamnde clermont – Tonnene et Michel- Andrélivy « Obligations à coupon –Zéro » p 1323.

⁵⁰ Peyrard Josette. op.cit.p 34.

⁵¹ Fleurient Michel et Simon Yves . op .cit.p 32.

⁵² Article de Gildas de Nercy « Obligations convertibles » , « Encyclopédie des marchés financiers » op.cit. p 1299.

⁵³ مطر محمد، مرجع سابق، ص ص 226-227.

● **سندات قابلة للاستدعاء:** معناها أن يكون مسموحاً للشركة المصدرة للسندات باستدعائها و إطفائها قبل موعد استحقاقها ضمن شروط (شرط الاستدعاء) محددة ومنصوص عليها في عقد الإصدار. وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر يكون دائماً أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء⁵⁴ وتتناقص علاوة الاستدعاء كلما تأجل الاستدعاء⁵⁵. و تختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث مهلة الاستدعاء ومن ضمنها سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة وفيها يكون للشركة الحرية المطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد وعلى حامل السند تسليمه للإطفاء في الموعد المحدد، وإذا امتنع بحرم من الفائدة دون أن يرتب عن ذلك أية مسؤولية على الشركة وهذا النوع من السندات نادر الوجود، بينما الأكثر شيوعاً هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء قبل مضي هذه المهلة، ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعاء⁵⁶.

● **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، وعليه إذا لم يرد أي نص في عقد الإصدار على قابلية السندات للاستدعاء فإنها تكون غير قابلة للاستدعاء، وإذا أرادت الشركة أن تطفئ هذه السندات قبل موعد استحقاقها فإن عليها أن تشتريها من السوق بالأسعار السائدة.

3.2.3 المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات

يتعرض حامل السندات لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارتهم وهذا ما يتطلب منهم الحرص والعناية في تحليل تلك المخاطر، ونجد من هذه المخاطر ما يلي:

- **مخاطر السيولة:** تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة⁵⁷. فكلما ارتفعت درجة سيولة السند زادت الرغبة في حيازته وانخفض معدل العائد المطلوب. ولتخفيف مخاطر السيولة ينصح المستثمر بأخذ حجم الصفقة والإصدار وفئة السند بعين الاعتبار، فكلما زاد حجم الإصدار وحجم الصفقة وارتفعت فئة السند كلما زادت سيولته .
- **مخاطر أسعار الفائدة:** إن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات ويحدث العكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية (علاقة عكسية)، وعليه فإن أي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون

⁵⁴ تصدر هذه السندات بعلاوة استدعاء بقصد تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.

⁵⁵ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 232.

⁵⁶ رمضان زياد، مرجع سابق، ص ص 65-66.

⁵⁷ يقصد بجودة السندات ترتيبها وتصنيفها على أساس ترتيب المنشآت المصدرة لتلك السندات وفقاً لقدرتها على خدمة الديون التي حصلت عليها، أي على مدى قدرة الشركة على الوفاء بقيمة الدين (السند) في تاريخ الاستحقاق، فترتيب جودة السندات لا يخرج عن كونه ترتيب للمركز الائتماني للشركة مما يمكن معه مقارنتها مع الشركات الأخرى يكون هيكل رأس مالها يتضمن أموالاً مقترضة (سواء كانت قروض مباشرة أو سندات).

له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل، حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة عملية بيع السندات⁵⁸.

- **مخاطر استدعاء السند:** يكون شرط الاستدعاء ملازماً للسندات القابلة للتحويل لذا تستخدم الشركة حقها في الاستدعاء عندما ترتفع الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الاستدعائية ما يغري الشركة على استدعاء سنداتنا وقطع الطريق على حملة السندات من تحويلها إلى أسهم عادية. فإذا ظهرت مؤشرات تشير لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، تعتمد الشركة لشراء السندات وإحلالها بأخرى تحمل معدل فائدة أقل. إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند ذو عائد أكبر بآخر ذو عائد أقل⁵⁹.
- لذا يجدر بالمستثمر أن يتفحص عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء واستغلال شرط التحويل في حالة وجوده بطريقة تحقق مصالحه وتحميه من مخاطر الاستدعاء.
- **مخاطر التضخم:**⁶⁰ تتأثر السندات بمعدل التضخم فإذا ارتفع هذا الأخير ارتفع معه الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك بسبب انخفاض قيمته الحالية⁶¹، فارتفاع مستوى التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق بما ينعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار، بمعنى أن يطلب المستثمر معدلاً أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية.
- **مخاطر الرفع المالي:** من مصلحة حملة السندات أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي، فتجاوز الرفع المالي للنسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة يحمل مخاطر على حقوق حملة السندات بسبب ظهور منافسين يشاركونهم موجودات الشركة إذا ما تعرضت للتصفية أو للإفلاس، هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة للحدود المعقولة غالباً ما يصاحبه انخفاض في كل من أسعار أسهمها وسنداتنا، لذا ينصح المستثمرون في السندات قبل إقدامهم على الشراء بتفحص ميزانية الشركة للتعرف على هيكل رأسمالها وعلى الأصول التي قدمت كضمان للإصدارات السابقة.
- مخاطر الإفلاس:** تقل مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة، إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات سينعكس آثاره على حقوق

⁵⁸ محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، ص 29.

⁵⁹ الهندي منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص 499.

⁶⁰ يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية؛ أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض في قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر.

⁶¹ الحسيني صلاح حسن / الدوري مؤيد عبد رحمان "إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر" دار وائل للنشر، الأردن 2000، ص 169.

المساهمين وحاملي السندات معاً، لذا ينصح المستثمرون في السندات توجيه مدخراتهم للاستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بملاءمة مالية جيدة.

- **مخاطر التوقف عن السداد** : وتشير إلى عدم قدرة الشركة المصدرة على سداد فوائد و أصل السند في التوقيت المحدد، غير أن السندات التي تصدرها الحكومات المركزية لا تتعرض في العادة لمثل هذه المخاطر.
- **مخاطر تاريخ الاستحقاق**: كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عدم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها سند يستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها سند يستحق بعد ثلاثين سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات الطويلة الأجل⁶².

⁶² الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 497.

المحاضرة الثانية

إجراءات الدخول للبورصة

تمهيد:

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة. وتتمثل إجراءات الدخول في البورصة عن طريق العروض والطرح العام أو الخاص والتي تجري داخل الأسواق الأولية.

I. الأسواق الأولية The Primary Market

1.1 مفهوم السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار بأنها⁶³ "السوق التي يتم فيها طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية سواء كانت إصدارات إضافية لأوراق موجودة بالفعل، ويتم تداولها في البورصة أو كانت إصدارات جديدة لأوراق تقدم لأول مرة للمتعاملين، وذلك بهدف تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم بهدف زيادة رأس ماله".

فمن خلال هذه الأسواق تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزانة لتمويل الإنفاق العام بينما تطرح مؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية. . وعندما تطرح الأوراق المالية للمرة الأولى فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق منذ سنوات عدة.

2.1 أنواع طرح الأوراق المالية

يوجد نوعين من الطرح (الإصدار) للأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأولية هما⁶⁴:

- الطرح العام للتداول Public Placement : وفيه يتم توزيع الكمية المصدرة لجمهور المتعاملين.
- الطرح الخاص للتداول Private Placement : حيث من خلاله يتم طرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين غالبا ما يمثلون الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

3.1 أساليب طرح الإصدارات الجديدة:

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

⁶³ عبد الحافظ السيد بدوي إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة" دار الفكر العربي القاهرة، ص 217.
- حنفي عبد الغفار / قرياقص رسمية " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار" الدار الجامعية مصر 2000، ص 275.

- Fleuriet Michel et Simon Yves « bourse et marché financiers » Dunod, paris ,2 édition 2002 , p 270.

⁶⁴ أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006، ص 22.

- أسلوب البيع المباشر : بمعنى أن تباشر الشركة نفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها (دون تدخل وسطاء) وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين من الأفراد و المؤسسات⁶⁵.
- أسلوب المزاد: يستخدم لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزينة إذ تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من الأوراق، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات Bids تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. ويتم إعلام المستثمرين بوجود إصدارات من خلال ما يسمى بالنشرة التمهيديّةProspectus.
- أسلوب البيع غير المباشر: ومن خلاله تتولى مؤسسة مالية عادة ما تسمى بنك الاستثمار Investment Banker أو المتعهد Under writer عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية.

II. بنوك الاستثمار و دورها في سوق الإصدار

1.2 تعريف بنوك الاستثمار:

هي عبارة عن مؤسسات مالية تضطلع بوظيفتين هامتين داخل الأسواق المالية حيث تؤدي الوظيفة الأولى في سوق الإصدار من خلال قيام تلك المؤسسات بتقديم يد العون لمنظمات الأعمال والجهات الحكومية عند إصدار وتوزيع الأوراق المالية داخل السوق الأولى، بينما تمارس الوظيفة الثانية في سوق التداول حيث تقدم لتلك المؤسسات التسهيلات اللازمة لتداول الأوراق المالية بين البائعين و المشتريين داخل السوق الثانوي.

يعد بنك الاستثمار الوسيط الرئيسي في السوق الأولية ويتمثل دوره في الوساطة بين بائعي أو مصدري الأوراق المالية ومشتريها، كما يلعب دور صانع السوق حيث غالبا ما يقوم بشراء الإصدارات الجديدة من الشركات المصدرة بسعر متفق عليه، على أمل أن يعيد بيعها للمستثمرين عند سعر أعلى. فهو يتعهد أو يضمن طرح الإصدار وتصريفه والتوزيع الفعلي له وذلك يبيعه للجمهور. ويحصل بنك الاستثمار على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائه للإصدار من الجهة المصدرة وسعر بيعه. ويأخذ بيع الإصدارات الجديدة من خلال بنك الاستثمار أشكالاً عدة: فقد يتعهد البنك بتصريف كل الإصدار أو حد أدنى منه، وقد يقتصر تعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أي التزام منه بتصريف قدر معين ، ويلجأ البنك إلى ذلك في الأحوال التي لا يستطيع أن يضمن تصريف كامل الإصدار، وفي تلك الحالة يتم إرجاع الأوراق المالية التي لم يتم بيعها للجهة المصدرة⁶⁶.

2.2 وظائف بنوك الاستثمار:

⁶⁵ عبید سعید توفیق " الاستثمار في الأوراق المالية" مكتبة عين شمس، القاهرة، ص72.

⁶⁶ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص ص 24-26.

وتتمثل خدمات بنوك الاستثمار داخل السوق الأولى فيما يلي⁶⁷:

- أ. تقديم النصح والإرشاد للجهة المصدرة للورقة و ذلك بخصوص:
 - نوعية الورقة المالية التي يفضل إصدارها و طرحها وذلك بناء على دراسة كل من الهيكل المالي للجهة المصدرة و ظروف سوق الأوراق المالية.
 - توقيت تقديم الورقة للسوق (تحديد التوقيت المناسب للإصدار) وذلك بعد أخذ الظروف الحالية والمستقبلية للسوق في الاعتبار فقد يرى بنك الاستثمار ضرورة طرح الإصدار الجديد على الفور وقد يرى أنه من المناسب تأجيله لحين تحسن ظروف السوق بما يسمح ببيع الإصدار بسعر أفضل من السعر الحالي في السوق .
 - الجوانب القانونية للإصدار فعلى سبيل المثال إذا كانت الورقة المالية المزمع إصدارها و طرحها هي سندات فهنا تتمثل نصيحة بنك الاستثمار في تحديد عائد الكوبون وتاريخ الاستحقاق وشروط تحويل السند إلى سهم عادي والسعر الذي يمكن به للجهة المصدرة إعادة شراء ما أصدرته من سندات، هذا بالإضافة إلى تقديم النصيحة فيما يتعلق بالبنود القانونية التي يجب أن يتضمنها السند لحماية حقوق المستثمرين.
 - وضع سعر بيع الورقة المالية المزمع إصدارها و طرحها وتعتبر هذه المهمة من أصعب المهام التي يضطلع بها بنك الاستثمار خصوصا إذا كانت الورقة المالية تطرح لأول مرة داخل السوق.
- ب. التعهد بشراء الكمية المصدرة من الأوراق المالية أو التعهد ببذل أقصى جهد في تصريف الكمية المصدرة فإذا تعهد بنك الاستثمار بشراء الكمية المصدرة من الجهة المصدرة فهنا يقوم بدور التاجر Dealer الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر معين ثم يقوم بإعادة بيعها لجمهور المتعاملين بسعر أعلى محققا بذلك ربحا يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، أما في حالة أن بنك الاستثمار يقوم ببذل أقصى جهد في تصريف الكمية المصدرة فهو يقوم بدور السمسار Broker الذي يتولى توزيع الكمية المصدرة نظير عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة وقد يقوم بنك الاستثمار بتوزيع الكمية المصدرة لجمهور المتعاملين أو لعدد محدود من المؤسسات المالية.

III. تسجيل وتسعير الإصدار

لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع للجمهور، وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للشركة، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة، ونسخة

⁶⁷ عبد الحافظ السيد بدوي " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية" مرجع سابق، ص ص 218-220.

من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، وهنا يتولى بنك المنشئ⁶⁸ إرسال صورة من تلك البيانات - بعد اعتمادها من لجنة البورصة- إلى المستثمرين المحتملين الذين يرغبون في شراء الورقة والتي يطلق عليها بالمنشور Prospectus.

أما الإصدارات الحكومية فهي مستثناة من تقديم أو اعتماد أي بيانات من لجنة الأوراق المالية والبورصة. وعادة ما يتحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث المعلومات المتاحة وإذا ما كان تقدير السعر سليما و الظروف الاقتصادية مواتية و المركز المالي للمنشأة المعنية قوي حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة بل وربما في بضع ساعات أما إذا لم يتوفر واحد أو أكثر من تلك الشروط فقد يتطلب الأمر أسابيع أو أشهر قبل أن يتم التخلص من الإصدار بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة.

و بالنسبة للإصدار الجديد من الأسهم العادية لمنشأة لها أسهم عادية سبق إصدارها وتداول في البورصة بالفعل يتوقع أن يكون سعر السهم في الإصدار الجديد قريبا من القيمة السوقية للسهم القديم، ذلك أن سعر الإصدار يتحدد بعد إعلان سعر الإقفال في اليوم السابق للإصدار، أما بالنسبة للمنشآت التي قررت التحول من الطرح الخاص للسهم إلى الطرح العام للجمهور فإن السعر الذي يباع به السهم في الإصدار الجديد سوف يتوقف على توقعات المستثمرين بشأن مستقبل الشركة. وبالنسبة للسندات يتوقف السعر على معدل العائد الذي يتوقع أن يحققه المستثمر آخذا في الحسبان المستوى العام لأسعار الفائدة. وللمحافظة على استقرار سعر الورقة وحمائته من الهبوط خلال فترة التوزيع قد يلجأ بنك الاستثمار إلى شراء ما يعرض منها للبيع في البورصة خلال تلك الفترة⁶⁹.

⁶⁸ البنك المنشئ: هو البنك الذي أبرم العقد مع المنشأة

⁶⁹ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، ص 89.

المحاضرة الثالثة

تنظيم البورصة

تمهيد:

يطلق على الأسواق المنظمة بـ بورصة الأوراق المالية Stock Exchange وتتميز هذه الأسواق بأن لها كيان مادي ملموس، إذ تتواجد بأماكن محددة يلتقي فيها وكلاء مشتري الأوراق المالية و وكلاء بائعي الأوراق المالية من خلال عملية المزاد حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات شرط أن تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاه لشروط التداول ، ويقوم السماسرة عادة بإجراء عمليات التعامل نيابة عن المستثمرين من بائعين ومشتريين و يحاولون الحصول على أفضل الأسعار سواء للبيع أو الشراء و ذلك في مقابل عمولة يحصل عليها السماسر . وتدار هذه الأسواق بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

I. شروط تنظيم العضوية والقيود في البورصة

● تحديد الأسهم محل التعامل بالبورصة

تدرج في كل بورصة أوراق مالية معينة وفقا لشروط معينة تنظم عملية التسجيل، و لضمان التسجيل الأولي واستمراره ثمة معايير صارمة يتعين استيفائها و مصاريف ورسوم يتعين سدادها للتسجيل، وتختلف هذه المعايير و الرسوم و تتباين بين مختلف البورصات إلا أنها تتفق فيما بينها من حيث متطلبات أو معايير التسجيل المبدئي مثل المكاسب و الأرباح المؤكدة التي حققتها الشركة المصدرة في السنوات السابقة قبل التسجيل، وحجم أصول الشركة ، عدد الأسهم، بالإضافة إلى عدد المساهمين⁷⁰ . ومن جهة أخرى يتوقف الاستمرار في التسجيل على عدة عوامل أهمها: عدد المساهمين، عدد المساهمين طبقا لنظام الطرح العام، القيمة الكلية السوقية للأسهم.

● عضوية البورصة Member Ship on the Exchange

يقصد بأعضاء البورصة أولئك الذين يسمح لهم بالمشاركة في عمليات تعامل و تداول الأوراق المالية المسجلة بها وبداخل المنصة أو البورصة ويشار لعضوية البورصة بالمقاعد Seats المخصصة. ويتم شراء وبيع مقاعد البورصة كل عام شريطة أن يعتمد مجلس محافظي البورصة (المنتخب من أعضاء البورصة) عملية تحويل و نقل العضوية. ولأعضاء البورصة مهام مختلفة حسب طبيعة كل عضو وتبعاً لهذه المهام يمكن تصنيف أعضاء البورصة كالتالي⁷¹:

أ. **سماسرة العمولة (السماسر الوكيل) Commission Broker**: يشكل سماسرة العمولة نحو 1/2 عدد أعضاء البورصة، و يعمل السماسر كوكيل لأحد بيوت أو شركات السمسرة التي تقوم باقراضه رسم العضوية ويظل القرض قائماً طالما ظل السماسر تابعاً لبيت السمسرة، ويقوم سماسر العمولة بتنفيذ أوامر العملاء شراء أو بيعاً نظير الحصول على عمولة مقابل تنفيذ هذه الأوامر.

⁷⁰ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق ص30.

⁷¹ المرجع السابق، ص ص32-34.

ب. **سماسرة الصالة Floor Brokers** عندما ترد لسماسرة العمولة أوامر لا يستطيعون تنفيذها بشكل شخصي بسبب عددها أو بسبب نشاط السوق يعهد بعملية تنفيذها إلى ما يسمى بسماسرة الصالة (سمسار الصالة)، و لا يعمل سمسار الصالة لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم الخدمة لمن يطلبها نظير الحصول عمولة ومن ثمة يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة، و يقدم سمسار الصالة باعتبارهم مستقلين Freelance خدمة هامة للبورصة تتمثل في ضمان أن أنشطة البورصة يتم تنفيذها بشكل سريع و كفاء. وفي فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة وهكذا فإن وجود السماسرة الصالة يسهم في الحد من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطا بعدد قليل من السماسرة الوكلاء وذلك طالما يمكنها الاعتماد على سمسرة الصالة لإتمام معاملاتها .

ج. **التجار المسجلون Registered Traders**: يعمل عدد كبير من أعضاء البورصة لحسابهم و تبعا لذلك فهم لا يعملون لحساب أي طرف سواء كان الجمهور أو الأعضاء الآخرين في البورصة، و يتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثف وباهتمام بحثا عن فرص الشراء أو البيع فهم عندما يشتركون يشرون سريعا في البيع لاقتناص الفرص المرحة، ويعتمد ربح التجار المسجلون على حجم و سرعة معدل دوران السهم أو الأوراق المالية محل التعامل وعلى الدقة في تقدير التحركات السعرية المتوقعة في المستقبل لهذه الأوراق .

د. **تجار الطلبيات أو الأوامر الصغيرة**⁷² Odd-Lot Dealers : هم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعون بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالبا ما تكون أكبر قياسا بالعمولات التي يتقاضاها تجار الطلبيات الكبيرة.

هـ. **المتخصصون Specialists (صناع السوق)**: هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو في مجموعة محددة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق المالية التي يتعامل فيها وهو ما يعد بالطبع نوعا من الاحتكار، ويدفع المتخصص رسم عضوية البورصة من أمواله الخاصة. و يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة و الاتجار فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرون نظير عمولة، كما أنه يشبه التاجر من حيث أنه يقوم بالاتجار لحسابه الخاص سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة وجود فائض عرض من أصل مالي معين يلجأ المتخصص لتخفيض هامش ربحه وذلك لتنشيط الطلب على الأصل المالي ومن ثم تحقيق توازن العرض والطلب عليه، وفي حالة وجود فائض طلب يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد على الأصل المالي، أو قد يعمد إلى رفع سعره من خلال زيادة هامش ربحه

⁷² هي طلبيات تقل عن 100 سهم و تسمى بالطلبيات الكسرية أو الصغيرة.

لترشيد الطلب المتزايد على الأصل المالي، و هو في أدائه لذلك ملتزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة بما يحقق هدف ضبط إيقاع السوق⁷³.

تجار الطلبية الكبيرة: يقصد بالطلبية الكبيرة بيع الأوراق المالية (خاصة الأسهم) في طلبيات لا يقل حجم الطلبية فيها عن 10000 سهم ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر، و عادة ما تبرم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة التي يتوافر لها رأس المال الكافي للاستثمار في تلك الصفقات الضخمة، والتي تملك شبكة اتصالات كبيرة وقوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون في تلك الصفقات.

II. تنظيم بورصة الأوراق المالية

يتم التعامل في البورصات وفق قانون فعال، وتشريعات وتنظيمات تحدد المعاملات بين الأطراف المتداخلة فيها وهيئات المنظمة لها، فكلما كانت البورصة أكثر تنظيمًا انعكس ذلك بالإيجاب على مدى كفاءتها ونجاحها.

وتتولى عمليات البورصة لجنة تكفل بحماية المتعاملين فيها وتحكمها قواعد من أجل ضمان حسن سير عمليات التداول وإصدار نشرات وبيانات ومعلومات عن التداولات، لذلك من أجل حماية السوق وطمأننة المتعاملين فيها، يجب وضع قوانين وإجراءات صارمة وانشاء تنظيمات تسهر على ضمان تطبيقها، بالإضافة الى وضع قواعد التفتيش والرقابة.

ان عملية التنظيم في البورصة تتوقف على الهيئات التي تقوم بوضع شروط الانضمام اليها ودراسة طلبات التسجيل والقيود فيها مع متابعة العمليات اليومية، وهذه الهيئات تختلف من دولة الى أخرى تبعاً للنظام الاقتصادي والسياسي، تهدف هذه الهيئات على خلق محيط يتميز بالشفافية والنزاهة، والمنافسة السليمة بين المتعاملين، وتقليل تقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها. وتتكون هذه الهيئات المنظمة والمراقبة للبورصة مما يلي:

1.2 لجنة البورصة:

تتألف اللجنة من عدة أعضاء يتم اختيارهم من بين السماسرة ومن قبل الحكومة، مهمتها الأساسية تتمثل في⁷⁴:

- تنمية وتنظيم سوق الأوراق المالية، والعمل على زيادة وحماية مصلحة حملة الأسهم والسندات، وهم كذلك من الأعضاء والوسطاء والمشاركين بالبورصة.
- تهدف لجنة تنظيم البورصة الى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة، وكذلك حماية المصلحة العامة، من خلال الحفاظ على أسواق حرة مفتوحة من خلال سن قوانين ولوائح مختلفة

⁷³ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 56-57.

⁷⁴ بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية" دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2017، ص 73-74.

- تحقيق حسن سير العمل في البورصة والسهر عليه من خلال اصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة .
- كما تقوم لجنة البورصة بإعداد النظام الداخلي للبورصة وتتضمن أربعة لوائح:
 - ✓ طريقة العمل في المقصورة.
 - ✓ مواعد العمل وأيام العمل.
 - ✓ الرسوم والاشتراكات.
 - ✓ العمليات وجداول الأسعار.
- الموافقة على ميزانية السنة القادمة ومراقبة تنفيذها.
- الموافقة على اقتطاع حساب السنة القائمة.
- وضع نظام خاص للعملاء.

يتولى إدارة اللجنة رئيس وأعضاء ويتم تحديدهم بناء على قرار من وزارة المالية، وتدوم هذه اللجنة أربع سنوات في غالب الأحيان

2.2 الجمعيات العامة:

تتكون من أعضاء البورصة، العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الايرادات والمصروفات وابداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة⁷⁵.

3.2 اللجنة العليا للبورصات:

- تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى 4 ، وتقوم بمجموعة من المهام، منها⁷⁶:
- الاشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.
 - تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة.
 - الاشراف بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء والاعلان عنها.
 - تسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة.

4.2 مندوب الحكومة:

تشرف الحكومة على جميع البورصات ويكلف مندوب الحكومة بالاشراف على تطبيق القوانين واللوائح، ولا تعقد اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة، أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، والا

⁷⁵ محمد صادق إسماعيل، "البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية : دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية"، العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2016 ، ص34.

⁷⁶ البرواري شعبان محمد اسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي : دراسة تحليلية نقدية" دار الفكر، دمشق، 2002، ص50.

كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوائحها أو الصالح العام⁷⁷.

5.2 اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية:

تشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم ومراقبة جميع المعاملات بالبورصة، وأهم هذه اللجان⁷⁸:

- لجنة التأديب: تقوم هذه اللجنة في فصل المخالفات بين أطراف المتعاملين داخل البورصة.
- لجنة التحكيم: تقوم هذه اللجنة على حل المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء.
- لجنة التسعيرة: تهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أو ا رق الشركات في جدول التسعيرة.
- لجنة المقاصة: تقوم هذه اللجنة بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.
- لجنة المراقبة: تهتم هذه البورصة بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار وطبيعة العمليات.
- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.

⁷⁷ ضياء مجيد، "البورصات: أسواق أ رسمال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص19.

⁷⁸ زموت خالد، " تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010-2015" أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016 ص25.

المحاضرة الرابعة

أوامر البورصة

I. الأوامر (أوامر البيع و الشراء)**1.1 مفهوم أوامر البورصة**

يقصد بأمر البورصة ذلك التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، هذا التوكيل عادة ما يحرر بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة، و في جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر و إجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة. و تتمثل أهم خصائص الأوامر فيما يلي:

- اسم الشركة: يحدد اسم الورقة المالية (اسم الشركة) التي يرغب في شرائها أو بيعها.
- بيان نوع الورقة هل هي أسهم أو سندات، و كذلك تحديد نوع الأسهم فيما إذا كانت أسهم رأس مال أو عادية أو ممتازة.

- نوع الصفقة: نوع الصفقة بمعنى هل يرغب المستثمر مثلا في الشراء أو البيع .
- حجم الأمر: ويشير إلى عدد الأوراق المالية المطلوب شراؤها أو بيعها إذ يوجد عدة أنواع من الطلبات منها:
* الطلبية الدائرية Odd Lot : و التي تشير إلى ان الصفقة تتكون من 100 ورقة مالية أو مضاعفاتاها.
* أما الطلبية الصغيرة: فتشير إلى أن الصفقة تتكون من عدد لا يتجاوز 99 ورقة مالية.
* أما الطلبية المختلطة: فتشير إلى طلبية دائرية بالإضافة إلى طلبية صغيرة .
- المدى الزمني للأمر: يشير إلى الفترة الزمنية التي يجب تنفيذ الأمر خلالها .

1.1 أنواع الأوامر :يمكن تقسيم أوامر البورصة إلى خمسة مجموعات و هي كالآتي:**أولاً: أوامر المحددة بسعر التنفيذ**

وهي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، ونجد منها :

أ. أوامر السوق Market Order : يعتبر من الأوامر الأكثر شيوعا وبمقتضاه يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر، و باعتبار أن الأمر لا يتطلب سعرا محددًا فإن العملية يمكن أن تتم في دقائق و من أهم مزاياه السرعة و ضمان التنفيذ، و أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به و في هذه الحالة على العميل قبول السعر الذي تم به تنفيذ الصفقة.

ب. الأمر المحدد Limit Order : في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرا معينًا لتنفيذ الصفقة، ومن ثمة ليس أمام السماسر إلا انتظار لاغتنام الفرصة و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع.

ج. الأمر بالسعر الأول (سعر الافتتاح): يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على الورقة المالية محل الصفقة، و السعر الافتتاح هو الذي يكون في بداية الجلسة.

ثانياً : الأوامر المحددة بوقت التنفيذ Time Limit Order

يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن فيها هو الفاصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها. و قد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، و قد يكون الأمر لحضيا .

- أ. **الأمر الفوري:** في ظل هذا النوع من الأوامر يقوم السمسار بتنفيذ الأمر الصادر له من المستثمر في نفس لحظة صدور الأمر، فإذا لم يستطع السمسار التنفيذ يعتبر الأمر ملغى.
- ب. **الأوامر المحددة بيوم Daily Order :** يعتبر الأكثر شيوعاً و هو ذلك الأمر الذي يظل سارياً على مدار ساعات اليوم حتى تغلق البورصة في ذلك اليوم.
- ج. **الأوامر المحددة بأسبوع:** بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه يظل سارياً المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في البورصات الغربية ، و بنهاية يوم الخميس في الدول العربية .
- د. **الأمر المحدد بشهر:** هذا النوع من الأوامر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه، فإذا صدر الأمر بتاريخ 12 مارس فإن سريانه ينتهي بنهاية يوم 31 مارس.
- هـ. **الأمر المفتوح (الأمر ساري النفاذ حتى الإلغاء) Open Order(Good-Till Canceled (GTC) Order) :** هو الأمر الذي يظل سارياً المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه هذا .

ثالثاً : أوامر تجمع بين تحديد الوقت و سعر التنفيذ ونجد منها

- أ. **الأمر المحدد بسعر خلال فترة زمنية معينة :** يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون بيوم أو أسبوع أو شهر أو أكثر و هي بذلك تجمع المزايا المحدد للسعر و الأوامر المحددة للزمن.
- ب. **الأمر المفتوح في حدود سعر معين :** وهو ذلك الأمر الذي لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر البورصة إلى السعر الذي حدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

رابعاً: الأوامر المحددة بالكمية

و يتضمن هذا النوع من الأوامر مجموعة من الأوامر نجد منها:

- أ. **أمر الكل أو العدم All or Non :** يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، فإذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر، أما إذا لم تتوفر فيتم الانتظار حتى تتوفر كل الكمية المطلوبة أو المعروضة.
- ب. **أمر الكل أو العدم لحظة الوصول (FOK) Fill or kill :** يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، فإذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر، و إذا لم تتوفر يصبح الأمر ملغى.
- ج. **أمر التنفيذ ولو جزء من الكمية لحظة الوصول Fill and Kill :** يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، فإذا توفرت تم التنفيذ، وإذا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء و يتم إلغاء الباقي .

خامساً: الأوامر الخاصة

تتضمن الأوامر الخاصة عدة أنواع منها :

- أ. **أوامر الإيقاف Stop Order :** و يقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعدها و هنا نجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر تتعلق بالبيع و أخرى تتعلق بالشراء . ففي أوامر الإيقاف المتعلقة بالبيع يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ الأمر البيع إذا وصل سعر الورقة المالية إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه و إذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند سعر معين و استمرت الأسعار في الانخفاض يظل ملزماً بتنفيذها

عند أي سعر يمكنه اللحاق به و هكذا يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق. أما أمر الإيقاف المتعلق بالشراء فإنه يقضي أن يقوم السمسار بشراء الورقة المالية إذا بلغ سعرها مستوى معين أو تعدها.

ب. أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد به أن يترك للوسيط الحرية في إجراء الصفقة حسبما يراه، وقد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذه الأوامر مطلقة أو مقيدة . فالأوامر المطلقة يختار فيها الوسيط الورقة محل التعامل و السعر و ما إذا كانت الصفقة بيعا أو شراءا . أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيف التنفيذ و السعر الذي تبرم على أساسه الصفقة. و يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوفر لديهم ثقة كاملة في كفاءة و أمانة السمسار و قدرته على إدارة المحفظة المالية.

II. التسعيرة في البورصة

وتتحدد أسعار الأوراق المالية عن طريق التقاء أوامر البيع و أوامر الشراء وذلك وفق لطرق متعددة.

1.2 ماهية التسعيرة

هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة و التي تسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا التسعير القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع و الشراء لورقة مالية معينة، و يجب أن يؤمن عقد الصفقات أكبر كمية ممكنة من عروض البيع و الشراء . ولكي يتم تحديد سعر الورقة المالية يلجأ السماسرة إلى عدة وسائل و طرق مختلفة من بينها التسعيرة بنظام التثبيت (سعر واحد خلال جلسة واحدة)، و نظام التسعيرة المستمرة.

1.1.2 التسعيرة بنظام التثبيت (سعر واحد خلال جلسة واحدة)

و تتضمن مجموعة من الطرق نجد منها:

أ. التسعيرة بالمناداة: هي التسعيرة التقليدية للأوراق المالية و التي تترجم المثال الأحسن لسوق المنافسة الحرة و الكاملة، حيث يجتمع ممثلو جميع العروض و الطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض و الطلبات الخاصة بورقة مالية معينة و التي تخضع لترتيب التسعيرة، و تتم هذه العملية شفهيًا و تحصل على وقت كافي حتى تتمكن من جمع عدد أكبر من العارضين و الطالبين وحتى يتم التوازن. و نظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فان المتفاوضين يلجئون إلى استعمال الإشارات .

ب. نظام التسعيرة بالصناديق: في بعض الحالات و خاصة في حالات الرخاء الاقتصادي يسعى العديد من المستثمرين و الأفراد و المؤسسات إلى البورصة سواء بغرض البيع أو الشراء و لهذا يلجأ المنظمون إلى وضع صندوق توضع فيه جميع الطلبات و العروض، وتعمل لجنة البورصة بحساب العروض و الطلبات ثم تحديد سعر الورقة المالية.

ج. نظام التسعيرة بالمعارضة: في هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء و تؤدي مجموع التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشرائه من السندات و الأسهم و حدود الأسعار المعروضة و بذلك يتحدد سعر التوازن .

2.1.2 التسعيرة المستمرة (المتواصلة)

يستعمل نظام الإعلام الآلي الذي يتضمن المواجهة الدائمة للأوامر المدرجة مباشرة من قبل الوسطاء أين يتم التسعير بواسطة الحاسوب المركزي الذي يحدد سعر التوازن و يتم تسعير كل الأوامر بمجرد وصولها وتعرض باستمرار على الشاشة حالة العرض والطلب بأسعارها وكمياتها المتعلقة بكل قيمة ورقة مالية مدرجة.

- قبل الافتتاح يتم تكديس و تراكم وجمع الأوامر.
 - عند الافتتاح يحدد الحاسوب سعرا يمكن من تداول أكبر عدد ممكن من القيم.
- بعد الافتتاح يمكن إدخال أوامر جديدة عن طريق (الأسعار) ويمكن هذا النظام من عقد صفقة كلما وجد ما يقابلها في السوق .
- تعتبر هذه الطريقة عن نظام معاصر للتسعيرة حيث يقدم سرعة التنفيذ للأوامر و إمكانية متابعة تطور السوق، وتجنب الانتظار للأوراق المالية التي لم تسعر.

III. مؤشرات البورصة

تتحرك أسعار الأسهم المتداولة يوميا في البورصات صعودا أو هبوطا حسب ظروف العرض و الطلب على كل سهم، ومع وجود تداول مستمر لأسهم عدة شركات فقد ظهرت الحاجة إلى مؤشرات تعطي بيانا عاما و موجزا لحركة سوق الأسهم يوميا. ففي بداية الثمانينات من القرن الماضي أصبحت المؤشرات تلعب دورا كبيرا في تتبع عينات من القيم التمثيلية التي من شأنها أن تساعد المهتمين بسوق الأوراق المالية بأن يأخذوا فكرة عن أحوال هذه الأسواق.

1.3 مفهوم المؤشر

مؤشر البورصة هو مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسه. وعليه يمكن تعريف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات و سلوك السوق المالية، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار و محاولة التنبؤ باتجاهاتها من خلال استخدام المؤشرات.

وهنالك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة .

- **المؤشرات العامة:** و هي تهتم بحالة السوق ككل، أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، و لذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية لدولة معينة، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، و أن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الاجمالي مثلا، عندئذ يقال إن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة.

- **مؤشرات قطاعية:** حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل، أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات.

و المؤشرات إما أن تكون متوسطات أو أرقام قياسية، فمتوسط السوق لسعر السهم سواء كان مرجحا أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم، بالمقابل نجد ان الرقم القياسي للسهم عبارة عن أرقام مجردة تستخدم للمقارنة بين مختلف الأرقام القياسية سواء داخل نفس المجموعة أو أرقام قياسية أخرى.

فالرقم القياسي عبارة عن معدل او نسبة مستخلصة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات و القيم، و تتكون المجموعة من 100، 10، 1 بهدف ان تعتبر بمثابة سنة الأساس و التي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي و معه تنتقل إلى فترة مستقبلية. و يوجد اختلاف في إعداد المؤشرات، والمؤشر الجيد هو الذي يتعد عن التحيز لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل، و نظرا لعدم تجانس وحدات أي مجتمع، لذلك فإذا لم يكن المؤشر يعبر عن مختلف وحدات هذا المجتمع فإنه لا قيمة له، لذلك يتطلب الأمر توافر عدد من الخصائص عند تصميم أي مؤشر أو دليل للأسهم. وبالرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث **كيفية بنائها**، فإنها جميعا تقوم على أسس هي : عينة ملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة في داخل العينة ، و أسلوب بسيط لحساب قيمة المؤشر.

أ. **عينة ملائمة**: يقصد بالعينة هنا مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر و هذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع، و المصدر.

- **الحجم**: كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق.
 - **الاتساع**: فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد دون أن يكون هناك تحيزا لفئة معينة من المنشآت.

- **المصدر**: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

ب. **الأوزان النسبية لمفردات العينة**: تعرف الأوزان النسبية بأنها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، و توجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر و هي:

- **مدخل الوزن على أساس السعر**: طالما يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعره إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر. و فيه يتم جمع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر ثم قسمة حاصل الجمع على رقم ثابت (مجموع أسعار أسهم العينة).

- **مدخل الوزن على أساس القيمة**: و يعني إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر.

- **مدخل الأوزان المتساوية**: يعني إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر

ج. **إجراءات حساب قيمة المؤشر**: تختف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، إذ توجد مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية و مجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، فبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، و في عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي .

2.3 الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية و هي :

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: إن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه بمعنى وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما و التغير يطرأ على مؤشرات الأسعار الذي يعكس حركة كافة الأسهم المتداولة في السوق، و عليه بإمكان المستثمر تكوين فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة الأوراق المالية (إيجاباً أو سلباً) بمجرد مقارنته بالتغير الذي يطرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع وذلك دون الحاجة إلى متابعة كل ورقة مالية على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naïve Diversification) ، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي Financial Analysis) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق .
- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية. وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.
- قياس مستوى الأسعار في السوق.

المحاضرة الخامسة

بورصة الجزائر

مقدمة:

بعد انهيار سياسات الاقتصاد الموجه، تبنت أغلب دول العالم اقتصاد السوق القائم على عولمة الأسواق المالية. ومن الطبيعي أن الجزائر سعت كغيرها من الدول النامية إلى مواكبة هذا الواقع، لكن لا تزال هذه الدول تعاني من مشاكل مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز باستمراريته وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويل القطاعات الإنتاجية والخدمية.

ومن خلال بحثنا هذا سنحاول الإجابة على الإشكال التالي: ما هي الأسس الواجب إرساؤها لجعل سوق الأوراق المالية في الجزائر قادرة على استقطاب رأس المال المحلي والأجنبي؟ وكيف يمكن تفعيلها للاستفادة منها في استقطاب الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة؟

I/ مسار إنشاء البورصة في الجزائر:**1-1/ مراحل إنشاء البورصة في الجزائر:**

برزت فكرة السوق المالية في الجزائر إثر الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988. وفي نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبعدها صدر القانون المتعلق بالنقد والقرض سنة 1990 ليرسخ أهمية إنشاء السوق المالية. وفي سنة 1993 صدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 والذي يقضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، لتتوالى بعدها عدة مراسيم تنفيذية وتشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة. فقد صدر عام 1996 مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة، وفي نفس السنة صدر من طرف اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، وواجباتهم ومراقبتهم لتظهر البورصة سنة 1997 وسبب تأخير مشروع إنشائها رغم صدور قانون إنشائها في 1993 يعود إلى الظروف التي كانت تمر بها الجزائر، إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق برنامج البنك الدولي.

وفي عام 1998 ظهرت مؤشرات إيجابية عن الأوضاع المالية في الجزائر، إذ تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وميزان المدفوعات. هذا المناخ المواتي سمح بوضع الأمور في نصابها فبدأت الخطوات الأولى لقيام البورصة وتحديد المتدخلين في السوق المالية. على خط مواز شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة وتأسست شركة بورصة الجزائر في منتصف 1997 بمساهمة من البنوك الحكومية وشركات التأمين إضافة إلى مصرف خاص واحد هو البنك المتحد. وفي نوفمبر 1997 أنجز القانون العام للبورصة وتحددت آليات قبول الشركات وعمليات التسجيل وذلك بالتعامل مع شركة كندية. وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1999، حيث تقوم حصة واحدة للتسعير كل يوم اثنين من الساعة 9 إلى 10 وذلك لمحدودية نشاط البورصة بقلّة عدد الشركات المسجلة فيها.

ولقد عرفت البورصة تطور قيمة الرسملة البورصية خلال 12 شهرا الأولى إلى غاية سبتمبر 2000 من نشاطها لتبلغ حوالي 21780 مليون دج ثم انخفضت هذه القيمة لتصل في نهاية ديسمبر 2000 إلى 21495 مليون دج.

وبالتالي يمكن أن نميز ثلاثة مراحل أساسية وحاسمة في تاريخ البورصة الجزائرية وهي:

المرحلة الأولى: (1990-1992)

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلالها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة وأنشئت شركة القيم المنقولة ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى. لقد تأسست هذه الشركة بفضل ثمانية صناديق الاستثمار، أما رأسمالها يقدر بـ 320000 دينار يديرها مجلس إدارة تتكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

المرحلة الثانية: 1992

لقد مرت الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه. في فبراير 1992 رفع رأسمال الشركة إلى 932000 دينار كما أن اسم الشركة تغير وأصبحت بورصة الأوراق المالية عوض شركة القيم المنقولة.

ويتميز الوضع الحالي بوجود نص قانوني ينظم البورصة وهو المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 ماي سنة 1993 المؤسس لبورصة القيم المنقولة.

1-2/ تعريفاتها والنصوص المؤسسة لها:

1-1-1/ تعريفاتها:

أ- حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993:

بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة ومن باقي الأشخاص المعنويين ذوي القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذات أسهم.

ب- حسب خبراء الاقتصاد:

البورصة هي طرف في سوق رؤوس الأموال وهي تضمن الوظائف التالية:

- مسلك قصير وغير مكلف ما بين الادخار والاستثمار.

- أداة لسيولة الادخار على المدى الطويل.

- أداة لقياس أصول الشركات المدرجة في جدول التسعيرة.

- أداة لفتح رأسمال للخصوصية.

ج- حسب المخترفين: البورصة إطار لتكوين أسعار الأوراق المالية.

د- تعريف عام: البورصة سوق مقنن، منظم ومتخصص.

1-1-2 / النصوص المؤسسة لبورصة الجزائر:

المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 أسس لبورصة القيم المنقولة وعرف

الهيئات المكونة لها:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: وهي تمثل سلطة سوق رؤوس الأموال.

ب- شركة إدارة بورصة القيم SGBV:

ج- التداول والصفقات داخل البورصة ينفذ من طرف وسطاء في عمليات البورصة.

1-3 / الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر:

تقبل في بورصة الجزائر صنفين من الأوراق المالية في جدول التسعيرة هما:

أ- الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركات ذات أسهم.

ب- السندات العادية.

وحسب الأمر رقم 75-79 المؤرخ في 26-09-1975 المعدل والمتمم من القانون التجاري الجزائري، يتداول

في البورصة الجزائرية ما يلي:

أ- أوراق رأس المال: تتمثل في:

1- أسهم عادية؛

2- أسهم التمتع؛

3- أسهم مجزأة إلى شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

ب- أوراق الاقتراض:

1- أوراق المساهمة؛

2- السندات العادية؛

3- الأوراق المهجينة: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذون الاكتتاب.

II / المتدخلون في البورصة الجزائرية والإدراج فيها:**1-2 / المتدخلون في السوق المالية الجزائرية:****1-1-2 / لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):**

أ- تشكيلها وسيرها:

1- رئيس يعين لمدة تدوم 4 سنوات عن طريق التنظيم وتنتهي مهامه عن طريقه.

2- ستة أعضاء يحدد نصفهم كل سنتين ولا يجوز للرئيس ولا للمستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية

معاملات تجارية حول الأسهم المقبولة في البورصة

ب- مهامها والصلاحيات:

تتمثل مهمتها في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على ما يأتي بالخصوص:

1- حماية المستثمر في القيم المنقولة؛

2- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

وتتمثل وظائفها فيما يلي:

- **الوظائف القانونية:** وذلك بسن تقنيات تهتم بما يلي:

❖ رؤوس الأموال الممكن استثمارها؛

❖ اعتماد الوسطاء القواعد المهنية المطلقة عليهم؛

❖ الإصدارات في أوساط الجمهور وقبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وتنظيم عمليات المقاصة.

❖ العروض العمومية لشراء قيم منقولة والنشر الدوري للمعلومات الخاصة بالشركات.

❖ تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة.

- **الوظائف الرقابية:** ترأب (COSOB) ما يلي:

❖ الشركات التي تتداول قيمتها في البورصة.

❖ الوسطاء في عمليات البورصة؛

❖ سير عمليات السوق.

- **الوظائف التأديبية والتحكيمية:**

أنشأت لتعالج كل نزاع تقني ناتج عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، فتعالج كل إنقاص في الواجبات

المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة بالإضافة إلى كل مخالفة للتدابير التشريعية التي تطبق عليهم.

2-1-2 / شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):

هي شركة ذات أسهم، أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة

عمليات البورصة (COSOB) وتمثل مهامها فيما يلي:

أ- التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛

ب- التنظيم المادي لحصص البورصة؛

ج- تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة؛

د- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديداتها؛

هـ- تسجيل المفاوضات (تقييدها)؛

و- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات؛

ز- نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

2-1-3 / الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):

هم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة ويحول لهم القيام بما يلي:

أ- إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن؛

ب- يقفون موقف الطرف المقابل في عمليات القيم المنقولة ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم؛

ج- التأكد من أن رؤوس الأموال التي يأتي بها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونيا.

❖ بقية المتدخلون:

- المصدرون:

- الشركات ذات أسهم: المطابقة لتعاليم قانون التجارة.
- الدولة والجماعات المحلية: مستنداتها مقبولة قانونيا للتداول في البورصة.

- المستثمرون:

- أشخاص فردية ، معنوية، مؤسساتية أو غير مؤسساتية؛
- البنوك؛
- شركات التأمين؛
- التعاضديات؛
- الصناديق الجماعية للتوظيف؛
- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.

2-2 / كيفية الإدراج في بورصة الجزائر:

2-2-1 / كيفية الإدراج في بورصة الجزائر:

أ- اتخاذ القرار:

باقتراح من مجلس الإدارة يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية العامة الطارئة للمساهمين، إنها أيضا فرصة لتقرير مبدأ مراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم بحيث تصبح قيمتها الاسمية في متناول الجمهور.

تشكل المؤسسة خلية داخلية تكلف بمتابعة العملية والأشغال الأولية لتحضير المؤسسة لهذا الحدث المهم، تقاد هذه التحضيرات من طرف المؤسسة مرفقة بمرشديها، خاصة الوسيط في عمليات البورصة المرافق.

ب- اختيار الوسيط المرافق:

يجب على المؤسسة تعيين وسيط في عمليات البورصة لمساعدتها خلال كل مراحل العملية.

ج- التقييم الاقتصادي للمؤسسة:

يتم من طرف خبير محاسبة معتمد لتحديد سعر التنازل عن الأوراق المالية (سعر الإصدار أو سعر البيع).

د- إنجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية:

1- المذكرة الإعلامية: وهي عبارة عن وثيقة تحتوي على معلومات تقديرية هامة تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة ولغرض التحصيل على تأشيرة القبول وتحتوي أساسا على معلومات خاصة بالعملية وأخرى بالمؤسسة.

2- المنشورة الدعائية: وهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه خصوصا لعموم الجمهور .

ه- طلب القبول:

بعد الفحص والدراسة تبلغ (COSOB) قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.

و- إبرام العقود والاتفاقيات:

وأهم هذه العقود والاتفاقيات:

1- العقد بين المؤسسة والوسيط؛

2- الاتفاقيات بين البنوك والوسطاء؛

3- عقد السيولة.

ز- طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم:

يلزم على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم بكمية تكفي المساهمين الجدد وكذلك عمليات السوق الثانوية، كما يجب أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في الظروف الممكنة.

ح- انطلاق الحملة الإعلامية:

تحديد إستراتيجية الإعلان (ملصقات، إشهار) والالتقاء بالمستثمرين والتعريف بالمؤسسة من كل جوانبها.

ط- طبع شهادات الأسهم:

وذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.

2-2-2/ المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر:

قبل أن تبدأ البورصة بأية عملية حددت نوعية الأوراق المالية التي سيتم تداولها، كما اختارت الدولة ثلاث شركات عمومية لإدراجها في البورصة وهذا أمر طبيعي ويمكن أن يستمر لفترة طويلة، لأن القطاع الخاص هو قطاع ناشط لكنه ناشئ في الوقت نفسه، ولا بد أن يمر بمرحلة معينة قبل أن يلجأ للحصول على تمويل من السوق المالية. واختارت ثلاث شركات طرحت 20% كمرحلة أولى وهذه النسبة هي الحد الأدنى المقبول في البورصة إلا أن الشركات اكتفت بما من باب الحذر و لجس نبض السوق ومعرفة اتجاهاته. وهذه الشركات هي شركة متخصصة في صناعة الحبوب والعجين الغذائي، وقد قامت الرياض سطيف برفع رأسمالها إلى 5 مليار دج، لهذه الغاية أصدرت مليون سهم بسعر ثابت للسهم حدد ب: 2300 دج للسهم.

وقامت شركة لصناعة الأدوية صيدال بعرض عمومي للبيع بنسبة 20% من رأسمالها طرحت مليون سهم بسعر ثابت 800 دج للسهم.

ولقد لقيت هذه العملية تجاوبا كثيرا فاق التوقعات وكان الطلب في كل عملية يفوق العرض بكثير وكله من السوق المحلية وتحديدًا من صغار المستثمرين بشكل خاص، ولقد عمدت البورصة إلى تقييم العمليات وتجميع طلبات الشراء التي كانت تردّها عن طريق البنوك بواسطة الوسطاء، حيث كان لابد عليها من معرفة حجم الطلب ونوعيته واختيارات تغطية صغار المستثمرين المؤسسين.

والجدير بالذكر أنه في عملية الإصدار في السوق الأولى، كانت الأوراق المالية مادية اسمية، يعني أوراق مطبوعة يحصل عليها المستثمر ومدون فيها اسمه وعنوانه، ولقد كانت أول جلسة في سوق التداول في شهر سبتمبر 1999 حيث تم تسعير سهم رياض سطيف وبعدها بأسبوع تم تسعير سهم صيدال أما سهم الأوراسي تم تسعيره نهاية نوفمبر 1999.

وفي أكتوبر 1999، بدأت البورصة بتسعير سند شركة سونطراك⁷⁹ التي طرحت في بداية 1998 قرضا سنديا بفائدة 13% وظل السند متواز بسعر محدد لمدة سنتين داخل القطاع المصرفي أي خارج البورصة وكانت قيمة القرض 12 مليار دج. والهدف الأساسي هو توحيد السوق على هذا النوع من العمليات أو يمكن القول بأن العمليات السابقة التي تمت بأشكال مختلفة استهدفت تعريف الجمهور على أنواع العمليات التي يمكن القيام بها في البورصة. كما سيتم تحديث آليات البورصة الجزائرية كأداة التسعيرة الالكترونية وهذا تماشيا مع المعايير الدولية.

3/ مقومات البورصة الجزائرية وحساسيتها:

3-1/ مقومات البورصة الجزائرية:

هناك عدة عوامل تبدو أكثر أهمية لإقامة سوق مالية مستمرة ودائمة في الجزائر ومن أهمها ما يلي:

3-1-1/ إصلاح قوانين الشركات:

إن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحولها إلى شركات أسهم، إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق، وهذه الطريقة لا يمكن أن يتحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظ الخواص بالمساهمة في هذه الشركات مما يبقّي الواقع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

1- أنشأت سونطراك في ديسمبر 1997 واعتمدت كمؤسسة مالية من خلال اجتماع النقد والقرض في أبريل 1998 (قرار رقم: 98-01 المؤرخ في 06/04/1998)، رأسمالها الاجتماعي الابتدائي قدر بـ 3290000000 دج وارتفع إلى 4165000000 دج في أبريل 2003، وهو مملوك للخرزينة العمومية والبنوك ومؤسسات التأمين.

وبتسليط الضوء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أنه يجيز إنشاء شركات مساهمة، حيث يعرفها بأنها الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى الأسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة حتى تصبح هذه الشركات قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوية لشروط الانضمام إلى البورصة.

إن التأكيد على الشركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة يعني فتح رأس المال للخواص كخصوصية مؤسسات الإسمنت والآجور والمطاحن، وبهذا ستضفي الكثير من الجدية في الأداء وزيادة المنافسة وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في قطاعات الإنتاج بدلا من الاستثمار في العقارات.

3-1-2/ عصنة الجهاز المصرفي:

تتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي الجزائري بمحدودية دورها في الاستثمارات وغياب الشفافية، وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية. فالنظام القانوني للجهاز المصرفي الجزائري أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار والتي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية والتي يمكن حصر أنشطتها فيما يلي:

- 1- التحري في أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية، كما تلتزم بالفترة الزمنية بين الإصدار والبيع؛
- 2- وجود محللين ماليين أكفاء لتقدم دراسات حول التغيرات المحتملة حدوثها في السوق مستقبلا؛
- 3- مواجهة هذه البنوك لاحتمالين هما:

- بيع كل الأوراق التي أصدرتها؛

- بيع جزء منها بأقل من القيمة الاسمية للورقة المالية مما يجعلها عرضة لتحمل جزء من الخسائر نتيجة لتقلبات السوق.

4- توزيع الأوراق المالية سواء بشرائها أو بيعها فهي تعتبر كوسيط بين المصدر والمستثمر كما في حالة الطرح الخاص.

3-1-3/ إنشاء مصادر للمعلومات المالية:

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

إن الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من الحروب أو النزاعات التي تمس مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي، ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني. فالمحلل المالي الجيد هو ذاك الذي يعود إلى أكثر من مصدر كاليوميات والنشرات المصرفية لدى يجب على الحكومات أن تتولى إصدار منشورات تحتوي على البيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقييم الأعمال التجارية والتنموية وملخصات إحصائية حول الأسعار الآجور الإنتاج والأنشطة التجارية. كما

يجب عليها أيضا أن توفر بيوت السمسة التي تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية وإصدار تقارير ودراسات هامة حول الاستثمار.

3-2/ أسباب عدم تطور البورصة الجزائرية:

تعتبر البورصات شديدة الحساسية للظروف الطارئة مما يعرض أسعارها لتقلبات، ويمكن حصر هذه العوامل التي تؤثر في الأوراق المالية فيما يلي:

أ- عوامل تتعلق بالشركة متى تعرض مركزها المالي لهزة جراء تراجع الطلب على منتجاتها أو ظهور ابتكارات في منتجات جديدة في شركات منافسة لها.

ب- عوامل تتعلق بالسوق وذلك عندما تتجاوز المدخرات الطلب عليها أو عندما يكون الطلب عليها أكثر مما هو معروض من المدخرات.

ج- الشائعات التي تنتشر بواسطة المضاربين.

د- الكساد والرواج والاضطرابات الداخلية والإقليمية والدولية.

وبالرغم من أن الجزائر تبنت سياسة اقتصاد السوق إلا أن ذلك لم يكن كافيا لتوفير مناخ ملائم لنمو المدخرات واستقطاب رأس المال، ويمكن تحديد أسباب ضعف تطوير بورصة الجزائر للقيم المنقولة فيما يلي:

1- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج، النوعية والمنافسة؛

2- عدم ملاءمة التشريعات القانونية السارية المفعول سواء بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية؛

3- الخوف من التغيير ويتجلى ذلك في التردد الذي يديه صانعو القرار في الأجهزة العليا للدولة في مجال الخوصصة كاستبعادهم للأسهم من أنشطة البورصة الجزائرية؛

4- طول الإجراءات البيروقراطية وتعقيدها تؤدي حتما إلى إحجام المستثمرين عن إقامة مشروعات استثمارية؛

5- قلة المؤسسات المدرجة في البورصة؛

6- انعدام الشفافية.

3-3/ أداء البورصة الجزائرية والآفاق المستقبلية:

3-3-1/ دور السوق المالية في عملية الخوصصة:

تتنوع أساليب المعتمدة في خوصصة المؤسسات، الأمر الذي يضع أمام المستثمر العديد من الخيارات فتكون إما عن طريق الشراء الكامل أو المشاركة أو عن طريق اللجوء إلى السوق المالية من أحسن الوسائل لضمان الشفافية اللازمة للعملية من خلال طرح أسهمها للجمهور مما يجعل الحصة المكلفة بالخوصصة بعيدة عن اتهامها بالقيام بصنقات مشبوهة لصالح أطراف معينة، فضلا عن خلق منافسة كبيرة في أسهم المؤسسات الاقتصادية للحصول على سيولة جاهزة تسمح لها بتحقيق أهدافها. في هذا الإطار أعلنت الحكومة قبل نهاية 1999 برنامجا يقضي بانضمام 17 شركة إلى البورصة عن طريق تنازل المؤسسات عن حصتها للبيع وانفتاحها على الادخار الوطني وكلها شركات تتمتع بأوضاع جيدة وبإمكانيات عالية للمنافسة والنمو وتعمل في مجالات الاسمنت والمقاولات

...الخ. لكن هذا المشروع جمد لأسباب سياسية وتداخل الصلاحيات وتباين الآراء وكان من الممكن له أن يطور السوق المالية ويجعلها أكثر كفاءة بدخول هذه المجموعة الكبيرة من المؤسسات الاقتصادية الناجحة.

3-3-2/ أداء البورصة الجزائرية:

من خلال واقع السوق المالية بالجزائر نجد أن مؤشر أداء البورصة قد انخفض بنسبة 2.3% في نهاية 2004 كما انخفضت قيمتها السوقية بنسبة 2.3%. وتصنف بورصة الجزائر ضمن الأسواق التي تقل قيمتها على الناتج المحلي الإجمالي إذ تبلغ نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 0.17% وهي تدل على صغر هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر، كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة إلى 47.1%. فيما يتعلق بمعدل الدوران أي نسبة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية قد بلغ 0.09% وذلك لانخفاض حجم التداول في هذه البورصة واقتصارها على يوم واحد في الأسبوع بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها. ويعود الجمود الذي وصلت إليه السوق إلى عدة أسباب نذكر منها:

أ- جمود مشروع خصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية التي كانت قد أعلنت عنها الحكومة في برنامج انضمامها إلى السوق؛

ب- نقص الحركة لدى المتعاملين نتيجة نقص الخبرات ونقص المعلومات الكاملة، غياب ثقافة البورصة أو انعدامها وضعف إعلام المواطنين بنشاطات ودور البورصة وعملياتها أدى إلى الإحجام عن الدخول إليها، وفي الوقت ذاته إن الجمود الذي وصلت إليه السوق لا يعكس الإمكانيات المتاحة في ظل الاقتصاد الوطني والتي نذكر منه:

1- عدد المؤسسات المعروضة للخصصة وضخامة حجمها وتنوعها وذلك بسبب الدور الكبير الذي قامت به الدولة في العقود السابقة؛

2- وجود قانون استثمار يتسم بالمرونة ويعطي الكثير من الحوافز والتشجيع حتى بالنسبة للأجانب؛

3- إضافة إلى الإعلان عن المشروع لإقامة شاشة ضخمة خلف الشارع الذي تتواجد فيه البورصة و ذلك لنشر ثقافة البورصة.

خاتمة:

إن ظهور بورصة على أنقاض اقتصاد يرواح مكانه ولم يتخلص بعد من رواسب الفكر الاشتراكي لا يمكن أن تكفل بالنجاح، كما أن اعتماد السندات دون غيرها من الأوراق المالية الواسعة الانتشار والتداول يعني المحافظة على الملكية العامة لهذه الشركات، وهنا يمكن تقديم جملة من الاقتراحات لنجاح البورصة الجزائرية وهي:

- إحداث تغييرات جوهرية وجادة في التشريعات القانونية التي تسيّر الشركات الاقتصادية والجهاز المصرفي .
- تحرير المعاملات المالية والتجارية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار؛
- القيام بدراسة متأنية لمشروع البورصة من طرف المختصين مع إمكانية الاستفادة من الهيئات المتخصصة كالاتحاد الدولي للبورصات (FIBV) والهيئات المنظمة للأسواق المالية في العالم؛

- إدراج ممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء في الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وتقليص دور الوزراء لتفادي الأحكام الذاتية؛
- العمل بالأسهم إلى جانب السندات لتوسيع نطاق المشاركة في الاستثمار؛
- اشتراط شهادة جامعية لها صلة بالموضوع بالنسبة للأشخاص الذين يتحملون المسؤوليات في الهيئات الثلاثة المكونة للبورصة: المؤمن المركزي، شركة تسيير البورصة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛
- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.

قائمة المراجع:

- 1- بن قانة إسماعيل، "دراسة قياسية لبعض متغيرات الاقتصاد الكلي الجزائري (1970-2001) والتنبؤ بها (للفترة الممتدة بين 2002-2006)"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2004-2005.
- 2- بيار برجه (ترجمة علي مقلد)، "السوق النقدية"، منشورات عويدات، بيروت، 1978.
- 3- شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، الطبعة الثانية، الجزائر.
- 4- قدي عبد المجيد، "الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحروقات"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2003.
- 5- ضياء مجيد الموسوي، "الخصوصية والتصحيحات الهيكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1995.
- 6- محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية"، الإسكندرية، 1992.
- 7- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الإسكندرية، 1999.

8- Guide de la bourse et des opérations boursières de la bourse d'Alger.

9- Guide pratique de l'introduction en bourse.

المحاضرة السادسة

التحليل الأساسي للأوراق المالية

تمهيد:

هناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis الذي يهتم بدراسة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها وكذا قراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، والهدف من ذلك هو تحديد القيمة الحقيقية للأصل، والتي تتمثل في القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بهدف التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، أي التي يختلف سعرها السوقي عن سعرها المتوقع. وينصح الأساسيين بشراء السهم عندما تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، ويبيعه عندما يفوق سعره السوقي القيمة الحقيقية. أي أن التحليل الأساسي يهتم بمستقبل أسعار الأسهم وليس بالأسعار التي بيعت بها في السوق. وعليه يفترض التحليل الأساسي أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف.

ويميل العديد من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية وأن تكون النهاية تحليل ظروف الشركة وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي Macro-Micro Approach، أو التحليل من أعلى إلى أسفل Top-Down Analysis، حيث يبدأ هذا المدخل بتحليل الظروف الاقتصادية، وبعده يتم الانتقال إلى تحليل الصناعة، وفي الأخير يصل إلى التحليل على مستوى الشركة، وذلك من أجل معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات بهدف الاستثمار في أوراقها. وفي المقابل هناك مدخل بديل تكون البداية فيه هي تحليل ظروف الشركة الفردية يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، ويطلق على هذا التحليل اسم التحليل من أسفل إلى أعلى Buttom- up Analysis أو مدخل التحليل الجزئي فالكلي Micro-Macro Approach. ولكن أي المدخلين يعتبر أكثر ملاءمة؟ هناك من يعتبر أن المدخل الأول هو أكثر ملاءمة فبمجرد معرفة الصناعات الواعدة لا يبقى سوى البحث عن أفضل منشأة داخل تلك الصناعة، وهناك من يعتبر أن المدخل الثاني هو أكثر ملاءمة على أساس أنه في المدخل الأول يمكن أن يتم تجاوز شركة معينة يكون الاستثمار فيها مربحاً، ويحدث ذلك عندما يكون للشركة ظروفها الخاصة تميزها عن الشركات الأخرى التي تعمل معها في نفس الصناعة وأن الصناعة ذاتها استبعدت في المرحلة الثانية من التحليل، وهناك انتقاد يوجه إلى التحليل الثاني ذلك أن الشركة التي يكشف التحليل عن ملائمتها للاستثمار قد لا تكون بالضرورة هي الأفضل إذ قد يكون هناك شركات أخرى ملائمة ولكن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها والتي تترك أثرها في النهاية على الشركة قد تكون غير ملائمة. ومع كل ذلك فإن لكل مدخل سماته المميزة وأن كل منهما مكمل للآخر.

وفي هذه المحاضرة سيتم إتباع مدخل الكلي فالجزئي حيث سيتم البدء بتحليل الظروف الاقتصادية وبعدها تحليل ظروف الصناعة وتحليل الشركة باستعمال التحليل المال.

I. تحليل الظروف الاقتصادية:

تمارس الشركات نشاطها في ظل بيئة اقتصادية تمارس تأثيرات هامة على مقدرة الشركة على الاستمرارية في النشاط⁸⁰ وقد يتوقف بقاؤها على مستوى أداء الاقتصاد ككل. وقبل أن يقوم المحلل الأساسي بتحليل الوضع المالي لشركة ما وإمكانات نموها فهو بحاجة للتنبؤ بالاقتصاد من خلال دراسة الظروف الاقتصادية العامة والتوقعات المتعلقة بالتغيرات التي تؤثر على جميع الصناعات والشركات وإن اختلف مدى تأثيرها من صناعة لأخرى ومن شركة إلى أخرى⁸¹.

فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب في الدخول للسوق أو الخروج منه⁸². ومن أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تمارس تأثيرا على أسعار الأوراق المالية وتحظى باهتمام المحللين نجد:

1.1 السياسة النقدية والسياسة المالية:

تلعب كل من السياستين المالية والنقدية دورا كبيرا في التأثير على أسعار الأوراق المالية، ويمكن إبراز ذلك كما يلي:

1.1.1 السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في إدارة كل من النقود والائتمان، وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد⁸³. فمن خلال السياسة النقدية يقوم البنك المركزي بتغيير كمية النقود بالزيادة أو النقصان، وذلك بتأثيره على حجم الائتمان وأسعار الفائدة وكذا التأثير على الاستثمار وبالتالي على النشاط الاقتصادي ككل⁸⁴. فقد كشفت عدة دراسات عن وجود علاقة مباشرة بين النقود المعروضة وأسعار الأسهم، كما أثبتت عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، فالزيادة في المعروض النقدي يتبعها تحسن في أداء الاقتصاد، وهذه الزيادة تؤدي بدورها إلى حدوث انخفاض في معدل الفائدة، الأمر الذي يزيد من الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج وتخفيض البطالة، كما ترتفع نسبة الطلب على المنتجات مما يزيد من أرباح الشركات، وهو ما يعمل على ارتفاع أسعار الأسهم (كنتيجة لزيادة عرض النقود)⁸⁵. أما عندما يقوم البنك المركزي بإتباع سياسات نقدية انكماشية تؤدي إلى تخفيض عرض النقود، وهو ما يجعل الأفراد والمؤسسات غير قادرين على الحصول على النقود التي يحتاجونها عند مستويات أسعار الفائدة السائدة، مما

⁸⁰ المؤمني غازي فلاح " إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة" دار المناهج للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر، ص ص 47-48.

⁸¹ جورج دانيال غالي "تطوير مهنة المراجعة لمواجهة المشكلات المعاصرة وتحديات الألفية الثالثة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص ص 189-190.

⁸² علوان قاسم نايف "إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق" دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 234.

⁸³ بلعزوز بن علي " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2006، ص 112.

⁸⁴ راضي عبد المنعم " النقود و البنوك" مكتبة عين شمس، القاهرة 1998، ص ص 290-291.

⁸⁵ المؤمني غازي فلاح ، مرجع سابق، ص 49.

يدفع بهم إلى التخلص من الأصول المالية للحصول على السيولة النقدية، وسيؤدي هذا الاندفاع في بيع الأصول إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة ارتفاع أسعار الفائدة. ويتوقف تأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم من خلال التأثير على حجم التدفقات النقدية والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار.

ويتم استخدام أدوات السياسة النقدية والمتمثلة في عمليات السوق المفتوحة Open-market operation وسعر الخصم Discount Rate ونسبة الاحتياطي القانوني Legal Reserve في معالجة الفجوات التضخمية والانكماشية، إذ تعمل تلك الأدوات بشكل أساسي عن طريق تغيير أو تعديل قدرة البنوك التجارية على منح القروض (الائتمان)، وبهذه الطريقة يزيد أو ينقص حجم المعروض النقدي. ويمكن إيضاح تأثير تلك الأدوات على حجم المعروض النقدي كما يلي⁸⁶:

- **سياسة الاحتياطي القانوني:** يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها في شكل رصيد سائل لديه، ويطلق على هذه النسبة اسم الاحتياطي القانوني، ويترك للبنك المركزي حق تحديد هذه النسبة حسب أهدافه. فإذا قام البنك المركزي من تلك النسبة فإنه يزيد من قدرة البنوك على الإقراض ومنح الائتمان، وبالتالي زيادة المعروض النقدي، أما إذا قام برفع تلك النسبة فإنه يضعف من قدرة البنوك على منح الائتمان وبالتالي تقليل حجم القروض الموجهة للاقتصاد، وبالتالي خفض المعروض النقدي.
- **سياسة معدل إعادة الخصم:** يعبر معدل إعادة الخصم عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي عند قيامه بإعادة خصم الأوراق التجارية للبنوك التجارية⁸⁷، ويهدف البنك المركزي من هذه السياسة إلى التأثير أولاً على كلفة حصول البنوك على الموارد النقدية الإضافية التي يقدمها البنك المركزي، وثانياً على كلفة توفير الائتمان الذي تضعه البنوك التجارية تحت تصرف عملائها (مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان)⁸⁸. وهناك علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة في السوق، فالعلاقة بين سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة هي علاقة طردية، فالزيادة في سعر إعادة الخصم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة والعكس صحيح⁸⁹. فإذا رغب البنك المركزي في زيادة المعروض النقدي فإنه يخفض من معدل إعادة الخصم مما يشجع البنوك التجارية على الاقتراض منه، وتقوم تلك البنوك بتوجيه تلك الأموال إلى الاقتصاد في شكل قروض وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم النقود المعروضة، ويحدث العكس عندما يسعى البنك المركزي إلى خفض المعروض من النقود فيرفع سعر الخصم مما يدفع بالبنوك إلى الإحجام عن الاقتراض منه⁹⁰.

⁸⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2002، ص ص 12-13.

⁸⁷ شيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي والمصرفي" الدار الجامعية للنشر، القاهرة 1985، ص 244.

– حميدات محمود " النظريات والسياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1996، ص ص 49 – 50.

⁸⁸ الدوري زكريا / السامرائي يسرى " البنوك المركزية و السياسات النقدية" دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2006، ص 193.

⁸⁹ بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 124.

⁹⁰ زكريا الدوري/ يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص ص 193-197.

● **عمليات السوق المفتوحة:** يقصد بهذه العمليات دخول البنك المركزي إلى السوق النقدي إما مشتريا أو بائعا للأوراق المالية الحكومية⁹¹، وذلك بهدف التأثير على حجم الائتمان بالتوسع أو الانكماش عن طريق التأثير في عرض النقود من نقود ورقية ونقود ودائع بصفة خاصة⁹²، فإذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقود فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ودفع قيمتها عن طريق تحرير شيكات مسحوبة عليه ويقوم البائعون بإيداعها في البنوك التجارية⁹³ وتقوم هذه الأخيرة بمبادلة الشيكات في غرفة المقاصة واستيلام الاحتياطات من البنك المركزي. والتأثير الإجمالي لما سبق يتمثل في زيادة عرض النقود من خلال زيادة الودائع، وكذا زيادة احتياطات النظام المصرفي، وينعكس ذلك على ارتفاع مقدرة النظام المصرفي على زيادة عرض النقود ومنح قروض جديدة. كما أن قيام البنك المركزي بشراء الأوراق الحكومية من الجمهور لا يؤدي فقط إلى زيادة المعروض النقدي، ولكن أيضا يخلق إمكانية زيادة في احتياطات البنوك التجارية. أما عندما يرغب البنك المركزي في تقليص عرض النقود فإنه يبيع الأوراق المالية الحكومية ومرة أخرى فإن دفع قيمة الأوراق المشتراة هو الذي يعمل على تغيير عرض النقود ومقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان⁹⁴.

ويستخدم البنك المركزي أدوات السياسة النقدية بهدف التأثير على عرض النقد ومن ثم النشاط الاقتصادي بشكل عام وأسعار الأوراق المالية بشكل خاص، ويتم استخدام عمليات السوق المفتوحة بالنسبة لتحليل الاستثمار في الأوراق المالية من خلال شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية والتي لها تأثير مباشر على أسعار الفائدة، كما أن هناك تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية نتيجة تأثير السياسات النقدية على قدرة الشركات على تحقيق الأرباح⁹⁵. فعندما يقوم البنك المركزي بشراء أذونات الخزانة سيؤدي إلى ارتفاع أسعار تلك الأذونات يقابله حدوث هبوط في عوائدها، وهو ما يتسبب في زيادة فرق السعر بين مديونية الخزانة ومديونية الشركات ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون إلى شراء الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها ويخفض من عوائدها. ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، حيث يعمل ذلك على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات ويتحول المشترون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، وهو ما يؤدي إلى خفض أسعار السندات التي تصدرها الشركات ويزيد من عوائدها، وهكذا فإن تأثير بيع الأوراق المالية الحكومية بواسطة البنك المركزي ينتقل إلى ديون الشركات وكافة أشكال المديونية الأخرى.

⁹¹ شيحة مصطفى رشدي، مرجع سابق، ص 248 .

⁹² شوش سهيل/ مطر ذيب " النقود والبنوك " دار الطباعة والنشر 1995-1996 ، ص 264 .

⁹³ الناقد احمد أبو الفتوح " نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية " مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998، ص 230-231.

⁹⁴ زكريا الدوري/ يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص ص 204-205.

⁹⁵ عبد النبي محمد أحمد " الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي " زمزم ناشرون وموزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 91.

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فيتمثل في تأثير التغيرات في الظروف النقدية على مقدرة الشركة على تحقيق أرباح، فأبي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل الشركات، فالتشديد في منح الائتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح. كما أن إتباع سياسة نقدية صارمة ينتج عنها قيام الأفراد بالرفع من معدل العائد المطلوب على الاستثمار في حقوق الملكية، فإذا كان بإمكان المستثمرين كسب المزيد من خلال أدوات الدين عما كان ممكناً قبل الزيادة في أسعار الفائدة فإنهم سوف يطلبون عوائد أعلى على استثمارات حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى وهذا العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية⁹⁶.

2.1.1 السياسة المالية:

وهي السياسة الحكومية المتعلقة استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج القومي، العمالة، الادخار، الاستثمار، وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة فيها على كل من الدخل والإنتاج الكلي ومستوى العمالة وغيرها من المتغيرات الاقتصادية الأخرى⁹⁷. ويمكن للسياسة المالية التأثير على فاعلية الأسواق المالية في أداء وظائفها التمويلية والتخصيصية، في عدة مراحل هي⁹⁸:

- مرحلة تعبئة المدخرات أو عرض الأموال القابلة للاقتراض عن طريق تشجيع وحفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على الدخل والفائدة وزيادة ربحية الشركات.
- مرحلة تشجيع الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض من خلال التأثير على عوائد ونمط الاستثمار.
- مرحلة توجيه المدخرات والموارد المالية إلى الاستثمارات من خلال التأثير على معدلات عوائد الأدوات المالية وحجم التعاملات فيها وكذلك أداء الوسطاء الماليين.
- وتمارس السياسة المالية تأثيراً على أسواق الأوراق المالية من خلال أربعة محاور هي السياسة الضريبية، وسياسة الإنفاق العام، وسياسة تمويل عجز الموازنة، وسياسة إدارة الدين العام⁹⁹. فالسياسة الضريبية تمارس تأثيرات هامة مباشرة وغير مباشرة على سوق الأوراق المالية وعلى أسعار الأوراق المالية، فهي تؤثر على تكلفة رأس المال

⁹⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 14-15.

⁹⁷ الوادي محمود حسين / عزام زكرياء أحمد "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 182.

- عايب وليد عبد الحميد " الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية" مكتبة حسن العصرية، لبنان 2010، ص 93.

⁹⁸ أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2005 ، ص ص 119-120.

⁹⁹ للمزيد من الاطلاع الرجوع إلى: أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005، ص ص 120-166.

وربحية الشركات ومن ثمة على الطلب على رأس المال والاستثمار وما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للاقتراض، ومن ثمة عرض الأوراق وبالتالي التأثير على أسعارها. فمثلا ضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباح الشركات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح، وكذا قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه مما يخفض الطلب على السلع والخدمات وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضا على الطلب على أوراق مالية معينة¹⁰⁰. أما إذا قامت الدولة بتخفيض معدل الضريبة على الأرباح فهذا ينعكس على الشركات انعكاسا مباشرا حيث ترتفع الأرباح، وهذا بدوره ينعكس على أسعار الأسهم، ولكن من جانب آخر تعتبر الضريبة من الموارد الأساسية لميزانية الدولة، فإذا ما تم تخفيض الضريبة فإنه يجب تسديد العجز الحاصل في الميزانية بواسطة إصدار عملات جديدة، وإصدار هذه الأخيرة تأثير سلبي على الاقتصاد حيث يساعد على زيادة معدلات التضخم، أما إذا قامت الحكومة بزيادة معدلات الضرائب فإن ذلك ينعكس مباشرة على الأرباح حيث تنخفض الأرباح وهذا بدوره ينعكس على أسعار الأسهم فتتخفف.

ومن السياسات الحكومية الأخرى التي لها تأثير على أرباح الشركات وأسعار الأوراق المالية نجد الإنفاق الحكومي، فعند زيادة الإنفاق الحكومي تزداد المشاريع الحكومية، وهذا يقلل من نسبة البطالة وزيادة مداخيل الأفراد وزيادة الأموال المعروضة، مما يزيد من أرباح الشركات وهو ما ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية، أما إذا خفضت الدولة من الإنفاق الحكومي فإنه يحدث العكس وهذا يقلل من أرباح الشركات ويؤثر على أسعار الأوراق المالية بشكل سلبي¹⁰¹. ونظرا لأن ربحية الشركة هي محدد أساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق فإنه يصبح لزاما على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت شركاتها بنخفيض الانفاق الحكومي حتى يتسنى له التركيز عليها في مرحلة تحليل ظروف الصناعة.

2.1 الحالة الاقتصادية العامة:

يمر اقتصاد أي دولة بعدة بمراحل تتأرجح بين النمو أو الرواج أو الكساد، وتتمارس هذه الحالات تأثيرا على أسعار الأوراق المالية وذلك بالتأثير على متغيرات لها صلة بالأصول المالية، ويمكن إظهار الكيفية التي تتأثر بها أسعار تلك الأصول بتغير الحالة الاقتصادية كما يلي:

1.2.1 حالة الكساد والركود الاقتصادي: في فترات الكساد يزيد البنك المركزي من كمية النقود المتداولة مما يوسع حجم الائتمان ويخفض مبدئيا من أسعار الفائدة حتى يتسبب محفز ما في رفع مستوى النشاط الاقتصادي. وتبنى الحكومة سياسة مالية توسعية في حالة الكساد والركود الاقتصادي، وذلك عن طريق خفض الضرائب وزيادة الإنفاق الحكومي وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب الإجمالي على السلع والخدمات وبالتالي تنشيط الاقتصاد وتخفيف البطالة. وللاستفادة من المحفز الاقتصادي يجب على المستثمر أن يتعد عن الأدوات القصير الأجل

¹⁰⁰ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 21.

¹⁰¹ المؤمني غازي فلاح ، مرجع سابق، ص 48.

ويتحول إلى الأصول المالية وخاصة الأسهم العادية للشركات التي ينتظر أن تستفيد من السياسة النقدية والمالية التوسعية. ولا تعني السياسة النقدية والمالية التوسعية أن كل المنشآت سوف تنتعش وتزدهر، إضافة إلى أن بعض أشكال السياسة التوسعية ليست عامة من حيث تأثيرها، فالمسموحات الضريبية الاستثمارية ومخصصات الإهلاك المعجل والتي تستخدم في تنشيط الاقتصاد نحو التوسع تحايي الشركات التي توظف استثمارات كبيرة في الآلات والمعدات، والشركات التي تقدم خدمات قد لا تحتاج إلى توظيف استثمارات في أصول مادية طويلة الأجل لتوليد المبيعات بنفس الدرجة، ومن ثم فإن هذه المنشآت لن تقدم لها المساعدة بنفس الدرجة التي تتلقاها الشركات القادرة على الاستفادة من القوانين الضريبية. وعندما يتعرف المستثمر على المنشآت التي يرجح أنها سوف تستفيد من السياسة المالية والنقدية التوسعية يجب عليه تبني عدد من الاستراتيجيات الفردية التي تتراوح بين المحافظة والعدوانية؛ فالإستراتيجية المحافظة قد تشمل الأوراق المالية القابلة للتحويل (مثل السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية) والأسهم العادية للشركات ذات معاملات بيتا منخفضة، ويمكن شراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تحسبا لانخفاض أسعار الفائدة، ولكن على المستثمر أن يكون مستعدا للانتقال من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت لأنها لا تستفيد من التوسع الاقتصادي في حد ذاته ويمكن أن تكون ضارة إذا أدى التوسع إلى ارتفاع معدلات الفائدة. أما الإستراتيجية الأكثر عدوانية الهادفة للاستفادة من السياسة المالية والنقدية التوسعية فترتكز على الدخل الجاري الأقل (أي عدم وجود أوراق مالية ذات دخل ثابت) وإمكانية أكبر لتحقيق مكاسب رأسمالية، وعلى ضوء هذه الإستراتيجية فإن المستثمر يشتري الأسهم العادية للمنشآت ذات نسب الرفع المنخفضة والتي تحتجز الأرباح لتمويل التوسع، ومثل هذه الأسهم العادية تنطوي على أفضل إمكانية لحدوث ارتفاع في قيمة رأس المال أثناء الفترة التوسعية¹⁰².

2.2.1 حالة النمو الاقتصادي: تختلف فترة النمو الاقتصادي المتواصل عن فترة التوسع المتولدة عن استخدام سياسة نقدية ومالية محفزة، وغالبا ما يكون الهدف من السياسة النقدية منع عودة التضخم، وتكون محفزة بصورة معتدلة، فأسعار الفائدة قد تكون مستقرة وأعلى من الحد الضروري لتحفيز الاقتصاد، كذلك فإن السياسة المالية قد لا تكون أيضا موضوعة بهدف إيجاد طلب على سلع وخدمات، كما أن القوانين الضريبية الجديدة الهادفة لتحفيز الاقتصاد قد لا تكون متاحة فورا. وأثناء تلك الفترة لا يستطيع المستثمر الاعتماد على أسعار الفائدة الأقل أو السياسة الحكومية التوسعية لزيادة أسعار الأوراق، وإنما يجب أن يعتمد على النمو الاقتصادي لتوليد العوائد، والاستثمارات المحتملة قد تشمل الأسهم العادية للشركات ذات الأوضاع المالية الجيدة والتي تحقق نموا متواصلا ومستمر في الأرباح والعوائد. إن إمكانية تحقيق نمو متواصل ومستمر أمر في غاية الأهمية لتوليد العائد في فترة النمو الاقتصادي المصحوبة بسياسة نقدية توسعية محايدة، ويمكن شراء السندات طويلة الأجل والمتوسطة بواسطة المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق دخل جاري، فقد يكون المستثمرون أكثر استعدادا لتوظيف أموالهم في

¹⁰² حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 30-31.

تلك الاستثمارات الطويلة الأجل، ومع ذلك فإن هؤلاء الأفراد يجب أن يكونوا على استعداد لتغيير هذه الإستراتيجية بسرعة إذا بدأت فترة النمو الاقتصادي في رفع معدل التضخم، والمستثمر الجريء قد يقدم على شراء أسهم عادية مع التركيز على إمكانية النمو ومع ذلك يجب عليه أن يدرك أنه في حين أن السوق المالية الصاعدة سوف تزيد من قيمة معظم الأسهم فإن بعض الأسهم سوف تتخلف عن الركب وبالتالي يجب الابتعاد عنها¹⁰³.

3.1 أسعار الفائدة:

تتميز أسعار الفائدة بأهميتها المحورية لمعظم قرارات التمويل والاستثمار لكونها المحدد الرئيسي للمفاضلة بين قرار وآخر. فتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يعني أنه يجب على المستثمر أن يبتعد عن الأوراق المالية طويلة الأجل ذات العائد الثابت، وعلى العكس إذا كان من المتوقع انخفاض أسعار الفائدة فهذا يعني ضرورة اقتناء تلك الأوراق¹⁰⁴. فمثلا معظم السندات الطويلة الأجل تدر فوائد سنوية ثابتة ومع ارتفاع العائد على الاستثمارات الأخرى فإن ذلك التدفق الثابت لا يصبح تنافسيا مع الاستثمارات التي لا يتصف دخلها النقدي بالثبات، ولذلك فقد يسعى المستثمر إلى بيع السندات طويلة الأجل ووضع أمواله في صناديق الاستثمار أو شراء استثمارات أخرى يزداد تدفق دخلها مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، وهذا الضغط البيعي يدفع أسعار الأوراق طويلة الأجل ذات العائد الثابت إلى الانخفاض. أما بالنسبة للأسهم فبعضها تكون حساسة جدا تجاه التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة إذ توجد علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وحركة معدلات الفائدة، فإذا كان من المتوقع ارتفاع أسعار الفائدة فعلى المستثمر أن يحول نقوده من الأسهم العادية إلى أشكال أخرى من الاستثمار، إذ عليه أن يشتري الاستثمارات ذات السيولة العالية وأدوات الدين القصيرة الأجل (أذونات الخزانة) وأسهم صناديق الاستثمار، باعتبار أن عوائد تلك الأصول تميل للزيادة مع ارتفاع أسعار الفائدة، أما إذا توقع هبوط أسعار الفائدة فيمكنه شراء أوراق مالية حساسة تجاه الفائدة مثل السندات الطويلة الأجل، وإذا كان المستثمر يريد انتهاز إستراتيجية أكثر جرأة فسيشتري سندات ذات فترات استحقاق طويلة أو ذات جودة أقل حيث أن أسعار تلك السندات تميل للارتفاع أثناء فترة هبوط أسعار الفائدة¹⁰⁵.

4.1 التغير في القوة الشرائية للنقود:

ترتبط أسعار الأصول المادية والمالية بالقوة الشرائية للنقود، وهو ما يظهر من خلال ما يسمى بمعدل التضخم، ويمكن إيضاح الكيفية التي تتأثر بها أسعار الأصول بشكل عام من خلال تغير القوة الشرائية للنقود كما يلي:

¹⁰³ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" المرجع السابق، ص ص 31-33.

¹⁰⁴ محب خلة توفيق "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار" دار الفكر العربي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011، ص 186.

¹⁰⁵ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 25-28.

1.4.1 معدل التضخم: يعتبر التضخم ذا أهمية كبيرة في الأسواق المالية وهاما للتمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، حيث يهتم المستثمرون أكثر بالعائد الحقيقي، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لا بد من أن يكون العائد النقدي للأسهم كبيرا بدرجة كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية¹⁰⁶. وقد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم إلى ترك أثر عكسي على أسعار الأوراق المالية وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، فالسبب المباشر يتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم تتوقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية، أما السبب غير المباشر فيعود إلى النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدل تكلفتها إحتلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها نظرا لكون أن قيمة قسط الاهتلاك ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي، ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية¹⁰⁷. فنشوء بيئة تضخمية تجعل المستثمر يركز على الأصول السائلة والأصول المادية والأسهم العادية للمنشآت التي تؤدي الزيادة في قيم أصولها إلى تعظيم قاعدة أصولها، كذلك يجب على المستثمر أن يتعد عن شراء الأدوات ذات العائد الثابت وأدوات الدين طويلة الأجل والأسهم العادية للشركات التي تفتقر إلى أصول يمكن أن ترتفع أسعارها مع التضخم.¹⁰⁸

2.4.1 حالة الانكماش: الانكماش هو عكس التضخم ويقصد به فترة من هبوط الأسعار، ومن هنا فإن أسعار الأصول المادية مثل العقارات والمعادن النفيسة تهبط أثناء فترة الانكماش، وبالتالي فإذا كان من المتوقع حدوث انكماش يجب على المستثمر اقتناء الأصول المالية التي ستزيد قيمتها، والإستراتيجية التي تحقق الأمان الأقصى هي اقتناء الأصول السائلة القصيرة الأجل، حيث أن الانكماش يزيد من القوة الشرائية للنقود، كما أنه يكون مصحوب بهبوط في أسعار الفائدة وارتفاع في أسعار السندات، ومن ثم فإن البيئة الانكماشية تجعل من التزامات الدين طويلة الأجل استثمارات جيدة. وقد يصاحب الانكماش حدوث حالات إفلاس كثيرة حيث تصبح الشركات عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية، وعندها تكون الإستراتيجية الأحسن للمستثمرين هي اقتناء السندات الصادرة عن الحكومة وسندات الشركات ذات القوائم المالية القوية، ويجب على المستثمر أن يقوم بحصر المشتريات في الأوراق المالية الجيدة ذات الدخل الثابت، نظرا لأن قيمة السندات ترتبط بدرجة أساسية بقدرة الشركات المدينة على خدمة الدين. ونفس التأكيد على الجودة ينطبق أيضا على الأموال المستثمرة في الأسهم العادية، ومع ذلك فنظرا لأن الكثير من المنشآت سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة

¹⁰⁶ الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات " دار حامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص ص 88-89.

¹⁰⁷ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " مرجع سابق، ص ص 165-166.

¹⁰⁸ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية " مرجع سابق، ص ص 29-30.

وهبوط في هوامش الربح فإن أسهم العديد من الشركات قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، وبالرغم من ذلك فإن الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية¹⁰⁹.

5.1 الناتج المحلي الإجمالي:

عندما يشير الناتج المحلي الإجمالي إلى معدل نمو سريع ومتزايد فإن ذلك يعكس اقتصادا توسعيا يخلق فرص استثمار متزايدة، ويقدم فرصا كبيرة للكيانات الاقتصادية الحالية لزيادة مبيعاتها وبالتالي زيادة إيراداتها، الأمر الذي ينعكس إيجابا على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، بل ويفتح مجالا أكبر لمزيد من الأوراق التي يمكن إصدارها لتعبر عن استثمارات حديثة تسعى صوب الأسواق النشطة لضخ جانب من استثماراتها، أما انخفاض الناتج المحلي الإجمالي فيعني وجود كساد اقتصادي وهذا ينعكس على عوائد الشركات مما يخفض من حجم تداول أوراقها وعندها تنخفض أسعار الأسهم¹¹⁰.

II. تحليل ظروف الصناعة:

يرتكز تحليل ظروف الصناعة على مسألتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة، والوقوف على الاعتبارات والجوانب الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل، ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.

1.2 تعريف الصناعة وتصنيفها:

عادة ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه الصناعة ثم مصدر المنافسة التي تواجهها، وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة، فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها منشآت أخرى في ذات الصناعة، كما قد توجد منشآت تنتمي لصناعات أخرى ولكنها تنتج سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة، ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوما للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه. لذلك لا يقتصر دور المحلل على تعريف الصناعة بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية¹¹¹. ويمكن توضيح كل صنف من أصناف الصناعات كما يلي¹¹²:

- **الصناعات المتنامية:** وهي الصناعات التي تنمو ويزداد نموها تدريجيا من سنة إلى أخرى ويكون معدل نموها أعلى من معدل النمو الاقتصادي، وعادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية.
- **الصناعات المرتبطة بالدورات:** وهي التي تتأثر بشكل كبير بالتغيرات الاقتصادية السائدة كالرواج والكساد، فتزيد مبيعاتها بشكل كبير في حالة الرواج، وتنكمش مبيعاتها بشكل كبير في حالة الكساد.

¹⁰⁹ المرجع السابق، ص ص 30-31.

¹¹⁰ محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص ص 181-182.

¹¹¹ الهندي منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 167.

¹¹² المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص ص 59-60.

- **الصناعات المتنامية والمرتبطة أيضا بالدورات:** وهي الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعات النامية وكذلك صفات الصناعات المرتبطة بالدورات التجارية، حيث أنه في الظروف الاقتصادية العادية تنمو بمعدل نمو الاقتصاد أما في حالة الازدهار تنمو بمعدل أعلى من نمو الاقتصاد.
- **الصناعات الدفاعية:** تزدهر هذه الصناعات مع ازدهار الاقتصاد ولكنها تنكمش بنسبة بسيطة عند انكماش الاقتصاد.
- **الصناعات المتدهورة:** وهي الصناعات التي تنمو بمعدل أقل من نمو الاقتصاد أو أنها الصناعات التي تكون في طريق الزوال.

وليس من الضروري أن تكون أسهم النمو تابعة لشركات النمو والأسهم المتقلبة تابعة للشركات المتقلبة، وإنما قد يكون هناك شركات نامية لها أسهم متقلبة وشركات متقلبة لها أسهم دفاعية وهكذا، أي أنه ليس من الضروري أن تتطابق أصناف الأسهم مع أصناف الشركات أو العكس. ولهذا يجب على المستثمر أن يميز بين السهم والشركة لكون هدفه الأساسي في النهاية ينصب على السهم الذي تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الذاتية في حالة الشراء والعكس في حالة البيع.

2.2 الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة:

تمثل الاعتبارات الأساسية التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل ظروف الصناعة في التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح، وحجم العرض والطلب، وظروف المنافسة، وطبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة، بالإضافة إلى تأثير الحكومة وتأثير التحولات الاجتماعية.

1.2.2 التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: أول خطوة للتعرف على مستقبل الصناعة هو تحليل البيانات

التاريخية للمبيعات والأرباح، فمثلا التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة، كما يساعد في الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد، فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة الصناعة في الحالتين فليس هناك ما يبرز قدرتها على ذلك في المستقبل، كما أن مدى الاستقرار في نمو المبيعات للصناعة عبر الزمن أهمية خاصة، فكلما زادت درجة التقلب في معدل النمو كلما كان ذلك يعني زيادة مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة. غير أنه يجب على المحلل أن يدرك أن النمو السريع للمبيعات لا يضمن تحقيق ربحية عالية ما لم تتوافر رقابة جيدة على التكاليف.¹¹³

2.2.2 حجم الطلب والعرض: من المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في

تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير، وإذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة أو غير قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب. كما ينبغي على المحلل التعرف على إمكانيات الصناعة في تمويل

¹¹³ الهندي منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 170.

التوسع، وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب فهذا ينذر بدخول منتجين جدد، وهو ما يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين منشآت الصناعة ما قد يترك أثرا عكسيا على ربحيتها وأسعار أسهمها.

3.2.2 ظروف المنافسة: يجب على المحلل أن يدرس إمكانية دخول شركات منافسة جديدة في المستقبل، وهل

هناك موانع تحد من دخول شركات منافسة جديدة، و هذه الموانع تحدد ببعض المزايا وهي¹¹⁴:

- **تميز المنتجات:** فالمستثمرين لهم تفضيلات خاصة فيما يتعلق بمنتجات الشركات المكونة للصناعة، بمعنى أن العملاء لكل شركة متمسكون بنوعية المنتج الذي تقدمه، ومثل هذه الظروف يكون من الصعب على القادم الجديد الذي يرغب في دخول الصناعة أن يبيع المنتج بسعر يغطي التكاليف التي عادة ما تكون مرتفعة في السنوات الأولى، هذا في الوقت الذي ينبغي عليه أن ينفق مبالغ كبيرة للإعلان والترويج في محاولة لتحقيق قدر من القبول للمنتج الذي يقدمه.
- **المزايا المطلقة في التكاليف:** يقصد بها قدرة كل شركة في الصناعة على الإنتاج والتوزيع عند أي مستوى وبأقل تكلفة مقارنة مع أي شركة جديدة تدخل السوق، ففي ظل هذه المزايا يمكن للمنشآت القائمة تحقيق هامش ربح أكبر مما تستطيعه أي شركة جديدة بل وقد يكون هامش الربح لتلك الشركة الجديدة ضئيلا إلى الحد الذي لا تقوى معه على مواجهة منافسة سعرية تشنها الشركات الأخرى.
- **مزايا الحجم الكبير من المؤسسات:** وهي تتعلق فقط بالصناعات التي لا يمكنها أن تحقق عائدا ملائما إلا في وجود مؤسسات كبيرة حيث يكون من الصعب عليها المنافسة إلا في ظل حجم كبير من الإنتاج.

1.3.2.2 هيكل المنافسة لصناعة معينة: هناك صناعات احتكارية تميل إلى أن يتم تنظيمها، ويمكن أن تتميز

الصناعات التي تحتكرها القلة بأنها إما أن تكون ذات تصرفات تنافسية قاسية أو أن تكون تحت شعار الفلسفة الإدارية "عش وأترك غيرك يعيش"، أما الصناعات التي تعمل في ظل المنافسة فهي إما أن تكون مرتكزة على السعر أو غير مرتكزة عليه، فالمنافسة في السعر تحدث حينما يحاول المتنافسون في الصناعة الحصول على نصيب أكبر من السوق عن طريق خفض الأسعار، أما المنافسة التي لا تركز على السعر فهي تحدث عندما تقوم الشركات المتنافسة باستخدام دعاية الجودة والضمان والخدمة والعمل على راحة العملاء في محاولة لتمييز أنفسهم وجذب العملاء¹¹⁵.

2.3.2.2 القوى المؤثرة على المنافسة: يجب على الشركة أن تقوم بالبحث عن موقع تنافسي جيد في الصناعة

وذلك بفحص هيكل المنافسة الأساسي للصناعة التي تعمل فيها، ولهذا فإن المحلل الأساسي لظروف الصناعة يحتاج إلى تحديد هيكل (تركيبية) المنافسة في الصناعة ثم يفحص العوامل التي تحدد الموقف التنافسي النسبي

¹¹⁴ المرجع السابق، ص ص 171-172.

¹¹⁵ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 60 .

للشركات داخل الصناعة¹¹⁶. إن نظرة هيكل الصناعة أو ما يعرف بتحليل هيكل الصناعة ترجع إلى Porter ، وتقوم هذه النظرة على أساس أن الميزة التنافسية ما هي إلا دالة لعضوية المنظمة في قطاع الصناعة الذي تعمل فيه و الذي يمتاز بخصائص هيكلية مواتية. ويستخدم نموذج القوى الخمس التنافسية والذي قدمه Porter في تقييم وتحليل البيئة الصناعية، وفي إطار تحليله للبيئة التنافسية أشار Porter إلى خمس عوامل تعمل مع بعضها البعض كمحدد لنوع وطبيعة واتجاهات التأثير أو الضغوط على ربحية الشركات في الصناعة المعينة، وعندما تكون قوى وعوامل المنافسة مواتية أي في صالح الشركة فيقل الضغط أو التأثير السلبي على الربحية والعكس بالعكس¹¹⁷.

4.2.2 طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة

وذلك من خلال تحليل العلاقة بين حجم الطلب على المنتج ونصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى الكلي، كما ينبغي أن يمتد التحليل إلى معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب. ويمكن للمحلل أيضا أن يمتد بتحليل المنتج إلى محاولة التعرف على ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا. كذلك تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجي و ما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو تعتمد أكثر على الآلات¹¹⁸.

5.2.2 تأثير الحكومة:

ويقصد به مدى التدخل في شؤون الصناعة وقدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مستمرة تسهم في النهوض بالصناعة، فالأنظمة تختلف من دولة إلى أخرى، فإذا كانت الشركة تعمل في دولة ذات إجراءات صارمة فإن الشركة تحقق في كثير من الأحيان عائد أقل على الأصول وحقوق الملكية وينتج عن ذلك ربحية أقل لكل سهم وأسعار أسهم منخفضة، وأي تحسن في المناخ التنظيمي للشركة قد يزيد من سعر السهم لأن المستثمرين يتوقعون أرباح و عوائد أعلى للأسهم.

6.2.2 التحولات الاجتماعية:

تؤثر المتغيرات الاجتماعية على الاقتصاد والصناعات القائمة فيه وذلك من خلال التغيرات التي تطرأ على التركيبة السكانية وأسلوب المعيشة والقيم الاجتماعية، فهذه التغيرات يمكن أن تؤثر على أنواع الصناعات والمنتجات واستراتيجيات الشركات بغض النظر عن النمو الاقتصادي. ولذلك يهتم المحللون الماليون ب¹¹⁹:

- الإحصاءات والاتجاهات السكانية المختلفة لكل الأعمار وتحديد تأثيراتها المحتملة على الصناعات والشركات المختلفة؛

¹¹⁶ المرجع السابق، الصفحة نفسها.

¹¹⁷ عبد النبي محمد أحمد، مرجع سابق، ص ص 101-102.

¹¹⁸ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 172-173.

¹¹⁹ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 65.

- أسلوب المعيشة؛ أي كيفية قيام أفراد المجتمع بالعيش والعمل وتكوين الأسرة والاستهلاك والتمتع بالخدمات الترفيهية والتعليم والأذواق وكثافة السكان؛
- تحليل القيم الاجتماعية والدينية والأخلاقيات السائدة في المجتمع وكذلك الوعي البيئي والحقوق المدنية، ودور المرأة لأن لهذه الأمور تأثيرات مختلفة على الصناعة.

7.2.2 العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح:

من بين العوامل التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم نجد الأرباح (توزيعات الأرباح) فإذا ما حققت شركا ما أرباحا وتقرر توزيعها فإن ذلك سيؤثر إيجابا على أسعار الأسهم بحيث أنها ترتفع، في حين أن عدم توزيع الأرباح وخاصة إذا كان ذلك بسبب ضعف الشركة وعدم تحقيقها أرباح تؤدي إلى التأثير سلبا على أسعار الأسهم بحيث أنها تنخفض¹²⁰. ولذلك يجب على المستثمر معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة، فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للشركة فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئا، والعكس إذا كان سعر السهم أقل من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه وذلك في ضوء الأرباح المتوقع تحقيقها. وعليه فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الأسهم وخاصة على قيمتها السوقية، حيث أن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات أرباح ويفضلون احتجازها وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فإن المستثمرين الذين يفضلون توزيع الجزء الأكبر سوف يتوجهون إلى بيع أسهمهم من جهة، ومن جهة أخرى فإن انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استيلام دخول لا يرغبون بها، إلى جانب اضطرابهم للقيام بعملية إعادة الاستثمار لهذه الأموال، أي أن المساهمين الراغبين في توزيعات أرباح عالية سيشترون أسهما لشركات تقوم بتوزيعات أكبر في حين سيشتري المساهمين ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهما في الشركات من النوع الثاني وتؤثر الحالتين السابقتين على أسعار الأسهم بالارتفاع أو الانخفاض¹²¹.

3.2 أدوات تحليل الصناعة

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعا نجد تحليل دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة .

1.3.2 دورة حياة الصناعة

ويقصد بها دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، ويستهدف المحلل من دورة حياة الصناعة تحديد المرحلة التي تنتمي لها كل صناعة. وتتمثل المراحل الأساسية في دورة حياة الصناعة في المراحل التالية¹²²:

¹²⁰ المخيزيم عبد الرحمان " دور المدقق في التحقق من ممارسات و نتائج المحاسبة الإبداعية" ديوان المحاسبة، الكويت 2008، ص 17.
¹²¹ الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص ص 70-71.
¹²² الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 175-180.

- **مرحلة الظهور:** أي ظهور صناعة جديدة، وفي هذه المرحلة تكون المبيعات عند حدها الأدنى إما بسبب عدم التأكد بشأن المنتج أو بانتظار إدخال المزيد من التحسينات عليه، كما تتضاعف جهود البحث والتطوير في هذه المرحلة بهدف تحسين المنتج والإكثار من الحملات الإعلانية للتعريف بالمنتج الجديد.
 - **مرحلة النمو السريع:** وفيها تظهر نماذج مختلفة من المنتج ويزيد حجم المبيعات وبالتالي تترافق معه الأرباح، غير أن الجزء الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تكوين المزيد استثمارات أخرى، كما يميل الاتجاه في هذه المرحلة نحو الاقتراض لتدعيم الموارد الذاتية لمواجهة النقص في السيولة، وقرب نهاية هذه المرحلة تدخل منشآت جديدة فيزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، ويبدأ معدل نمو المبيعات في الانخفاض نتيجة لتشجيع نسبي للسوق بل وقد تجد بعض الشركات صعوبة في الاستمرار.
 - **مرحلة النضوج:** وتمثل نهاية سنوات النمو السريع في حجم مبيعات الصناعة، وفيها يكون السوق قد تشبع تماما ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل الكلي، ويصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة. ومن سمات هذه المرحلة أيضا اشتداد المنافسة السعرية مما يؤدي إلى انخفاض في هامش الربح وإن ظل حجم الأرباح ذاته في النمو، ولكن بمعدل أقل مما كان عليه في المرحلة السابقة. وتوفر الصناعة في تلك المرحلة قدرا لا بأس به من السيولة يستخدم في إجراء توزيعات نقدية أو في سداد القروض التي سبق أن حصلت عليها الصناعة في مرحلة النمو السريع.
 - **مرحلة الاستقرار أو الأفول (التراجع):** تختلف سمات المرحلة الأخيرة من صناعة إلى أخرى فقد تتسم تلك المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الأفول، أما الأرباح فتحقق قدرا من النمو لا يتجاوز معدل التضخم، غير أن الموقف قد يختلف في صناعات أخرى إذ قد تعرف تدهورا في عدد الوحدات المباعة وذلك إذا ما تعرض المنتج للتقادم نتيجة لظهور منتجات بديلة، وفي هذه المرحلة تتضاءل فرص الاستثمار المتاحة ويتوافر للصناعة قدر كبير من الموارد السائلة، أما بقاء الصناعة واستمرارها فيكون مرهونا بتوزيع خطوط إنتاجها وذلك بإدخال منتجات جديدة.
- فدراسة وتحليل دورة حياة الصناعة يجب على المستثمر توخي الحذر في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور نظرا للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار. أما الاستثمار في مرحلة النمو السريع يعد قرارا جيدا في أحوال كثيرة إلا أنه على المستثمر توخي الحذر وذلك لأن أسعار أسهمها يكون مبالغيا فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه، ويكون أفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت مرحلة النضوج أو الاستقرار رغم تميز عائداها بدرجة أقل من النمو.

2.3.2 التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة

يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع)، ومن

الأساليب الشائعة في التنبؤ نجد تحليل الانحدار المتعدد الذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (المتغير التابع) و العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة).

III. تحليل ظروف الشركة:

يهدف المستثمر من خلال تحليل ظروف الشركة إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على المنافسة مع الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأبرز في كل قطاع، وهذا بدوره يمكن المستثمر من التعرف على أي المتغيرات الايجابية أو السلبية التي قد تطرأ على الشركة فتؤثر في أسهمها صعوداً أو هبوطاً أو استقراراً. إن الهدف من تحليل ظروف الشركة هو تحديد سعر السهم العادل (الحقيقي) الذي ينبغي أن يباع به السهم وهو ما يهتم به المستثمرون في الأجل الطويل.

1.3 القوائم المالية

تمثل القوائم المالية المصدر الرئيسي للمعلومات المالية التي توفر للجهات الخارجية التي تهتم بأعمال الشركة، وتلخص عمليات الشركة عن فترة زمنية محددة وتظهر المركز المالي لها في وقت إعدادها، كما توضح نتائج الأعمال التي أدت إلى الوصول إلى هذا المركز المالي¹²³. وتهدف القوائم المالية إلى المساعدة في تقييم نواحي القوة المالية للشركة وتحديد ربحيتها والتوقعات المستقبلية لها. وتلخص القوائم المالية في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية)، وقائمة الدخل (جدول حسابات النتائج)، وقائمة التغيرات في حقوق الملكية، وقائمة التدفقات النقدية.

1.1.3 قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) Balance Sheet

هي عبارة عن مستند محاسبي يعطي نظرة شاملة عن ممتلكات الشركة في لحظة زمنية معينة¹²⁴، أي أنها تظهر المصادر والاستخدامات للشركة، فهي تشرح التوازن المالي وتسمح بدراسة التغيرات التي تحدث على ممتلكات الشركة وكذا وضعيتها المالية¹²⁵.

و تبرز الميزانية حالة الأصول والخصوم وكذا حقوق الملكية للشركة، إذ تتضمن الأصول المصادر المستعملة من قبل الشركة، أما جهة الخصوم فتتضمن التزاماتها وحقوق الملكية¹²⁶. وتبين الأصول نتائج قرارات الاستثمار السابقة بينما تبين الخصوم حق الملكية نتائج قرارات التمويل السابقة، وقد استمدت الميزانية اسمها من حقيقة أن جانبيها دائماً متساويان حيث أن الأصول تساوي مجموع كل من الخصوم حق الملكية.

¹²³ محمد محمود عبد ربه محمد "طريق إلى البورصة : مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية مصر، بدون سنة نشر، ص ص 132-133.

¹²⁴ Jonathan Berk /Peter Demarzo et al « Finance d'entreprise » pearson éducation France 2008, p 37

¹²⁵ Peyrard Josette « Analyse financière » 7^{ème} édition , p 67.

¹²⁶ Gitman Lawrence et AL « Investissement et marchés financiers » op.cit. p 300.

وتعتبر الميزانية العمومية القائمة الرئيسية ضمن القوائم المالية لما تشكله من توضيح للصورة التي يكون عليها نشاط الشركة بكل أقسامها وفروعها خلال فترة محددة، وتختلف بنودها حسب الأنشطة المختلفة ومتطلباتها، كما هناك معيار متعارف عليه لتصنيف وتبويب الحسابات الظاهرة في الميزانية بالرغم من اختلاف التسميات والتقسيمات وحسب درجة سيولتها تبدأ في الجانب الأيمن بالأصول النقدية ثم الأقل سيولة إلى أن ينتهي بالأصول الثابتة، أما الجانب الأيسر من الميزانية فيبدأ بالخصوم سريعة السداد فالتاليها (حسب درجة الاستحقاق) وهكذا تنتهي بحقوق المساهمين كرأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة¹²⁷.

ولقياس المركز المالي للمنشأة أهمية خاصة لدى جميع الفئات ذات العلاقة بها، فحملة الأسهم والمالكون حريصون على معرفة صافي حقوقهم في المنشأة، ويدرك المقرضون والدائنون أن قدرة المنشأة على الاستمرار وبالتالي قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاههم تكون مرهونة بمدى قوة أو ضعف مركزها المالي، وترتبط القوة أو الضعف بمصادر تمويل المنشأة فكلما انخفضت نسبة الديون في هيكل التمويل تكون نسبة الرفع المالي منخفضة فتزداد ملاءة المنشأة وتزداد قوة مركزها المالي والعكس بالعكس. وفيما يلي تعريف موجز لمحتويات الميزانية.

1.1.1.3 الأصول (الموجودات) Assets

تعرف الأصول على أنها منافع اقتصادية من المتوقع الحصول عليها مستقبلاً فهي مملوكة للشركة أو خاضعة لسيطرتها، وتكمن أهميتها في كونها سائلة (نقدية) في بعض بنودها وقابلة للتحويل السريع أو البطيء إلى نقدية في المستقبل القريب أو البعيد، كما أنها تقوم بتحقيق الإيرادات المستقبلية للشركة. وتعتبر الأصول في مجموعها عن استخدامات الأموال في الشركة، فهي تحدد القرارات الاستثمارية قصيرة الأجل من خلال بعض بنودها وكذلك القرارات الاستثمارية طويلة الأجل من خلال بنودها الأخرى، وتنقسم بشكل رئيسي إلى أصول متداولة وأصول ثابتة¹²⁸.

- **الأصول المتداولة Current Assets** : وتتضمن مجموع الأصول غير المخصصة للبقاء بصفة دائمة في المؤسسة¹²⁹، إذ تعبر عن أوجه الاستثمار قصيرة الأجل، وتتمثل في النقدية والأصول الأخرى التي يتوقع تحويلها إلى نقدية خلال دورة التشغيل أو خلال السنة المالية¹³⁰. إذن فتلك الأصول تستهدف الشركة من وراء اقتنائها تحقيق أرباح (أو خسائر). وتتمثل أهم عناصر الأصول المتداولة في: النقدية، الاستثمارات قصيرة الأجل، حسابات المدينين، والمخزون.

¹²⁷ النعيمي عدنان تايه / مهدي سعدون / سلام أسامة عزمي / موسى شقيري نوري " الإدارة المالية: النظرية و التطبيق " دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص 71.

¹²⁸ النعيمي عدنان تايه وآخرون، مرجع سابق، ص 73.

¹²⁹ Josette Peyrard ,op , cit, p 71.

¹³⁰ هادي رضا الصفار " مبادئ المحاسبة المالية: القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية " الجزء الثاني دار الثقافة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 77

- الأصول الثابتة Fixed Assets: وتتضمن كافة الأصول الضرورية لنشاط الشركة والتي لا تستهلك خلال دورة التشغيل العادية ولا تتحول إلى نقدية بسرعة، إذ يستغرق استهلاكها واستخدامها أكثر من فترة محاسبية واحدة، وتعتبر الأصول الثابتة على الجانب الأساسي لممتلكات الشركة والتي على أساسها تعتمد التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات والأرباح)¹³¹. ويتم تقسيم الأصول الطويلة الأجل لأغراض متطلبات التحليل المالي إلى خمسة مجموعات هي: الأصول الثابتة المادية (الملموسة)، الأصول الثابتة غير الملموسة (غير المادية)، النفقات المؤجلة أو مصاريف التأسيس، الاستثمارات الطويلة الأجل، وأصول أخرى طويلة الأجل.

2.1.1.3 Liabilities الخصوم

تمثل الخصوم المبالغ التي تلتزم الشركة بتسديدها مستقبلاً مثل سداد المبالغ التي سبق وإن اقترضتها أو لدفع قيمة السلع والخدمات التي حصلت عليها للوفاء بالتزاماتها، وتمثل خصوم الشركة في جوهرها المطلوبات تجاه أصولها. ويمكن تقسيم الخصوم أو الالتزامات المستحقة على الشركة إلى فئتين هما: الخصوم القصيرة الأجل والخصوم الطويلة الأجل، ويجب الانتباه إلى ضرورة البحث في مفردات الخصوم طويلة الأجل لمعرفة المدة المتبقية على استحقاق كل جزء، وعندما تكون هناك بعض الديون التي لم يبق على استحقاقها أكثر من عام يجب تنزيلها من الخصوم طويلة الأجل وإضافتها إلى الخصوم قصيرة الأجل لأغراض التحليل المالي¹³².

- الخصوم قصيرة الأجل: وهي عبارة عن التزامات مستحقة على الشركة واجبة السداد خلال فترة زمنية قصيرة غالباً ما تكون خلال الفترة التشغيلية الواحدة¹³³، و عادة ما تتضمن ما يلي¹³⁴: الدائنين، القروض أو الذمم الدائنة، وخصوم متداولة أخرى.

● الخصوم طويلة الأجل: وهي الديون التي يستحق سدادها خلال فترة زمنية تزيد عن عام مالي واحد مثل السندات وأوراق الدفع الطويلة الأجل مع الأخذ في الاعتبار أنه يجب استبعاد قيمة الأقساط المستحقة سنوياً لسداد تلك الديون من عناصر الخصوم طويلة الأجل حيث أنها ستطلب أصول متداولة للوفاء ولذلك يتم إدراج تلك الأقساط ضمن الخصوم المتداولة.

3.1.1.3 Owners Equity حقوق الملكية

وتتمثل في الفرق بين إجمالي الأصول والخصوم للشركة وتنقسم إلى قسمين هما رأس مال المساهمين - والذي يتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة - والأرباح المحتجزة والتي تتمثل في تراكم الأرباح التي لم يتم

¹³¹Jonathan Berk /Peter Demarzo et al.op. cit. p 38.

- الشنطي أيمن/ شقر عامر " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي " دار البداية للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2007، ص 130.

¹³²حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية، مصر 2005، ص 131.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 245.

¹³³عدنان تائه النعيمي و آخرون، مرجع سابق، ص 74.

¹³⁴مؤيد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح " تحليل القوائم المالية: مدخل نظري تطبيقي " دار الميسرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2006، ص

توزيعها¹³⁵. وبصفة عامة تتكون مجموعة حقوق المساهمين في الميزانية العمومية من أسهم رأس المال وعلاوة الإصدار والأرباح المحتجزة وهي تمثل الحقوق المتبقية في الأصول بعد طرح قيمة الخصوم وتتكون حقوق المساهمين من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

2.1.3 قائمة الدخل Income Statement (جدول حسابات النتائج)

وهي عبارة عن تقرير مالي يقيس أداء المشروع عن فترة معينة و يشار إلى هذه القائمة بقائمة الأرباح والخسائر، فهي تبرز الأرباح التي حققتها الشركة من جراء استغلال الموارد المتاحة، وتتمثل نتيجة هذه القائمة في الدخل الصافي خلال الفترة، وعادة ما يهتم المستخدمون بتلك القائمة للحكم على ربحية الشركة. وتقدم قائمة الدخل للمستثمرين والمقرضين والدائنين وفتات أخرى معلومات عن الربحية وقيمة الاستثمار والكفاءة الائتمانية مما يساعدهم في اتخاذ القرارات المتعلقة بما يلي¹³⁶:

- تقييم أداء الشركة الماضي والتمكين من المقارنة بأداء الفترات الأخرى لنفس المنشأة أو مقارنة هذا الأداء مع ما حقته الشركات المنافسة؛
- توفير مؤشرات مالية تمكن من التنبؤ بالأداء و الربحية المستقبلية للمنشآت؛
- المساعدة في تقييم المخاطر و عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

1.2.1.3 عرض قائمة الدخل طبقاً لأغراض التحليل المالي

إن تصوير قائمة الدخل يتعين أن يراعى فيه تقييم المصروفات على أساس وظيفي وتقييم الإيرادات حسب مصادره، كما يجب تحديد نتائج الأعمال من ربح أو خسارة بحيث يتم الفصل في الأنشطة لتحديد الربح العادي الناتج عن نشاط الشركة الرئيسي والربح غير العادي الذي يتحدد من الأنشطة غير المتكررة. وتتمثل عناصر قائمة الدخل فيما يلي¹³⁷:

- **مجمّل الربح (الإيرادات):** ويعبر بمجمّل الربح عن الهامش الذي تزيد به إيرادات المبيعات عن تكلفتها ويؤثر على كمية المبيعات والسعر وتشكيلة المبيعات، و يتعين على المحلل المالي أن يتحرى ويوضح بشكل منفصل أسباب التغير في مجمّل الربح بين عدة فترات زمنية أو بين الشركات المماثلة. وتظهر عناصر مجمّل الربح في البنود التالية: صافي المبيعات، وتكلفة المبيعات.
- **صافي الربح من النشاط التشغيلي:** ويمثل صافي الربح المحقق من النشاط العادي بعد أن يتم خصم كافة المصاريف المرتبطة بنشاط الشركة العادي من مجمّل الربح، وعلى ذلك يمثل ذلك المتغير مدى نجاح الإدارة في

¹³⁵ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4ème edition, p 53.

¹³⁶ مطر محمد / السويطي موسى، مرجع سابق، ص 217.

¹³⁷ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 272-276.

- أبو زيد محمد مبروك، مرجع سابق، ص 86.

- مؤيد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح، مرجع سابق، ص 31.

تنفيذ سياساتها في تحقيق الأهداف المخططة، كما يعتبر ذلك الرقم من أكثر المؤشرات أهمية وفعالية في مجال تقييم الشركة ككل. وتتضمن تلك المصاريف مجموعتين أولها: مصاريف البيع والتوزيع وتتضمن جميع المصاريف بشكل مباشر مثل أجور العاملين وعمولات البيع والتوزيع ومصاريف التسويق بالإضافة إلى مخصصات إهلاك الآلات المستخدمة في إدارة البيع والأعباء المترتبة على قرارات تدخل ضمن مسؤوليتها كالديون المعدومة ومخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، وتمثل المجموعة الثانية في المصاريف الإدارية والعمومية وتتضمن جميع مخصصات الإهلاك للأصول الثابتة ذات الاستخدام الإداري، أو الأصول الثابتة ذات الاستخدام العام التي لا يمكن تخصيصها بدقة على نشاط معين فضلا عن جميع المصروفات التي تخص إدارة الشركة والتكاليف المترتبة على قرارات تدخل ضمن مسؤولية الإدارة.

● **صافي الدخل قبل تضمين الإيرادات والمصروفات غير العادية:** يعبر صافي الدخل قبل الضرائب عن صافي الربح بعد خصم جميع الأعباء المترتبة على النشاط العادي وبعد تعديله بالإيرادات والمصروفات المرتبطة بالتمويل، ويعبر ذلك الرقم عن مدى كفاءة الإدارة في استثمار أموال الشركة من المصادر الداخلية والخارجية، وكمثال على تلك المصروفات فوائد القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والخصم المسموح به، أما الإيرادات فتتمثل في إيرادات الاستثمار من أوراق مالية وإيجار العقارات والخصم المكتسب. ولا شك أن مبرر فصل مصاريف إيرادات التمويل عن مصاريف وإيرادات النشاط العادي يتمثل في إمكانية تسهيل إجراء المقارنات بين الشركات التي تختلف في طرق تمويلها بحيث يؤثر عبء التمويل على رقم صافي الربح من النشاط الجاري. ومن ثم تحقق إمكانية المقارنة مع الشركات الأخرى التي تعتمد على التمويل الداخلي، كذلك يمكن إجراء المقارنات بين ربحية الاستثمارات في أنشطة الشركة بتكلفة الإقتراض لو كان الجزء من الأموال المستثمرة بالشركة من مصادر خارجية، كذلك يمكن للمحللين الماليين من مقارنة ربحية الاستثمار داخليا بالعائد من استثمارات بعض الأموال خارج الشركة.

● **صافي الدخل قبل الضرائب وبعد الضرائب:** وتضم العناصر غير المتكررة أو غير العادية على النحو التالي:

- خسائر أو مصاريف غير متكررة كالخسائر الرأسمالية المحققة من بيع أصول ثابتة أو استبدالها، وخسائر أصول غير مؤمن عليها، وتعديل مصروفات سنة سابقة كزيادة مخصصات الضرائب وتعويضات قضايا لا تمس النشاط العادي للشركة.
- إيرادات أو أرباح غير متكررة كالأرباح الرأسمالية المحققة من بيع أو استبدال أصول ثابتة، استرداد مصروفات سنوات سابقة، استرداد ديون سبق إعدادها، وتأمين محصل يزيد عن قيمة الأصل المؤمن عليه.
- وبإضافة أو استبعاد تلك المصروفات والإيرادات من صافي الدخل قبل تلك العناصر المتكررة يتم الحصول على صافي الدخل قبل الضريبة.

وباستبعاد مخصصات الضرائب من ذلك الرقم يتم الحصول على صافي الدخل بعد الضريبة، ويمثل مخصص الضرائب المبلغ المحتجز من إيرادات الشركة سواء كانت عادية أو غير عادية للوفاء بمتطلبات القوانين الضريبية.

● **عائد السهم العادي:** وهو آخر بند يظهر في قائمة الدخل الصادرة عن شركات المساهمة والمنشآت التي يتم تداول أسهمها في البورصة، وقد أوصى به المعيار الدولي المحاسبي رقم 33 حيث طالب بضرورة عرض عائد السهم العادي في قائمة الدخل¹³⁸.

3.1.3 قائمة الأرباح المحتجزة Statement of Retained Earning

عادة ما يتم إعداد قائمة الأرباح المحتجزة بالارتباط مع قائمة الدخل، و تعد قائمة الأرباح المحتجزة تصويراً شاملاً للتغيرات التي حدثت في الأرباح خلال العام، فهي توضح قيمة الأرباح المستبقاة بالشركة عاماً بعد آخر ولم يتم توزيعها على المساهمين أو يتم إضافة نتيجة نشاط الشركة قبل عام من الربح أو خسارة إلى الأرباح المحتجزة من السنوات السابقة، ثم يتم خصم التوزيعات المقترحة للعام الحالي و الرصيد المتبقي بعد ذلك يمثل الأرباح المحتجزة التي تظهر بالميزانية ضمن حقوق المساهمين. و بعد تحديد أرباح أو خسائر الشركة في قائمة الدخل يتم تحويل تلك الأرباح أو الخسائر إلى قائمة الأرباح المحتجزة و تبدأ تلك القائمة بإظهار الرصيد المحتجز من أرباح السنوات السابقة ثم تضاف (أو تخصم) أرباح (أو خسائر السنة الحالية) و تخصم أيضاً أية توزيعات للأرباح دفعت أو أعلن عنها خلال السنة كما تتضمن تلك القائمة أيضاً الاحتياطات¹³⁹.

4.1.3 قائمة التدفقات النقدية Cash-Flows Statement

تعرف قائمة التدفقات النقدية بأنها قائمة توضح النقدية المحصلة والنقدية المدفوعة من خلال الشركة، فهي تبرز من أين أتت النقدية وأين أنفقت وذلك خلال فترة زمنية معينة. إذ فهذه القائمة تسمح بملاحظة ومتابعة التغيرات التي تطرأ على نقدية الشركة من خلال عملية التشغيل فهي تسمح للمستثمرين والدائنين والأطراف الأخرى المهتمة بالتعرف على ما يحدث لأهم مورد من الموارد السائلة للشركة وهي النقدية، بالإضافة إلى فهم إستراتيجية الاستثمار والتمويل، وبالتالي الكشف عن قدرة الشركة على سداد مستحققاتها¹⁴⁰. وتبدو أهمية قائمة التدفقات النقدية والتي توضح أثر عمليات الشركة المختلفة (تشغيلية واستثمارية و تمويلية) على تدفقاتها النقدية عن الفترة التي تعد عنها بأكملها بغرض تقييم قدرة الشركة على توليد النقدية والحكم على سيولتها ومدى

¹³⁸ مؤيد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح ، مرجع سابق، ص ص 35-36.

¹³⁹ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 270-271.

¹⁴⁰ Josette Peyrard . op. cit, p173

¹⁴⁰ Gitman Lawrence et Al . op.cit. p 302.

- الشرقاوي مسعد محمود " مبادئ المحاسبة المالية" المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر، الجزء الأول 2007، ص ص 345-346.

مرونتها المالية. كما تقدم قائمة التدفقات النقدية إجابات عن الأسئلة التالية: ما هي مصادر النقدية أثناء الفترة؟ ما هي الأوجه التي استخدمت فيها النقدية أثناء الفترة؟ ما هو التغير في رصيد النقدية أثناء الفترة؟

• أسس تبويب المعلومات في قائمة التدفقات النقدية

ينبغي على كل شركة أن تعرض تدفقاتها خلال الفترة مبنية على أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل بالطريقة التي تكون ملائمة لأعمالها، حيث يوفر التبويب حسب النشاط المعلومات التي تسمح لمستخدمي القوائم المالية بتقدير أثر تلك الأنشطة على المركز المالي للشركة والأرصدة النقدية وما في حكمها. ويتم تبويب التدفقات بين الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية كما يلي¹⁴¹:

• **التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية:** إن أول خطوة يتم إتباعها هي معالجة التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية و الطريقة المعتادة في الإعداد هي بداية من النتيجة الصافية للمؤسسة بعدها يتم إضافة أو حذف كل العناصر التي من شأنها تغيير النتيجة الصافية. ويساعد الإفصاح عن بيانات التدفقات النقدية الناتجة من أنشطة التشغيل في تقييم السياسة المالية للشركة وبيان قدرتها على سداد القروض والمحافظة على القدرة التشغيلية للشركة والقيام باستثمارات جديدة دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية، وكذا بيان حجم النقدية المتولد نتيجة ممارسة الشركة لنشاطها الأساسي، وسداد التوزيعات على الأسهم وإعطاء مؤشر للحكم على التوزيعات المستقبلية، كما يعتبر الإفصاح المستقبلي عن التدفقات النقدية الذي يمثل زيادة في طاقة التشغيل، والتدفقات النقدية المطلوبة للمحافظة على طاقة التشغيل مفيدا في تمكين مستخدمي القوائم المالية من تحديد ما إذا كانت الشركة تستثمر بشكل كاف في مجال صيانة طاقتها الإنتاجية أو لا. فالتدفقات النقدية التي تنشأ من أنشطة التشغيل تتمثل بصفة رئيسية في الأنشطة الإنتاجية المولدة للدخل و التي تنتج بصفة عامة من المعاملات والأحداث المحددة لنتيجة العام من ربح أو خسارة، ومن أمثلة ذلك المتحصلات النقدية من العملاء ومن أرباح الأسهم والفوائد والمتحصلات التشغيلية الأخرى مثل التسويات التأمينية والقضائية والأموال المستردة من الموردين (إن وجدت)، والمدفوعات النقدية للأجور والسلع والخدمات المستلمة، بالإضافة إلى الفوائد المدفوعة والضرائب المدفوعة، وكذا المدفوعات النقدية التشغيلية الأخرى والمبالغ التي يتم ردها للعملاء....

كما تستخدم التدفقات النقدية من التشغيل كمؤشر على صدق الربحية، فصافي التدفق النقدي السالب من التشغيل يشير بداية إلى عمليات التشغيل المستخدمة للنقدية وليست منتجة للنقدية كما هو متوقع في الظروف العادية، وتؤدي التدفقات النقدية السالبة من التشغيل والمصاحبة لوجود صافي الربح إلى الحكم على

¹⁴¹ Jonathan Berk /Peter Demarzo et al « Finance D'entreprise » . op. cit. p p 57,59.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 282-286 .
- محمد مطر/ محمد السويطي، مرجع سابق، ص 264.
- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 204، 209-210 .

أن هذا الربح من نوعية رديئة وأنه من المحتمل أن تكون الشركة قد استخدمت المرونة المتاحة لها في الاختيار بين الطرق المحاسبية أو تغيير الطرق المستخدمة للوصول إلى رقم صافي الربح بغرض إظهار نتائج أعمال الشركة في صورة أقوى من الحقيقة. هذا من ناحية ويضاف إلى ذلك من ناحية أخرى أن التدفقات النقدية السالبة من التشغيل تشير إلى أن الشركة في حاجة ماسة إلى تدبير نقدية من أنشطة الاستثمار (بيع أصول ثابتة أو تصفية استثمارات مالية) و هو ما ينعكس سالباً على احتمالات النمو المستقبلية للشركة، والحصول على نقدية من خلال أنشطة التمويل مثل الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة وهو ما يولد ضغطاً على إيراداتها المستقبلية.

● **التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:** يقصد بالأنشطة الاستثمارية الأنشطة التي تتضمن اقتناء واستبعاد الأصول طويلة الأجل والاستثمارات الأخرى التي لا تدخل في حكم النقدية، ويعتبر الإفصاح عن التدفقات النقدية الناشئة من أنشطة الاستثمار هامة لمستخدمي القوائم المالية حيث يوفر لهم المعلومات عن:

- قيمة ما أنفقتة الشركة على الاستثمارات طويلة الأجل سواء كانت في شكل أوراق مالية أو استثمارات في شركات تابعة لها مما يعطي احتمالات زيادة الأرباح في المستقبل.
 - قيمة الإنفاق الاستثماري المتعلق بشراء أصول ثابتة جديدة أو لاستبدال أصول قائمة أو التوسع في الطاقة الإنتاجية المتاحة مما يعطي مؤشر لاحتمالات النمو في المستقبل.
 - الأصول الثابتة التي تم التخلص منها وكذا الاستثمارات طويلة الأجل الأخرى و النقدية المحصلة في مقابل ذلك مما يعطي مؤشر لاحتمالات الانكماش أو انخفاض الأرباح مستقبلاً.
- فالنشاط الاستثماري يتأثر بالتدفقات النقدية المتعلقة بالاستثمارات طويلة الأجل والاستغناء عنها وكذلك بإصدار وتحصيل القروض طويلة الأجل. إذن فهي مقبوضات أو مدفوعات شراء أو بيع ، الدفع أو التحصيل ومن أمثلة ذلك :

- المدفوعات النقدية لشراء أصول ثابتة وأصول غير ملموسة، ولشراء أسهم أو سندات وحصص الشركات المشتركة والعقود الآجلة، بالإضافة إلى المدفوعات النقدية والقروض الممنوحة لأطراف أخرى؛
 - المقبوضات النقدية من بيع أصول ثابتة وأصول غير ملموسة، ومن بيع أسهم أو سندات وحصص الشركات المشتركة والعقود الآجلة، بالإضافة إلى المقبوضات النقدية من تحصيل النقدية و القروض.
- وعليه تستخدم التدفقات النقدية من الاستثمار كمؤشر لاحتمالات النمو أو الانكماش المستقبلية، فصافي التدفق النقدي السالب من أنشطة الاستثمار يشير إلى احتمالات نمو مستقبلية واحتمالات زيادة في الأرباح لأنه يعبر عن زيادة في الأصول الثابتة وزيادة الاستثمارات المالية وما تحمله من احتمالات الحصول على فوائد وأرباح في المستقبل، وعلى العكس من ذلك فإن صافي التدفق النقدي الموجب من أنشطة الاستثمار يشير إلى أن الشركة تلجأ إلى تسهيل أصولها الثابتة واستثماراتها المالية وما يحمله ذلك من

احتمالات الانكماش وتخفيض للطاقة الإنتاجية وتخفيض العائد من استثماراتها المالية وهو ما يمثل احتمالات انخفاض صافي الدخل في المستقبل.

- **التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية:** يقصد بالأنشطة التمويلية الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والاقتراض بالشركة. وتمثل أهمية الإفصاح عن التدفقات النقدية المتعلقة بهذا النشاط في أنها توفر معلومات لمستخدمي القوائم المالية تتعلق بالأمور التالية:
 - التعرف على مصادر التمويل التي حصلت عليها الشركة خلال الفترة سواء كانت في شكل قروض أو إصدار أسهم أو سندات، وقيمة كل من تلك المصادر باستخدام القروض قصيرة الأجل؛
 - التنبؤ باحتياجات الشركة من التدفقات النقدية المستقبلية؛
 - التعرف على المبالغ المدفوعة لسداد القروض والسندات وتوزيعات الأرباح وغيرها.
- مما سبق يتضح أن مصادر ذلك النشاط تتمثل إما في زيادة حقوق الملكية من خلال إصدار أسهم جديدة أو في الحصول على قروض طويلة الأجل، أما الاستخدامات فتتمثل في المدفوعات النقدية إلى المساهمين وتوزيعات الأرباح أو إعادة شراء أسهم الملكية (أسهم خزانة وسداد قيمة القروض).

2.3 التحليل المالي

يطلق على تحليل القوائم المالية مصطلح " التحليل المالي " و يمكن تعريفه على أنه¹⁴² "مجموع الأدوات التي تسمح بمعرفة الوضعية المالية السابقة والحالية للشركة لمساعدة متخذ القرار في تسيير وتقييم الشركة"، وينظر إلى التحليل المالي بأنه¹⁴³ "عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة وتحويل الكم الهائل من البيانات التاريخية المدونة بالقوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات تستخدم في عملية اتخاذ القرار و في تقييم أداء الشركات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه النتائج في المستقبل".

ويعد التحليل المالي وسيلة فعالة حيث يهتم بجمع البيانات والمعلومات المالية وتصنيفها في قوائم متناسقة يتبعها دراسة تحليلية وتفصيلية للبيانات المالية والارتباط فيما بينها، وإثارة الأسئلة حول مدلولات هذه العلاقات في محاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه البيانات بالكيفية التي هي عليها بهدف اكتشاف نقاط الضعف و القوة التي تسيطر على الشركة حتى يتم وضع خطط مستقبلية تعمل على تجاوز نقاط الضعف وتعزيز نقاط القوة¹⁴⁴.

¹⁴² Josette Peyrard « Analyse Financières » op.cit, p03.

¹⁴³ عيشة حسن سمير " التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك " مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 21.

¹⁴⁴ Gitman Lawrence et Al .op.cit. p 299.

- الشنطي أيمن/ شقر عامر، مرجع سابق، ص ص 125-126.

- وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص 21.

ويحتاج كل من المساهمين الحاليين والمستقبليين وكذا الدائنين للتحليل المالي، فبالنسبة للمساهمين فالتحليل المالي يقيس مدى قدرة الشركة على خلق القيمة، فهم يركزون على قيمة السهم وصولاً إلى اتخاذ قرار الشراء أو البيع لهذا السهم، أما بالنسبة للدائنين فالتحليل المالي يقيس قدرة الشركة على دفع التزاماتها وكذا سيولتها، بمعنى قدرتها على مواجهة التزاماتها وقدرتها على دفع ديونها في الوقت المحدد¹⁴⁵.

وتنبع أهمية تحليل القوائم المالية من تعدد الفئات التي تستخدم القوائم المالية ونتائج تحليلها، ويتوقف مدى اتساع تحليل القوائم المالية بشكل عام على طبيعة البيانات المتاحة للمحلل من حيث الكم والنوع إضافة إلى الفترة الزمنية التي يغطيها التحليل (فترة قصيرة أو طويلة)¹⁴⁶. ويساعد تحليل القوائم المالية المحلل المالي على فهم ماهية الشركة وإلى أين تتجه؟ وما هي العوامل التي تؤثر فيها؟ وكيف تؤثر هذه العوامل فيها؟

IV. التحليل باستعمال النسب المالية

ظهرت النسب المالية كأحد الأدوات التي تفيد في تفسير و تحليل محتويات القوائم و التقارير المالية بهدف خدمة المستثمرين وغيرهم من الأطراف المستفيدة (الدائنين، البنوك،...) عند اتخاذ مختلف قراراتهم الاقتصادية، حيث تمثل مؤشرات تساعد في تقييم الأداء و الحكم على مجهودات إدارة الشركة في تحقيق الأهداف المخططة و الحكم على المركز المالي (قدرتها على سداد الالتزامات) سواء من حيث درجة السيولة وهيكل الترتيب الرأسمالي للمنشأة، بالإضافة إلى المساعدة في التنبؤ بالوضع المالي للشركة و مقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية.

1.4 تعريف النسب المالية

تعرف النسب المالية بأنها¹⁴⁷ "علاقة بين رقمين ونتاج هذه المقارنة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى متفق عليها، حيث تسمى هذه النسبة المتفق عليها بالنسبة المرجعية أو نسبة الصناعة التي تنتمي إليها الشركة". ولما كانت النسب المالية تمثل علاقة بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية فإنه يجب اختيار البنود ذات الدلالة والارتباط، وإن عملية اشتقاق النسبة أو إيجادها رياضياً قد تبدو سهلة لأنها حاصل قسمة عددين ولكن الأهم من ذلك هو تفسير الناتج وأن يكون ذا دلالة ومعنى، ولا يساء فهم تلك النسب ويغالى في تقدير أهميتها. وتحليل النسب يمكن أن يكشف عن العلاقات إلى جانب أسس المقارنة التي تكشف عن الظروف والاتجاهات التي لا يكون من الممكن رصدها من فحص المكونات الفردية للنسبة، ولأن النسب مثل أدوات التحليل الأخرى ذات توجه مستقبلي فإن المحلل يجب أن يكون قادراً على تسوية وضبط الأمور المتصلة أو الموجودة في علاقة ما لتتلاءم مع شكلها وحجمها المحتمل في المستقبل، كما يجب عليه أيضاً أن يتعرف على العوامل المؤثرة على تلك النسب في المستقبل.

¹⁴⁵ Vernimme Pierre « Finance d'entreprise » op.cit. p p 177-178.

¹⁴⁶ نور عبد الناصر إبراهيم / صيام وليد زكريا / الخداح حسام الدين مصطفى " أصول المحاسبة المالية" الجزء الثاني دار الميسرة للنشر و التوزيع والطباعة عمان الأردن ، الطبعة الثانية 1999 ، ص 311.

¹⁴⁷ نورعبد الناصر إبراهيم و آخرون، مرجع سابق، ص 321.

2.4 تفسير النسب

يجب أن يتم تفسير النسب بعناية وحرص شديد نظرًا لأن العوامل المؤثرة على البسط قد ترتبط بتلك العوامل المؤثرة على مقام النسبة، فعلى سبيل المثال يمكن تحسين نسبة مصاريف التشغيل إلى المبيعات عن طريق خفض التكاليف التي تعمل على تحفيز وتنشيط المبيعات وإذا ترتب على خفض التكاليف خسارة في المبيعات أو تخفيض حصة الشركة في السوق فإن هذا التحسن الظاهر في النسبة قد يكون له في الواقع تأثير عام ضار على الإمكانيات المستقبلية للشركة و يجب تفسير النسبة بناءً على ذلك.

إن النسبة على غرار معظم العلاقات الأخرى في التحليل المالي غير هامة أو ذات دلالة في حد ذاتها وإنما يتم تفسيرها من خلال استخدام النسب المالية لاستعراض الاتجاه بين الفترات المالية لنفس الشركة ولمقارنة الشركة مع الشركات الأخرى العاملة في نفس الصناعة، كما تستخدم النسب المالية لمقارنة الشركة ببعض النسب المعيارية أو المحددة مقدماً، وكذا لمقارنة بيانات الشركة الحالية مع نسب التنبؤات المستقبلية¹⁴⁸.

3.4 أنواع النسب المالية

يمكن وضع عدد كبير من النسب من خلال الربط بين الأرقام الموجودة في القوائم المالية لشركة معينة ويوجد لبعض النسب التطبيق عام في التحليل المالي بينما يوجد للبعض الآخر استخدامات محددة في ظروف معينة أو في صناعات محددة، كما تساعد النسب المالية المستثمرين على تقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية، ويوجد عدد كبير من النسب المالية يمكن حصر أهمها في النسب التالية:

1.3.4 نسب السيولة (نسب قياس القوة المالية) Liquidity Ratio

هي مجموعة النسب التي تقيس قدرة الشركة على تأمين المدفوعات الدورية المتعلقة بعمليات التشغيل وسداد الالتزامات القصيرة الأجل في موعد استحقاقها¹⁴⁹ بالنقدية المتاحة وذلك من خلال الأصول المتداولة والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة¹⁵⁰. ونظراً لأن السيولة ذات أهمية كبرى بالنسبة لدائني الشركة فإن نقطة البداية بالنسبة للمستثمر المحتمل في أسهم الشركة هي التركيز على هذه النقطة حيث تشير مؤشرات السيولة إلى الصعوبة أو السهولة التي يمكن للشركة مقابلة التزاماتها الجارية عند أجل الاستحقاق¹⁵¹. وتعد نسب السيولة مؤشر لمدى احتمال تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس التي قد تنجم عن فشلها في سداد ما عليها من التزامات، ومن أبرز نسب السيولة نجد:

- **نسبة التداول:** تظهر درجة تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة وبالتالي فإنها تعمل على قياس التوازن المالي أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات القصيرة الأجل والمصادر القصيرة الأجل، أي أن يكون لدى

¹⁴⁸ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية " مرجع سابق، ص 72.

¹⁴⁹ Gitman Lawrence et al op.cit.p 307.

¹⁵⁰ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 238

¹⁵¹ حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية 2005، ص 271.

الشركة المقدرة المالية لمواجهة الالتزامات المالية فوراً مع ضمان استمرار النشاط¹⁵². وتتميز نسب التداول باستعمالها الشائع لقياس اليسر المالي في الأمد القصير فقد قبلت كمقياس عام للسيولة لأنها تقدم أفضل مؤشر منفرد عن مدى تغطية الالتزامات المستحقة بواسطة الموجودات السائلة وشبه السائلة، والتي تتكون من النقد أو التي يمكن تحويلها إلى نقد في مواعيد تتفق مع تواريخ استحقاق هذه الالتزامات¹⁵³. وينظر المحللون إلى تدني نسبة السيولة بقلق لكونه مؤشراً لمشكلات في التدفق النقدي على المدى القصير قد يؤدي إلى إفلاس الشركة، أما ارتفاعها فيعني زيادة في قيمة الموجودات المتداولة المتحررة من مطالبات الدائنين القصيرة الأجل الأمر الذي يعني وضعاً أكثر أماناً بالنسبة للدائنين قصيري الأجل، ولكن يجب أن لا ينظر بارتياح إلى الارتفاع غير العادي في هذه النسبة لأنه قد يعني إما نقداً معطلاً أو زيادة عن الحجم المناسب من البضاعة أو ارتفاعاً غير مبرر في حجم الديون بسبب البطء في تحصيلها، وهذه الأمور جميعها مظاهر لسوء إدارة السيولة¹⁵⁴. ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالصيغة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

و النسبة المتعارف عليها بالتحليل المالي هي 2 مرة أي أن الأصول المتداولة يجب أن تكون على الأقل ضعف الخصوم المتداولة وكلما كانت هذه النسبة أكبر كلما كانت السيولة أعلى و العكس صحيح.

- **نسبة التداول السريعة:** لاختبار قدرة الشركة السريعة لسداد التزاماتها الجارية يتم حساب نسبة التداول السريعة على النحو التالي:

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول الأكثر سيولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{النقدية} + \text{الأوراق المالية} + \text{المدينين} + \text{أوراق القبض}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

توضح تلك النسبة درجة السيولة السريعة للمنشأة في وقت معين وهي تقيس اختبارات القدرة على مواجهة الطلبات الفجائية لتغطية الالتزامات باستخدام أصول سريعة التداول، وتعتبر النسبة المتوسطة للصناعة هي مرة واحدة (1 مرة)، وكلما كانت هذه النسبة أكبر كانت السيولة أعلى والعكس صحيح.

- **نسبة السيولة النقدية:** وهي توضح مقدار النقدية المتاحة لدى الشركة في وقت معين لمقابلة الالتزامات القصيرة الأجل وتختلف تلك النسبة عن نسبة التداول أو نسبة التداول السريعة حيث أنها تهتم بالنقدية وما في حكم النقدية من استثمارات في الأوراق المالية. وتستخدم تلك النسبة للتعبير عن مدى كفاية الأصول النقدية السائلة والقابلة للتسييل بسهولة في العام القادم دون الاضطرار إلى بيع أصول متداولة أخرى، وتظهر هذه النسبة في المعادلة التالية:

¹⁵² منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 72.

¹⁵³ الزبيدي حمزة محمود " التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل " مؤسسة الوراق للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية 2011، ص 113.

¹⁵⁴ مفلح محمد عقل "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي" مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص 313.

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{النقدية بالصندوق و البنوك + الاستثمارات قصيرة الأجل}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

و تعتبر تلك النسبة مؤشرا للسيولة لا تأخذ في الحسبان كل من حسابات العملاء و أوراق القبض والمخزون، أي أن تلك النسبة تتميز بأنها لا تتعرض لأي تغير ومن ثم تعتبر أكثر تشددا من كل من نسبة التداول ونسبة السيولة¹⁵⁵.

- **رأس المال العامل:** يمثل رأس المال العامل الفرق بين الأصول المتداولة و الخصوم المتداولة، فهو يعبر عن صافي الأصول المتداولة والتي سوف تكون متاحة لدعم عمليات التشغيل المستمرة التي تقوم بها الشركة هذا إذا كانت كل الأصول المتداولة يمكن تحويلها إلى نقدية بنفس قيم الميزانية الخاصة بها واستخدامها لتلبية الالتزامات المتداولة، و تكون معادلة قياس رأس المال العامل كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{أصول متداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

ويمثل رأس المال العامل الجزء المتحرر من الموجودات المتداولة من سلطان المطلوبات وهذا الجزء عبارة عن هامش الأمان المتاح للديون القصيرة الأجل على المؤسسة.

ويعتبر رأس المال العامل مؤشر السيولة في صورة قيم مطلقة، في حين تمثل نسبة التداول مؤشر نسبيا للسيولة وتشير نسبة التداول المرتفعة (أو المبلغ الكبير لرأس المال العامل إلى السيولة الجيدة و تظهر إمكانية سداد الخصوم المتداولة في الوقت المحدد لها، وعلى الرغم من ذلك فإن النسبة المرتفعة للغاية ربما تشير إلى استخدام غير منتج للموارد أو أن الأصول يجب أن تستخدم بصورة أكثر فعالية¹⁵⁶.

2.3.4 نسب النشاط (نسب إدارة الأصول أو نسب مقاييس الكفاءة) Activity Ratio

تقيس نسب النشاط كفاءة إدارة الأصول، أي تقيس مدى قدرة الإدارة على توليد المبيعات مما لديها من أصول. وتكشف مقارنة نسب النشاط للشركة مع مثيلاتها للصناعة عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم، فالاستثمار الزائد عن الحاجة يمثل موارد مالية معطلة بل وقد تتكبد الشركة بسببه بعض التكاليف، كذلك فإن عدم كفاية الاستثمار في الأصول من شأنه أن يضيع على الشركة فرص تحقيق مبيعات إضافية. وفي كلا الحالتين تتأثر الربحية سلبا وتتأثر معها القيمة السوقية لأسهم الشركة¹⁵⁷، ومن الأمثلة على نسب النشاط نجد:

- **معدل دوران المخزون (معدل الانتفاع من المخزون):** ويقاس عدد مرات استخدام المخزون (أي يقاس كم مرة يتحول المخزون إلى مبيعات خلال السنة) خلال سنة واحدة فهذا المعدل يوضح مدى حركة المخزون

¹⁵⁵ حجازي وجدي حامد " تحليل القوائم المالية في ظل المعايير المحاسبية" دار التعليم الجامعي للطباعة و التوزيع، الإسكندرية 2010، ص 208.
¹⁵⁶ Gitman Lawrence et al .op.cit, p 307.

¹⁵⁷ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 191.

السلي خلال فترة زمنية معينة وقياس كفاءة الإدارة في الرقابة على المخزون¹⁵⁸. ويحسب معدل دوران المخزون من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

وتفيد هذه النسبة في معرفة مدى ملاءمة حجم الاستثمار في المخزون السلي ومعرفة عدد الأيام التي تحتاجها الشركة لبيع ما يوجد لديها من بضائع، كما تفيد في معرفة معدل الأيام التي تبقى فيها البضاعة في المخازن قبل بيعها وتحويلها إلى حسابات مدينة وبالتالي إلى نقد يتدفق إلى الشركة. وبصفة عامة كلما ارتفع معدل دوران المخزون زاد ربح الشركة و زادت فعالية إدارة المخزون.

● **معدل دوران حسابات المدينين (أو معدل دوران الذمم):** تستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على كفاءة الشركة في تحصيل ديونها في مواعيدها، وهو يرتبط بعدد مرات تحصيل الديون خلال فترة زمنية معينة، فكلما ارتفع المعدل عن السنوات السابقة أو عن الشركات المماثلة فهو يشير إلى تحسن إدارة الشركة في تحصيل ديونها¹⁵⁹، بينما قد تشير النسبة المنخفضة إلى وجود مشكلة خطيرة في دورة تحصيل إيرادات المبيعات. وتساعد هذه النسبة في احتساب فترة تحصيل الذمم المدينة بالأيام لإعطاء فكرة عن الزمن الذي تستغرقه الشركة في تحويل ديونها، ويحسب هذا المعدل كما يلي:

و يتم حساب متوسط الحسابات المدينة بقسمة ناتج جمع رصيد المدينين أول و آخر الفترة على 2. وزيادة معدل الدوران دليل على مدى سيولة حسابات المدينين وبالتالي وضع السيولة العامة في الأجل القصير.

● **متوسط فترة التحصيل :** تقيس تلك الفترة دوران حسابات المدينين أي الوقت الذي تستغرقه دورة واحدة للمدينين، وتبدأ تلك الدورة عموماً من تسجيل الديون وتحصيلها ثم تسجيل ديون أخرى جديدة، فذلك المتوسط يهدف إلى تحديد عدد الأيام التي تقع بين بيع البضاعة على الحساب وتحصيل قيمتها، وهو يعكس مدى استفادة الغير من أموال الشركة. ويستخدم ذلك المؤشر في قياس كفاءة الإدارة في منح الائتمان (البيع الآجل)، فإذا ما زاد متوسط عمر المدينين عن السياسة العامة فإن ذلك يكون دليلاً على تراخي عملية التحصيل والتباعد بين المبيعات الآجلة والتحصيل وهو ذو علاقة بالتدفقات النقدية الوثيقة الصلة بالسيولة، فتلك الفترة الزمنية تعتبر مقياساً مقبولاً لسيولة المدينين. ويتم حساب متوسط فترة التحصيل بطريقتين كما يلي:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{عدد أيام السنة (360 يوم)}}{\text{معدل دوران المدينين}}$$

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{معدل دوران المدينين} \times \text{عدد أيام السنة (360 يوم)}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

¹⁵⁸ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 243-245.

¹⁵⁹ الشيخ فهمي مصطفى " التحليل المالي " الطبعة الأولى 2008، ص 63.

و إذا ما كان المعدل المتوسط السائد بالصناعة هو 20 يوم ويكون متوسط فترة التحصيل في الشركة محل الدراسة 27 يوم مثلا هو أكبر من متوسط الشركات الأخرى في نفس الصناعة. هذا و يمكن تقويم فترة التحصيل أيضا ومقارنتها بشروط الائتمان التي تمنحها الشركة للمدينين، حيث إذا كانت شروط الائتمان تمنح المدينين 20 يوم للدفع بينما متوسط فترة التحصيل للشركة هو 24 يوم فمعنى ذلك أن المدينين لا يسددون ديونهم المالية ضمن المدة المحددة. كما يمكن استخدام جدول تحليل أعمار الديون في تحليل المدينين حيث أن متوسط فترة التحصيل تعطي فقط سيولة المدينين، فقد يوجد فريق من المدينين أحدهما يقوم بالسداد قبل فترة الائتمان بوقت طويل وآخر يقوم بالسداد بعد انتهاء فترة الائتمان¹⁶⁰.

- **معدل دوران الأصول الثابتة:** تستعمل هذه النسبة كمقياس لمدى كفاءة الشركة في استخدام موجوداتها لأجل تحقيق المبيعات، حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم المبيعات التي تتولد عن كل وحدة نقدية لقيمة الأصول¹⁶¹. ويقاس هذا المؤشر عدد مرات استخدام الأصول الثابتة، حيث يتم قياس معدل استثمار أموال الشركات في الأصول الثابتة، وبمقارنة عدد مرات دوران الأصول الثابتة بالأعوام السابقة ومعدلات الشركات المماثلة للنشاط يتضح مدى استخدام الشركة لأصولها الثابتة. وإن زيادة هذا المعدل تعني شدة استغلال الشركة لأصولها الثابتة مما يتطلب ضرورة زيادة الاستثمار في الأصول الثابتة، كما أن معدل الدوران المنخفض يعني أن هناك زيادة غير مرغوب فيها في الاستثمار في الأصول الثابتة¹⁶². ويحسب هذا المعدل بالصيغة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل، وتشير النسبة المرتفعة إلى فعالية الإدارة في تقديم الإيرادات من الأصول غير المتداولة ورغم ذلك فإن المعدل المرتفع لدوران الأصول غير المتداولة يمكن أن يكون مشكلة وذلك إذا كان السبب في هذا الارتفاع هو سيولة الأصول غير المتداولة، كما أن النسبة المنخفضة ربما لا تشير بالضرورة إلى الاستخدام السيئ للأصول غير المتداولة وذلك إذا كان هذا الانخفاض راجع إلى الاستثمار المتزايد في الأصول غير المتداولة¹⁶³.

- **معدل دوران إجمالي الأصول:** يقيس مدى النقص أو الزيادة في استغلال مجموع الأصول فكلما زادت تلك القيمة كلما كان أفضل ولكن يجب أن يراعى أن هذا المعدل يختلف من قطاع إلى آخر لأن بعض

¹⁶⁰ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 246.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 364-366.

¹⁶¹ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 323.

- الشيخ فهمي مصطفى، مرجع سابق، ص ص 59-60.

¹⁶² أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 367-368.

¹⁶³ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 155.

الأنشطة تحتاج أصولاً ثابتة كبيرة بينما أنشطة أخرى لا تحتاج أصولاً ثابتة كبيرة¹⁶⁴. ويدل انخفاض هذا المعدل إلى عدم استخدام الشركة وانتفاعها بكامل أصولها أي أن هناك زيادة غير مستغلة في الاستثمار (أي أن الشركة لا تنتج مبيعات كافية تتناسب مع حجم أصولها الاستثمارية)، كما تشير زيادة المعدل إلى نقص الاستثمار في الأصول أو الاستخدام الفعال لها، و يحسب هذا المعدل كما يلي:

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

3.3.4 نسب الربحية (أو نسب القدرة على تحقيق الأرباح) Profitability Ratio

تعتبر الربحية أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن تساعد في التعرف على مقدرة الشركات على الاستمرار إذ توصلت إحدى الدراسات التي اهتمت بالتحقق على مدى قدرة النسب المالية على التنبؤ بفشل الشركات إلى أن الربحية لكل دولار من الأصول كانت أفضل المؤشرات للتنبؤ بفشل الشركات¹⁶⁵. و تعرف نسب الربحية على أنها النسب التي تقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح¹⁶⁶، وتعد مقياساً على قدرة الإدارة في الرقابة على تكاليف العمليات، كما تعد مقياساً لقدرة الشركة على توليد الأرباح من الأموال التي قدمها الملاك و المقرضون. ومن أبرز نسب الربحية نجد:

- هامش مجمل الربح: يوضح هذا الهامش إلى أي درجة يمكن لسعر بيع الوحدة أن ينخفض دون أن يؤدي ذلك إلى تحقيق خسائر في نتائج العمليات، ويتم حساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمول الربح}}{\text{صافي المبيعات}} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

تختلف نسبة مجمل الربح حسب طبيعة النشاط والصناعة، فكلما زادت هذه النسبة مقارنة بالمنافسين فإن ذلك يعني كفاءة عمليات التشغيل لأن نسبة تكلفة المبيعات إلى صافي المبيعات أقل من المنافسين. كما يجب إجراء مقارنات بين نسبة مجمل الربح في السنة الحالية والسنوات السابقة، أي على أساس زمني وإجراء ذات المقارنة مع النسبة الاسترشادية المتفق عليها في الصناعة السائدة أو في الحالات المماثلة للشركات المتشابهة حتى تتضح مدى مقدرة الشركة على تحقيق معدل أرباح مناسبة بالمقارنة بالمشروعات المماثلة أو المنافسة، ومن ثم مدى استمرار حملة الأسهم في الاحتفاظ بأسهم الشركة¹⁶⁷.

¹⁶⁴ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 242.

¹⁶⁵ جورج دانيال غالي، مرجع سابق، ص 187.

¹⁶⁶ الخطيب محمد محمود " الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات " دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 59.

¹⁶⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 244.

- الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص ص 207-209.

- هامش صافي الربح: يطلق على تلك النسبة العائد على المبيعات وهي تظهر المدى الذي يمكن للشركة أن تخفض إليه سعر الوحدة قبل أن تتحمل أي خسائر، وتأخذ تلك النسبة كافة أنواع التكاليف بما فيها الاهتلاك. كما توضح تلك النسبة مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات مما يساعد إدارة الشركة على تحديد سعر البيع الواجب. وتقاس نسبة هامش الربح بالصيغة التالية¹⁶⁸:

$$\text{نسبة هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وتبين هذه النسبة قدرة الشركة على تحقيق ربح نتيجة للمبيعات، وقد يكون هامش الربح المحمل عاليا بينما هامش صافي الربح منخفضا، وذلك لأن تكلفة المبيعات لا تشمل التكاليف الإضافية من تسويق ومصاريف إدارية وفوائد قروض، وفي هذه الحالة يكون هذا مؤشرا على نجاح العملية الأساسية، بينما فشل الشركة في النواحي الأخرى بمعنى وجود تكلفة إضافية محملة على مصاريف الشركة لا علاقة لها بتكلفة المنتج الأساسية¹⁶⁹.

- هامش ربح العمليات: يحسب هذا الهامش على أساس الربح من العمليات الرئيسية التي تقوم بها الشركة بحيث لا يشمل الربح على أية إيرادات أخرى غير عادية (أرباح من أصول أو استثمارات أو تعويضات نتائج خسائر)، وتعتبر هذه النسبة هامة لأنها لا تقيس فقط مدى الكفاءة في التعامل مع جميع عناصر التكاليف التي ترتبط بالعمليات حيث أن بسط النسبة ما هو إلا صافي المبيعات مطروحا منها تكلفة العمليات بما فيها تكلفة البضاعة المباعة¹⁷⁰، ويتم حساب تلك النسبة كما يلي:

$$\text{هامش ربح العمليات} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة} - \text{تكاليف أخرى}}{\text{صافي المبيعات}}$$

- معدل القدرة الايرادية: ويقصد بها قدرة الشركة على توليد الأرباح خلال فترة زمنية محددة وتؤخذ هنا الأرباح قبل خصم الفوائد منها، حيث يوضح هذا المقياس كيف تحقق الشركة أرباحا من جراء استخدام مواردها المتاحة بغض النظر عن مصادر تمويل هذه الموارد، وهو ما يعبر عن كفاءة استخدام الموارد في الشركة، ويمكن قياسه كما يلي:

$$\text{معدل القدرة الايرادية} = \frac{\text{صافي العمليات قبل الفوائد}}{\text{إجمالي الاستثمارات}}$$

- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): يعد من أهم نسب أو مؤشرات ربحية الشركة لأنه يوضح كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك و قدرتها على تحقيق أرباح من تلك الأموال، و يعد ذلك المعدل المعيار الأكثر

¹⁶⁸ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4ème edition, p115.

¹⁶⁹ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 244.

¹⁷⁰ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 373.

شمولاً لقياس فعالية الإدارة لأنه يقيس ربحية الأصول و ربحية هيكل رأس المال، بعبارة أخرى يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية مقياساً لربحية كل من قرارات الاستثمار والتمويل¹⁷¹، و يتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية ROE} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (بعد طرح حقوق حملة الأسهم الممتازة)}}{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}$$

صافي حقوق المساهمين العاديين

حقوق المساهمين = (رأس المال + الأسهم الممتازة + الاحتياطات + الأرباح غير الموزعة)

• **معدل العائد على إجمالي الأصول (معدل العائد على الاستثمار) (ROA):** يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على توليد الأرباح انطلاقاً من الأصول المتاحة¹⁷² من معدات ومبان وأراضي ومخزون، ويمكن مقارنة قيمة هذا المؤشر لنفس الشركة عاماً بعد عام ومقارنته بالشركات المماثلة من حيث طبيعة النشاط، ويمكن قياسه بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على إجمالي الأصول ROA} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وكلما زادت هذه النسبة كلما زاد ربح الشركة و كان ذلك أفضل.

4.3.4 نسب الاقتراض (مؤشرات اليسر المالي) Debt Ratio

تقيس هذه النسب قدرة الشركة على سداد كافة الديون عندما يحين ميعاد استحقاقها بغض النظر عن كون تلك الديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، فنسب الاقتراض تقيس المدى الزمني الذي ذهبت إليه الشركة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها¹⁷³. ولهذا المجموعة من النسب تأثير إيجابي وآخر سلبي ومن ثم لا بد من أن يعطي لها المستثمر قدراً كافياً من الاهتمام، ويأتي التأثير الإيجابي من كون زيادة الاعتماد على القروض تعني انخفاض تكلفة الأموال بسبب الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل، وأيضاً بسبب الوفورات الضريبية المتولدة على أساس أن فوائد القروض هي من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة هذا هو التأثير الإيجابي، ومن ناحية أخرى قد يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس، فزيادة القروض تعني زيادة عبء الفوائد المستحقة كما تعني ضرورة تدبير قد كبير من الأموال لسداد قيمة تلك القروض عندما يحل تاريخ استحقاقها، وإذا ما فشلت الشركة في الوفاء بتلك الالتزامات فقد ينتهي الأمر بإعلان إفلاسها¹⁷⁴. ومن الأمثلة على نسب الاقتراض نجد:

• **نسبة القروض إلى إجمالي الأصول:** تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموع أصول الشركة، فثمة مشاكل تواجه المستثمرين في حالة زيادة الاعتماد على أموال الغير بما يفوق الاعتماد على أموال الملكية، ويمكن التعبير عن تلك النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

¹⁷¹ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 214.

¹⁷² Gitman Lawrence et al .op.cit. p 321.

¹⁷³ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 331.

¹⁷⁴ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 191-192.

كلما انخفضت تلك النسبة زادت قدرة الشركة على سداد الديون وكلما زادت النسبة قلت قدرة الشركة على سداد الديون وزادت الرافعة المالية للشركة، وهو ما يعني أن الشركة تعتمد على أموال الغير في التمويل بشكل أكبر، وهو ما يشكل خطرا ونقطة ضعف للشركة في جانب التمويل¹⁷⁵.

- **نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين:** توضح مدى الاعتماد على الخصوم كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق المساهمين)، فكلما انخفضت هذه النسبة كلما ارتفع نصيب التمويل طويل الأجل الذي يقدمه الملاك وكلما زادت قدرة الشركة على الدفع، وبالتالي كلما زادت هذه النسبة زادت الرافعة المالية للشركة وتقل قدرتها على الدفع¹⁷⁶. وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في أصول الشركة مقارنة بمساهمة الملاك، و يمكن التعبير عن هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين} = \frac{\text{إجمالي الديون (الالتزامات)}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

- **هيكل رأس المال:** ويتم حسابه بقسمة القروض طويلة الأجل على مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل (القروض + حقوق الملكية)، وتكشف تلك النسبة الأهمية النسبية للقروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال ولذلك فإنها تعتبر مؤشرا للحكم على المخاطر المالية بشأن نسبة التغطية، ويمكن التعبير عنها من خلال الصيغة التالية¹⁷⁷:

$$\text{هيكل رأس المال} = \frac{\text{القروض الطويلة الأجل}}{\text{مجموع مصادر التمويل الطويلة الأجل}}$$

5.3.4 نسب التغطية Coverage Ratio

وهي النسب التي تقيس قدرة الشركة على تغطية الالتزامات والأعباء الثابتة من خلال إيراداتها أو أرباحها، وكلما كانت أرباح الشركة مرتفعة كلما زادت القدرة على تغطية هذه الأعباء وتكون العلاقة ما بين الأرباح وقدرة الشركة على تغطية أعبائها علاقة طردية. وتشبه نسب التغطية نسب الاقتراض في أن كلاهما يعد مؤشرا للمخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، فالفشل المالي في سداد الفوائد وأقساط القروض كفيل بتعريض الشركة لمخاطر الإفلاس، ومن أبرز الأمثلة على هذه المجموعة من النسب نجد:

- **معدل تغطية الأرباح للفوائد:** يعبر هذا المؤشر عن قدرة الشركة على مواجهة فوائد القروض، حيث توضح عدد المرات التي تستطيع أن تغطي فيها الفوائد من الأرباح، ويلاحظ أنه كلما زاد هذا المعدل

¹⁷⁵ العداسي أحمد محمد، مرجع سابق، ص ص 140-141.

¹⁷⁶ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 151.

¹⁷⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص 247.352.

كلما دل على ارتفاع قدرة الشركة على خدمة ديونها¹⁷⁸. وعلى الرغم من ذلك فإن النسبة المرتفعة إما أن تظهر أرباح مرتفعة قبل الضريبة أو مستويات منخفضة للدين، أما النسبة المنخفضة للغاية فربما تشير إلى أن الشركة سوف تفقد فرصة تحقيق هامش ربح إيجابي وأن الشركة لم تقم بإدارة أصولها بكفاءة¹⁷⁹، ويعبر عن هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل تغطية الأرباح للفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة و الفوائد}}{\text{الفوائد}}$$

فإذا كان معدل التغطية منخفض فهذا يعني أن أي انخفاض في المبيعات أو زيادة في التكاليف لها تأثير خطير على الشركة طالما أن الشركة لا تستطيع سداد الفوائد.

- **عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة:** تقيس هذه النسبة مدى قدرة التدفقات النقدية العادية للشركة على مواجهة الأعباء الثابتة للشركة، وتكتسب هذه النسبة أهميتها من كون النقد المحقق للمؤسسة من عملياتها هو المصدر الرئيسي للوفاء بالالتزاماتها¹⁸⁰، ويعبر عنها بالصيغة التالية:

$$\text{عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة + الإيجار}}{\text{الفوائد + الإيجار}}$$

نفترض أن عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة 3.2 مرة و أن معدل الصناعة هو 4 مرات فهذا يعني أن معدل الصناعة أفضل من معدل الشركة و هو ما يعني أن المركز المالي للشركة غير مطمئن من وجهة نظر الدائنين للتوسع في الاقتراض.

6.3.4 نسب السوق Market Ratios

تبين هذه النسب حركة أسهم الشركة في السوق والتي تعكس اهتمام المتعاملين في السوق المالي خلال فترة زمنية معينة، فهي تبين القيمة السوقية للشركة من خلال قيمة الأسهم المكونة لها مقارنة بالأرباح التي حققتها الأسهم خلال تلك الفترة، وتتكون هذه النسب من:

- **نسبة السعر إلى الربحية (مضاعف الربحية) Price to Earnings Ratio (P/E):** تقاس هذه النسبة بقسمة السعر الذي يباع به السهم (عادة ما يكون سعر الإقفال) على ربحية السهم الواحد. ويستند أسلوب مضاعف الربحية على الاقتناع بأن الأسهم ذات النسبة منخفضة للسعر إلى الإيراد P/E غير مفضلة من المستثمرين، وطبقا لإستراتيجية الاستثمار المعاكسة فالمستثمر يبحث عن الأسهم ذات النسبة المنخفضة

¹⁷⁸ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 242.

¹⁷⁹ محاد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 151-152.

¹⁸⁰ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 336.

للسعر إلى الإيراد ويستثمر فيها و يتجنب الأسهم ذات النسبة المرتفعة¹⁸¹، وتقاس هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

ويعبر مضاعف سعر السهم عن عدد مرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية وفقا لآخر ميزانية معتمدة، فمثلا إذا كان مضاعف سعر السهم هو 10 مرات معناه أن استرداد القيمة السوقية للسهم يحتاج إلى 10 مرات أو عشر سنوات تحقق خلالها الشركة ربحية للسهم مماثلة لآخر ربحية معتمدة للسهم، وكلما انخفضت عدد المرات (أو السنوات) لاسترداد القيمة السوقية للسهم كان ذلك بصفة عامة أفضل.

ويمكن للمستثمر عن طريق مقارنة مضاعف الربحية بمتوسط الصناعة أو السوق التعرف على السعر النسبي للسهم، فمثلا إذا كان متوسط مضاعف الربحية للشركات بالبورصة يساوي 28 وكانت السوق تتجه إلى الصعود فإن هذا المضاعف يتجه إلى الزيادة، بينما إذا كانت السوق تتجه إلى الانخفاض فإن هذا المضاعف يتجه إلى الانخفاض أيضا¹⁸². ويضاف إلى ذلك أن انخفاض المضاعف لا يمثل بالضرورة صفقة مغرية فقد يرجع الانخفاض إلى وصول أنباء سيئة عن الشركة إلى سوق الأوراق المالية و بما يعكس على سعر السهم في السوق، كما قد يرجع هذا الانخفاض إلى تعرض الشركة لمخاطر كلية كبيرة أو احتمالات نمو مستقبلية ضعيفة. وبصفة عامة فإن متوسط المضاعف عادة ما يتراوح بين 5-15 مرة في الأسواق الناشئة، بينما يتراوح بين 15-25 في الأسواق الكبرى.

- **نسبة ملكية المؤسسات المالية:** وتقاس بقسمة عدد الأسهم التي تمتلكها المؤسسات المالية (صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي وغيرها من المؤسسات التي توجه جزء من مواردها المالية لشراء الأسهم) على عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة، و يفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم الشركات التي تنخفض فيها نسبة ملكية المؤسسات المالية والسبب هو أن أسعار أسهم الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية عادة ما تكون أسعار أسهمها قريبة من قيمتها الحقيقية و ذلك يرجع إلى كفاءة قرارات الاستثمار التي تتخذها تلك المؤسسات، ومن ثم لا تتاح للمستثمر الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ملموسة.
- **نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية:** وهي تقيس القيمة السوقية للسهم لفترة زمنية معينة إلى قيمته الدفترية، وهذه النسبة تبين ما إذا كانت قيمة السهم في السوق متدنية أو مرتفعة عن قيمته التاريخية بناء

¹⁸¹ حناوي محمد الصالح " تحليل و تقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق، ص 109.

¹⁸² عبد الغفار حنفي " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 281.

على ما يملكه هذا السهم من حقوق لدى الشركة، وبالتالي فهو يوضح ما إذا كان المستثمرون في سوق المال يتوقعون زيادة ربحية الشركة مستقبلاً أم لا، ويمكن التعبير عنها بالصيغة التالية¹⁸³:

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \text{نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية}$$

7.3.4 مقاييس التوزيع

تركز هذه المقاييس على مقدار الأرباح السنوية الموزعة لحملة الأسهم العادية و التي يكون مقدارها حسب سياسة توزيع الأرباح لكل شركة و التي ينبغي أن تتناسب مع صافي الأرباح السنوية التي تحققها الشركة، حيث يجب أن تحتفظ بجزء من الأرباح المتحققة سنوياً لتوفير متطلبات السيولة سواء فيما يتعلق بالوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل أو للوفاء بمتطلبات الأنشطة اليومية المختلفة للشركة، و تتكون مقاييس التوزيع من النسب الآتية¹⁸⁴:

- **غلة التوزيعات (معدل الربح الموزع لسهم):** و تقاس بقسمة نصيب السهم من التوزيعات على متوسط أعلى و أدنى سعر يباع به السهم أو قسمته على سعر الإقفال، ويتوقف قبول المستثمر لنتائج تلك النسبة على الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.
- **نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة:** تحسب بقسمة إجمالي التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم العادية على صافي الربح المتاح لهم أي صافي الربح بعد الضريبة مطروحاً منه التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم الممتازة ونصيب الإدارة والعاملين من الأرباح المتولدة، وإن ارتفع أو انخفضت تلك النسبة سيكون له أثره على قرار الشراء أو عدم شراء أسهم شركة معينة.
- **عائد الكوبون:** يهتم بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها شركة ما على حملة أسهمها وبالنسبة لهؤلاء المستثمرين فإن الأرباح الموزعة نقداً على الأسهم تعتبر مؤشراً هاماً، ويحسب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة نقداً لكل سهم عادي على السعر السوقي للسهم العادي الواحد، ويخبر هذا المؤشر المستثمرين بمعدل توزيعات الأرباح النقدية على سهم عادي بناءً على سعره البيعي الجاري. وعادة ما يقوم المستثمر بمقارنة نسبة التوزيعات الحالية مع نسبة التوزيعات السابقة ونسبة التوزيعات المستقبلية المحتملة لمعرفة مدى التطور الذي لحق أو يحتمل أن يلحق بهذه النسبة.

¹⁸³ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 193

¹⁸⁴ المرجع السابق ص ص 194-195.

- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 255-256.

خلاصة:

يرتكز التحليل الأساسي على تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للشركة محل الدراسة، كما يركز على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية هي قياس القيمة (القيمة الحقيقية) التي ستؤول إليها الأصول المالية محل التحليل، ليصل أخيراً إلى اتخاذ القرار الاستثماري المناسب (شراء أو بيع أو الاحتفاظ).

وعليه يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات ثلاثة هي: الاقتصاد في مجموعه، والسوق بقطاعاته، والشركة المنفردة.

- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد: إذ يقوم المحلل الأساسي بالتعرف على الحالة الاقتصادية (رواج أو كساد)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية ومدى تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وبعد ذلك يحاول معرفة تأثير التغيرات الحاصلة في مؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات العائد، والمخاطر للشركات، وعلى سلوك أسعار الأوراق المالية لتلك الشركات داخل سوق الأوراق المالية.

- تحليل وضعية القطاع: يوفر تحليل القطاع للمحلل الأساسي معلومات هامة كحجم الطلب، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج من الصناعة...، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه مختلف الصناعات والقطاعات، فتحليل الصناعة (القطاع) وجمع المعلومات عنه يساعد المحلل على تشكيل صورة أولية عن الشركات المنتمية إلى نفس القطاع (أو الصناعة)، إذ أنها ستكون متفقه ومتشابهة في الخصائص، وتكون أحياناً عرضة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع، وهو ما يساعد على توقع العائد والمخاطر المرتبطة بالشركة.

- تحليل الشركة: يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة، مما يسمح للمحلل من تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة والذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها، من خلال تقدير التدفق النقدي والعائد والمخاطرة المرتبطة بها، فإذا كانت توقعات الشركة جيدة فإن سعر السهم سيتجه نحو الارتفاع. وتتم عملية تحليل الشركة بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلاً، إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات الواردة في القوائم المالية للشركة (للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة من خلال مجموعة من النسب المالية).

وعليه؛ يركز التحليل الأساسي على دراسة العوامل المباشرة وغير المباشرة المؤثرة على أسعار الأسهم كالظروف الاقتصادية وظروف الصناعة وظروف الشركة، فهذا التحليل يعني بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة مستقبلاً، وهو ما سيمكن المستثمر من تقييم الأوراق المالية المتداولة واختيار الأنسب منها من أجل الاستثمار فيها.

المحاضرة السابعة

التحليل الفني للأوراق المالية

تمهيد:

يقوم التحليل الفني على تتبع حركة الأسعار و أحجام التداول التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط لحركة الأسعار ليتم على إثرها -خلال فترة زمنية محددة- التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية. و يفترض التحليل الفني أن القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، و لذلك يسعى المحللون الفنيون إلى دراسة كل مسببات العرض والطلب، وكيفية تشكلها في الماضي مستعينين في ذلك بتحليل دوافع قرارات المستثمرين. و هكذا يتكون للمحلل الفني صورة عن مسببات حركة الأسعار و عن النمط الذي ستسلكه. فبمعرفة السلوك الذي تسير عليه الأسعار وفي ظل ظهور بوادر و أن شوهد أثرها على الأسعار ستكون هناك فرصة لتحرك الأسعار بنفس السلوك، و هو ما يمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار والسوق.

و يرى الفنيون أن السعر هو محصلة لمجموعة من المعلومات والمخاوف والتوقعات للمتعاملين في السوق، و سلوك المستثمر تجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل)، وأن أسعار الأسهم غدا تتأثر بأسعار الأسهم اليوم، و هذا الأمر يجعل المستثمر في غنى عن التحليل الأساسي بمعنى أن المستثمر لا يحتاج إلى الاهتمام بالنسب واحتمالات النمو ومعدلات الخصم، ولكن بدلا من ذلك يقوم بتسجيل عوامل سوقية معينة مثل من يبيع ومن يشتري الأسهم، و معلومات معينة عن الأسهم الفردية مثل سعر الإقفال و حجم التداول، و بعد ذلك يتم تلخيص هذه المعلومات في عدة أشكال مثل الرسوميات و الخرائط البيانية و التي تخبر بدورها المستثمر متى يبيع؟ و متى يشتري الأوراق المالية؟

فمن خلال هذه المحاضرة سيتم التطرق إلى فلسفة التحليل الفني و فرضياته، و أهم الدعائم التي ارتكز عليها ألا و هي نظرية داو، كما سيتم التفصيل في أدوات هذا التحليل سواء كانت خرائط أو نماذج سعرية أو مؤشرات فنية، لنهني الفصل بالتطرق إلى نظرية أخرى لا تقل أهمية عن نظرية داو و هي نظرية الموجات لايوت التي كان لها دور كبير في تحليل السوق و دوراته.

I. ماهية التحليل الفني

يشير مصطلح التحليل الفني إلى دراسة وضع السوق من خلال استخدام البيانات التي تتولد عنه لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي و الأسهم الفردية، استنادا إلى بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض فيه.

1.1 ماهية التحليل الفني

1.1.1 تعريف التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بأنه¹⁸⁵ "طريقة تعتمد على الملاحظة وعلى قراءة الرسوم البيانية والتي تسمح انطلاقا من دراسة الماضي والحاضر بتوقع الاتجاهات المستقبلية للسوق". فالتحليل الفني أسلوب يتم من خلاله تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط، وتغيرات الأسعار وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي¹⁸⁶. وبالتالي فإن المحلل الفني ينظر إلى الخلف ليرى أمامه، وليعطي الإشارات على ذلك فهو يعتمد على دراسة الماضي للتعلم منه¹⁸⁷. ويعتقد الفنيون أنه للقيام بالنتيؤات الخاصة بالسوق فإن السوق هو أفضل مورد للبيانات، فالتحليل الفني يهتم بالسوق نفسه وليس بالعوامل الخارجية التي تؤثر فيه، أي أنه يظهر تحركات السوق وليس الأسباب التي أدت إلى حدوث تلك التغيرات¹⁸⁸. كما أن السوق هو مكان للمواجهة بين العرض و الطلب، فسوق الأوراق المالية تعتبر حلبة للصرع بين المشتريين و البائعين فقوة الشراء تدفع الأسعار إلى الارتفاع أما قوة البيع فهي تدفع بالسوق إلى الانخفاض¹⁸⁹. كما يرى المحللون الفنيون أن السعر هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة المنشورة في تلك اللحظة كما أنه يعكس توقعات المستثمرين¹⁹⁰. وتمثل الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني في أن التاريخ يميل لتكرار نفسه، بمعنى أن الأنماط الماضية لسلك أسعار الأوراق المالية سوف تتكرر في المستقبل، ومن خلال دراسة تلك الأنماط يمكن التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار (تحديد التوقيت) سواء بالبيع أو الشراء¹⁹¹.

¹⁸⁵ Baron François « le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse » édition d'organisation , paris 2004, p 03.

¹⁸⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2002، ص 136.

¹⁸⁷ شموط مروان / كنجو عبود كنجو " أسس الاستثمار " الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة مصر 2008، ص 318.

¹⁸⁸ Béchu Thiery , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien « L'analyse Technique : Théories et méthodes »Economica, Paris 2008 ,p17.

¹⁸⁹ علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 260.

¹⁹⁰ Gounant Hervé « Améliorer ses performances avec le Trading » Gualino éditeur , paris 2006,p17.

¹⁹¹ أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها" دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006، ص 87.

إذن فالتحليل الفني علم و فن يقوم بدراسة حركة السوق من خلال فهم العلاقة بين حركة الأسعار (قوى العرض والطلب، الأسعار التاريخية) وحجم التداول والزمن وتأثير العوامل السياسية والاقتصادية على سلوك المستثمرين وبالتالي على قراراتهم الاستثمارية. و لا يهتم التحليل الفني بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ولا بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة، و إنما ينصب اهتمامه على تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة للتنبؤ بحركة الأسعار و ذلك بهدف تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري.

2.1.1 افتراضات التحليل الفني (فلسفة التحليل الفني)

يهتم المحلل الفني بتتبع حركة الأسعار في الماضي بقصد تحديد نمط لتلك الحركة حتى يتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري في الوقت المناسب، و لا يمكن لتلك الرؤية أن تكون كفؤة ودقيقة -حتى ينتهج على ضوءها المستثمر سياساته الاستثمارية- ما لم تعتمد على فلسفة تنظم آلية دراسة سلوكيات الأسواق المالية. ففي سنة 1966 حدد روبرت ليفي Levy ملخصاً للفروض التي يقوم عليها التحليل الفني مؤداها¹⁹²:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على ضوء تفاعل قوى العرض و الطلب فقط.
- توجد عدة عوامل تتحكم في العرض و الطلب بعضها رشيد و الآخر غير رشيد (غير منطقية)، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم و التي تنعكس آثارها على سلوك المستثمرين بالسوق، و عوامل غير رشيدة تعكس ميول و رغبات المستثمرين.
- يعطي السوق -آلياً و بصفة مستمرة - وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب.
- تميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معين و تستمر على ذلك لفترة طويلة من الزمن باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر.
- يرجع التغير في اتجاه الأسعار أساساً إلى التغير في العلاقة بين العرض و الطلب، و أن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابها يمكن الوقوف عليه عاجلاً أو آجلاً و ذلك من خلال ما يجري داخل السوق نفسه.
- إن المآخذ الأساسي على فروض التحليل الفني تبدأ من الفرضية الرابعة والتي تتعلق بمدى سرعة استجابة الأسعار لما يطرأ على قوى العرض و الطلب من تغيير، فالاعتقاد بأن اتجاهها معيناً في الأسعار سيستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغيراً في العلاقة بين العرض و الطلب لا يستجيب لها السوق بسرعة بل عبر فترة زمنية طويلة، أما السبب فقد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين. معنى هذا أن أسعار السوق تبدأ بالتغير استجابة لتصرفات هؤلاء المستثمرين آخذة طريقها لبلوغ نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب. أما الوصول إلى تلك النقطة الجديدة فلا يحدث إلا بعد أن تصل المعلومات لباقي المستثمرين وهو ما يتم تدريجياً ويستغرق بعض الوقت، فالمعلومات تتسرب أولاً من مديري

¹⁹² عبد الستار حيدر فاخر " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي " دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية 2002، ص 16.

الشركات و كبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ ثم تأخذ طريقها فيما بعد إلى المستثمرين العاديين و عندما تبدأ وصول المعلومات الجديدة إلى السوق فإنها تحمل معها أنباء من شأنها أن تؤدي إلى تغيير في أسعار التوازن بالانخفاض أو الارتفاع عما كان عليه من قبل¹⁹³. كما أن الفرضية الخامسة والتي تفترض بأن التغيير في العلاقة بين العرض والطلب يمكن الوقوف عليها من خلال ما يجري في السوق نفسه، أي من خلال حركة الأسعار دون حاجة إلى بذل مجهود كبير من أجل تحليل الكم الهائل من المعلومات عن الاقتصاد والصناعة والشركة، فهذه المعلومات لن تضيف شيئاً بقدر ما سوف تتسبب فيه من إرباك، فالمحلل ليس في حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات إضافة إلى أداة يمكن من خلالها اكتشاف التحول من سعر التوازن الحالي إلى سعر التوازن الجديد دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب التحول. فالتحليل على هذا النحو يسهم في تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ قرار استثمار، فلو أن سعر التوازن في طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أقل مع بداية ورود معلومات جديدة حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار البيع، أما إذا كان سعر التوازن في طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أعلى حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار الشراء¹⁹⁴.

3.1.1 المبادئ التي يقوم عليها التحليل الفني

يستند التحليل الفني على ثلاثة أركان رئيسية هي:

- أ. حركة السوق تحتوي على كافة المتغيرات (السوق يعرف كل شيء): إن دراسة حركة الأسعار هي الهدف الأول للمحلل الفني و التي منها يستطيع أن يتنبأ بالاتجاه المستقبلي للأسعار، فهو يعلم أن أي عامل مهما كان اقتصادي أو سياسي أو نفسي فهو منعكس في سعر السهم، و عليه فإن حركة السعر تعكس حالة العرض و الطلب والتي تشكل أساس اتجاه الأسواق، فإذا كان الطلب أكثر من العرض فهذا سيؤدي إلى ارتفاع السعر والعكس صحيح. فالمحلل يهتم بدراسة السعر فقط فهو لا يهتم بالأسباب التي أدت إلى تحرك الأسعار إنما اهتمامه الأساسي هو معرفة الاتجاه المستقبلي للسعر حيث يتم اتخاذ قرار الاستثمار مع الاتجاه المتوقع¹⁹⁵.
- ب. تتحرك الأسعار في اتجاهات: إن المدخل الفني للاستثمار هو انعكاس لفكرة أن سوق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات Trends تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين¹⁹⁶، ويمكن إظهار تلك التغيرات في شكل خرائط بهدف التعرف على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة والاحتفاظ بوضع استثماري معين لحين ظهور بوادر تغيير من تلك الاتجاهات¹⁹⁷. فالإتجاه سوف يستمر في حركته في نفس المسار حتى تظهر إشارة من

¹⁹³ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 264.

¹⁹⁴ التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات " دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2010، ص ص 220-221.

¹⁹⁵ Béchu Thierry , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien .op.cit, p19.

¹⁹⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 144.

¹⁹⁷ Cahan Philippe « Analyse technique dynamique » Economica, paris, 3 édition 2000, p11.

إشارات الانعكاس¹⁹⁸. إذن يمكن للمستثمر تتبع الاتجاه إلى أن تظهر شواهد قوية تشير إلى حدوث تغيرات في ذلك الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بالبيع أو الشراء، ويجب التأكد من حدوث تغيير حقيقي وذلك من خلال الاستعانة بمجموعة من الأدوات الفنية. كما يتم رسم الخرائط بالشكل الذي يعبر عن ثلاثة أنواع من الاتجاهات هي : الاتجاه الرئيسي، الاتجاه المتوسط الأجل، و الاتجاه القصير الأجل. و يهتم المستثمر أساسا بالاتجاه الرئيسي و المتوسط إلا أنه يهتم بدرجة أقل بالاتجاه القصير الأجل، وعلى العكس من ذلك فإن المضاربين يهتمون بالأجل القصير والتغيرات اللحظية بدرجة أكبر من اهتمامهم بالأجل المتوسط و الطويل.¹⁹⁹

ج. التاريخ يكرر نفسه : يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي إذا توافرت نفس الظروف، فالحلل الفني يبحث عن نماذج معينة تشكلت مسبقا أثناء حركة الأسعار على أمل أن تكرر هذه النماذج نفس السلوك السابق في المستقبل²⁰⁰. فالتحليل الفني مبني على افتراض أن الناس سيستمرون في ارتكاب الأخطاء التي اقترفوها في الماضي. فمثلا تشير الدراسة التاريخية لحركة الأسعار إلى أن أسعار الأسهم تتجه إلى الهبوط في شهري سبتمبر وأكتوبر Maimakliotis et Renshow 1991. ويشير De Bondt 1991 إلى أن التغير في مستوى أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها وأنها لا تسير وفقا لما يطلق عليه بالحركة العشوائية، فالسوق الصعودي يستمر لفترة تتراوح بين 3 و 5 سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس يصبح من المتوقع أن تتجه أسعار الأسهم إلى الارتفاع مرة أخرى²⁰¹.

2.1 نظرية داو Dow Theory

تعد هذه النظرية من أقدم أدوات التحليل الفني، وتؤكد نظرية داو على اتجاه السوق العام و أن معظم الأسهم تسبح معا، بمعنى أن الأسعار في المتوسط تتأرجح معا بين الصعود أو الهبوط، كما تعد النظرية من أولى الأعمال التي اهتمت باستخدام بيانات السعر والحجم، كما كانت أساسا لبناء العديد من المؤشرات الفنية التي تستعمل لتحليل الأسهم ومؤشرات السوق.

1.2.1 الافتراضات الأساسية لنظرية داو

تقوم نظرية داو على عدة افتراضات الأساسية و التي تفسر آلية عمل هذه النظرية وهي كما يلي²⁰²:

الفرض الأول: المؤشرات تعكس كل شيء

¹⁹⁸ John J. Murphy " Technical Analysis of financial markets : a comprehensive guide to trading methods and application" New York institute finance , United Sated of America 1999, p04.

¹⁹⁹ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق " دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار و تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية" مجموعة دار نايف جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2004، ص ص 43-46.

²⁰⁰ أبوطربوش رائد محمود " الاحتيال و البورصة العالمية " دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 64.

²⁰¹ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص ص 421-422.

²⁰² Béchu Thierry et Al .op, cit , pp 21-23.

- Baron François « le chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op.cit, p 03.

تعكس أسعار الأسهم كل شيء يمكن معرفته عنها مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المتعاملون تلك المعلومات وتنعكس على سلوكهم ومن ثمة يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك وتصرفات المتعاملين (يتحدد السعر نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب)، وبالمثل فإن متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى كل المشاركين في السوق (تعكس كل العوامل المؤثرة في العرض و الطلب).

الفرض الثاني: للسوق ثلاثة اتجاهات

وصف داو أسعار الأسهم بأنها تتحرك في اتجاهات تشبه تحركات الماء و افترض بأن خط اتجاه السعر يتكون من ثلاثة أجزاء ، الجزء الأساسي و الثانوي و الأصغر (أو التقلبات اليومية) والتي قارنها بتيار البحر وأمواجه و تموجاته، حيث يمثل اتجاه السعر الأساسي التيار والثانوي أو المتوسط يمثل الأمواج التي تصنع التيار أما خطوط اتجاه السعر الأصغر فتتصرف مثل التموجات الصغيرة. ويمكن إبراز تلك التحركات كما يلي²⁰³:

- **التقلبات اليومية (تحركات قصيرة الأجل تشبه التموجات الصغيرة):** تتراوح مدتها ما بين ساعات إلى ثلاثة أسابيع، و هي تمثل تقلبات سعرية تحدث من يوم إلى آخر (يومية)، و تصف نظرية داو هذه التقلبات على أنها تأرجحات عشوائية ليس لها معنى (لا توجد أهمية من دراستها)، ومع ذلك فإن أهميتها ضمنية تكمن بقيام المحلل الفني برسم أسعار الأسهم (أسعار الإغلاق أو الافتتاح أو أعلى و أدنى سعر) أو متوسط السوق يوميا من أجل تتبع الاتجاهات الرئيسية و الثانوية.
- **الحركات السعرية الثانوية(تشبه الأمواج):** وهي تمثل تغيرات سعرية متوسطة يتراوح حدوثها ما بين ثلاثة أسابيع إلى شهر وأحيانا يزيد عن ذلك، حيث يستمر التغيير الواحد لفترة تصل إلى بضعة أشهر حتى يحدث تغيير ثانوي آخر. فالحركات الثانوية عبارة عن ردود فعل تصحيحية تتحكم بها الأحداث الجارية وأسلوب التعامل بين المستثمرين والتي تؤثر على الأسعار بصفة مؤقتة وتعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعد أو الهابط، أي أنها تعمل على توحيد ردود فعل المتعاملين في السوق.
- **الاتجاهات الرئيسية (تحركات تشبه المد والجزر في المحيط):** وهي التغيرات السعرية التي تمثل الواحدة منها تجميعا لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغيير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغيير في اتجاه مضاد. كما يطلق على هذه الاتجاهات أيضا بالسوق الصعودي أو السوق النزولي Bear or Bull Market، أي حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو نحو الهبوط. و يهتم المستثمر بالاتجاه الرئيسي (المدى الطويل) ويكون هدفه شراء الأسهم مبكرا بقدر الإمكان في السوق الصعودي و يحتفظ بها حتى يصل إلى نهاية سوق الصعود، ويبيع عندما تبدأ السوق بالهبوط، وهو في هذا يهمل التذبذبات الصغيرة كما قد يهمل التحركات الثانوية، إلا أنه يجب على المستثمر أن يكون يقظا حتى لا تفوته فرصة بيع أسهمه خلال قمة السوق الصاعدة.

²⁰³ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال " مرجع سابق، ص ص 427-428.

- حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 179.

الفرض الثالث: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل

يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل سواء للاتجاه الصاعد أو الهابط، فعلى صعيد السوق الصاعد نجد²⁰⁴:

1. مرحلة التجميع (مرحلة تراكم التداول): و تحدث عند قرب نهاية الاتجاه الرئيسي، إذ تقوم قلة من المستثمرين المتميزين بشراء كل الأسهم المطروحة في السوق على الرغم من حالة التشاؤم المسيطرة على السوق نتيجة انتشار أخبار اقتصادية غير مشجعة.

2. مرحلة الجذب (مرحلة المشاركة العامة): يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة الارتفاع المتواصل للأسعار الشيء الذي يدعم و يقوي الاتجاه الصاعد، فهذه المرحلة توصف بكونها مرحلة جني الأرباح من خلال بيع الأسهم نظرا لحدوث ارتفاع ثابت ومتزايد بالأسعار نتيجة لزيادة أرباح الشركات و تحسن الظروف الاقتصادية .

3. مرحلة التوزيع: يبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة نتيجة ورود أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي، ويسود جو استثماري شديد التفاؤل، فيحدث غليان في السوق وتقدم واضح بالأسعار يبقى الحجم في ارتفاع .

أما على صعيد السوق الهابط فإن المرحلة الأولى هي التخلص من الأسهم نتيجة لوصول الأسعار إلى ارتفاع غير طبيعي مع بقاء حجم التداول مرتفعا و يتجه نحو التقلص. و في المرحلة الثانية يسود السوق الذعر نتيجة الهبوط المفاجئ بالأسعار، بينما تتميز المرحلة الثالثة بعملية بيع غير مشجع من المستثمرين لتسييل استثماراتهم لمقابلة احتياجاتهم النقدية، و بذلك ينتهي السوق الهابط عندما يستوعب كل الأخبار السيئة.

الفرض الرابع: المؤشرات تؤكد بعضها البعض

كان داو يقصد بوضعه لمؤشر القطاع الصناعي ومؤشر قطاع المواصلات بأنه لا توجد أهمية لأي إشارة تدل على السوق التصاعدي أو السوق التنازلي إلا إذا أعطى المؤشرين (مؤشر النقل DJTA والصناعة DJIA) نفس الإشارة مؤكداين بعضهم البعض. ويعتقد داو بأنه لا بد وأن يتغلب كلا من المؤشرين على القمة الثانوية السابقة للتأكيد على بدأ السوق في اتخاذ الاتجاه التصاعدي أو استمراره، ولم يعتبر داو أنه لا بد من حدوث الإشارتين بشكل متزامن إلا أنه أدرك بأن الوقت الأقصر بين حدوث الإشارتين يعني تأكيد أقوى.

الفرض الخامس: حجم التداول يؤكد اتجاه الأسعار

يعد حجم التداول عاملا مهما لتأكيد اتجاه السعر، حيث يتزايد حجم التداول في نفس اتجاه خط الاتجاه الأساسي، ففي الاتجاه التصاعدي يتزايد حجم التداول عندما ترتفع الأسعار ويتقلص عندما تنخفض، وفي الاتجاه التنازلي يتزايد حجم التداول عندما تنخفض الأسعار و يتقلص عندما ترتفع. كما تساعد مؤشرات حجم

²⁰⁴ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص 271-272.

التداول المتطورة على تحديد ما إذا كان حجم التداول في تزايد أو تناقص، و بعد ذلك يقوم المستثمرون بمقارنة هذه المعلومات بحركة السعر ليروا إذا ما كان كلا منهما يؤكد الآخر.

الفرض السادس: استمرار خط الاتجاه في مساره حتى يعطي إشارات مؤكدة على انعكاسه

يشكل هذا الاعتقاد أساس الطرق في تتبع خط الاتجاه و يتعلق الاعتقاد بالقانون المادي لحركة السوق و التي تقول بأن اتجاه الحركة يميل إلى الاستمرار في اتجاهه إلى أن تأتي قوة خارجية تغير هذا الاتجاه. و تتوفر مجموعة من الأدوات تساعد المستثمرين في تحديد إشارات انعكاس الاتجاه في السوق و نجد منها: نماذج السعر، و خطوط الاتجاه، و المتوسطات المتحركة.

II. أدوات التحليل الفني

يعتمد الفنيون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم إذ يقومون بدراسة نمط تغير سعر السهم، فالرسوم البيانية تستخدم للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول كما أنها تمثل وسيلة من وسائل توقيت قرارات الشراء والبيع للأسهم.

وهناك عدة أدوات منها التمثيل البياني الخطي، خرائط الأعمدة البيانية، خرائط الشموع اليابانية.

1.2 الرسم البياني الخطي

تسجل المنحنيات الخطية التغيرات التي تحصل لأصل ما أو مؤشر ما خلال جلسة أو أسبوع أو شهر أو حتى سنة، والخط المرسم يربط أسعار الإقفال للأصول خلال كل فترة معينة. والشكل رقم (1-8) يمثل المخطط للرسم البياني الخطي ويتكون من المحور الرأسي و الذي يمثل الأسعار ويكون عادة على أحد أو جانبي المخطط والمحور الأفقي الذي يمثل التاريخ.²⁰⁵



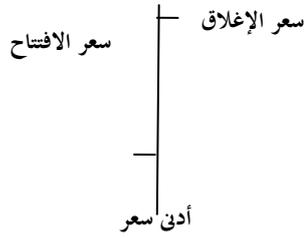
الشكل رقم (1-7): الرسم البياني الخطي

المصدر: www.stockchart.com

2.2 خرائط الأعمدة Bar Charting : تتمثل تلك الخرائط في شكل بياني محوره الرأسي سعر السهم أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر وأمام كل تاريخ عمود يشمل على تغيرات الأسعار ما بين أدنى سعر وأعلى

²⁰⁵ Amat Oriel et Puig Xavier « L'analyse technique du marché boursier » édition D'organisation, paris 1991, p 43.

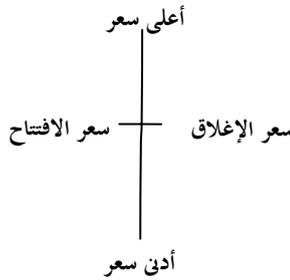
سعر والتي تحدث خلال الجلسة، ويوجد في العمود خطين عموديين صغيرين يوضحان سعر الافتتاح وسعر الإغلاق، فالخط على اليسار يوضح سعر الافتتاح أما الخط على اليمين فيوضح سعر الإقفال²⁰⁶.
حيث أن:



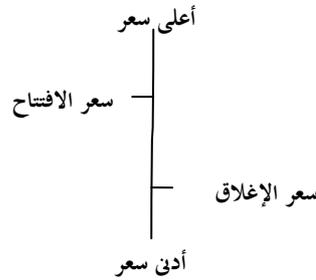
سعر الافتتاح: هو أول سعر أعطي خلال فترة زمنية معينة
أعلى سعر: هو آخر أعلى سعر خلال نفس الفترة
أدنى سعر: هو آخر أقل سعر يسجل خلال الجلسة.
سعر الإغلاق: و هو آخر سعر خلال نفس الفترة

الشكل رقم (7-2): رسم الأعمدة البيانية

ويمكن أن يأخذ العمود عدة أشكال وفق وضعية كل من سعر الإقفال و سعر الافتتاح كما يلي:



سعر الافتتاح يكون مساوي لسعر الإقفال (جلسة متعادلة)



سعر الافتتاح أعلى من سعر الإقفال (جلسة انخفاض)



سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح (جلسة مرتفعة)

الشكل رقم (7-3): الوضعيات المختلفة لأسعار الافتتاح و الإقفال

وقد يمثل العمود السعر في يوم معين أو متوسط السعر في أسبوع معين أو شهر أو لأي فترة أخرى.

ويتم بناء خرائط الأعمدة باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر وأدنى سعر وسعر الإقفال، ويقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى سعر وأدنى سعر ثم يقومون بتوصيل النقطتين رأسياً لكي يشكل العمود، كما يقوم برسم خط أفقي، ويتضح في شكل (7-4) أنه يسهل القيام به ولكنه يتطلب جهداً أكبر للمحافظة على تحديث هذه الرسومات، فمتابعة سهم واحد يتطلب 15 ملاحظة للسعر أسبوعياً (5 أيام \times 3 ملاحظات للسعر كل يوم وهي الأعلى والأدنى والإقفال) وإذا أردنا متابعة عشرة أنواع من الأسهم أسبوعياً فإننا نحتاج إلى 150 ملاحظة للأسعار أسبوعياً وهكذا²⁰⁷.

ويساعد هذا النوع من الخرائط على تحديد النقطة الزمنية التي يبدأ عندها سعر السهم في تغيير اتجاهه وبالتالي تكون هي أفضل نقطة للبيع في حالة تغيير الاتجاه إلى أسفل وأفضل نقطة للشراء في حالة تغيير الاتجاه إلى

²⁰⁶ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » édition d'organisation, paris 2004, pp 4-5.

²⁰⁷ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية " مرجع سابق ، ص 226.

أعلى، ويحدث هذا التغيير المعاكس إلى أسفل إذا زاد العرض عن الطلب وبالعكس يحدث التغيير المعاكس إلى أعلى إذا ما زاد الطلب عن العرض²⁰⁸. ويمكن تمثيل خرائط الأعمدة كما يلي:



الشكل رقم (4-7): خريطة الأعمدة

المصدر: www.stockchart.com

3.2 خرائط الشموع اليابانية

1.3.2 رسم الشموع اليابانية

جاء اسم "الشموع اليابانية" من شكلها الذي يبدو كالشمعة مع الفتلة الخاصة بها، فلرسم الشموع اليابانية يحتاج المحلل إلى أربع بيانات وهي: سعر الافتتاح والإغلاق وأدنى سعر وأعلى سعر. والاختلاف الوحيد بين الأعمدة البيانية و الشموع اليابانية هو أن الشمعة تكون على شكل مستطيل والذي يمثل جسم الشمعة (الجسم الحقيقي Real body) ويبرز مدى التسعيرة المحصور بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق، ويتم إرفاق الجسم بلون مقارنة بسعر الافتتاح حيث يكون لون الجسم أبيض (Yo-Sen) إذا كان سعر الإغلاق في الأعلى (سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح)، ويكون الجسم أسود (In-Sen) إذا كان سعر الإغلاق في الأسفل. ونتيجة لذلك فإن الجسم الأبيض دليل على جلسة مرتفعة، أما الجسم الأسود فيجسد جلسة انخفاض²⁰⁹. وتمثل الخطوط الرفيعة والطويلة الموجودة أعلى وأسفل الجسم المجال المحصور بين الارتفاع القياسي والانخفاض القياسي أي High /Low Range وتدعى بالظلال أو الفتائل أو الذبول. فالظل العلوي (الرأس) Upper Shadow يمثل أعلى سعر وصل له السهم خلال هذه الفترة، أما الخط السفلي (الرجل) Lower Shadow ويمثل أقل سعر وصل إليه السهم في هذه الفترة²¹⁰.

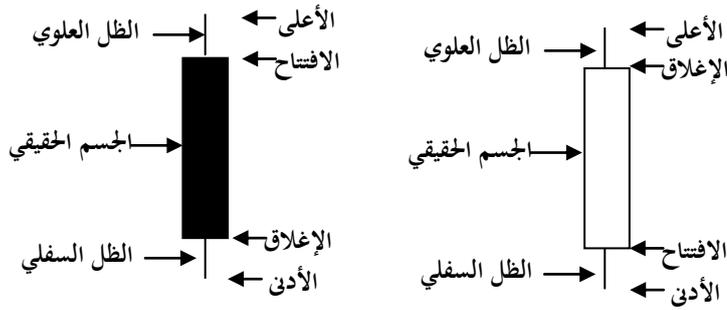
وقد تجسد الشموع اليابانية التحركات الأسبوعية أو الشهرية أو التغيرات التي تحدث خلال اليوم، وقد تمثل الشمعة التغيرات السعرية التي تحدث خلال دقائق معدودة إلى عدة ساعات.

و تأخذ الشموع اليابانية الشكل التالي:

²⁰⁸ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص ص 47-48.

²⁰⁹ Baron François « chandeliers Japonais : figures d'indivision et de continuation » édition d'organisation, paris 2004, p13.

²¹⁰ أبو طربوش رائد محمود " الاحتياال و البورصة العالمية" دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 120.



الشكل رقم (5-7) : شكل الشموع اليابانية

وتصور الشموع اليابانية المعركة القائمة بين البائعين والمشتريين خلال فترة زمنية محددة. وتأخذ خريطة

الشموع اليابانية الشكل التالي:



الشكل رقم (6-7): خريطة الشموع اليابانية

2.3.2 الشموع اليابانية الأساسية

تختلف المعاني التي تقدمها الشموع اليابانية باختلاف أشكالها حيث تختلف هذه الأشكال عن بعضها البعض اعتمادا على العلاقة بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق و أدنى سعر و أعلى سعر. أ. الأجسام الطويلة والأجسام القصيرة: يقدم الاختلاف الموجود بين جسم الشمعة وظلها اختلاف في معناها الدلالي، فالיום الذي يكون فيه الاختلاف كبيرا بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق يسمى بـ "اليوم الطويل" وهو يدل على وجود تحركات قوية في الاتجاه، أما اليوم الذي يكون فيه الاختلاف ضئيلا بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق يسمى بـ "اليوم القصير" وهو يشير إلى تردد و قلة التحركات في الأسعار²¹¹.



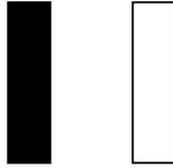
الشكل رقم (7-7) : الأجسام الطويلة مقابل الأجسام الصغيرة

²¹¹ Baron François « chandeliers Japonais » Op. Cit , p15.

- Gounant Hervé « Améliorer ses performances avec le Trading » Gualino éditeur , paris 2006 pp 42 , 45-46.

وتعتبر الشمعة الطويلة البيضاء عن وجود ضغط شراء قوي وكلما كانت الشمعة أطول كلما كان سعر الإغلاق أكثر ارتفاعا من سعر الافتتاح، وتعتبر الشمعة السوداء الطويلة عن وجود ضغط بيع قوي وكلما كانت الشمعة أطول كلما كان سعر الإغلاق أكثر انخفاضاً من سعر الافتتاح. كما تدل الشموع الطويلة على حجم تداول عالي جدا. أما الشموع ذات الجسم الصغير والرأس والرجل المتساويان والقصيران، فالجسم الصغير يدل على تداول ضعيف²¹² وأن المشترين والبائعين لم يستطع أي منهما أن يسيطر على التداول لذلك فإن السعر لم يتحرك كثيرا. أما الرأس والرجل القصيرين يدلان على أن السعر لم يهبط أو يرتفع عن الإغلاق والافتتاح كثيرا (فالشمعة البيضاء تغلق على ارتفاع بسيط والسوداء تغلق على انخفاض بسيط)²¹³.

ب. نموذج **Marubozu** : من أكثر نماذج الشموع الطويلة فعالية نجد نموذج الأخوين **Marubozu** الأسود والأبيض، فهذا النموذج ليس له لا ظلال علوية ولا سفلية حيث أن الارتفاع والانخفاض ممثلان بسعر الافتتاح والإغلاق فقط.



الشكل رقم (7-8) : نموذج **Marubozu**

فنموذج **Marubozu** الأبيض: يدل النموذج على أن سعر الافتتاح هو الأدنى وسعر الإغلاق هو الأعلى، حيث لا يتم تسجيل أي سعر منخفض بعد الافتتاح لأنه لا يوجد ظل سفلي، كما لا يوجد ظل علوي، لأن سعر الإغلاق هو الأعلى الذي يتم تسجيله في الجلسة²¹⁴، فالشمعة تدل على أن المشترين سيطروا على السهم من الافتتاح إلى الإغلاق. بينما يتشكل نموذج **Marubozu** الأسود عندما يتساوى سعر الافتتاح مع سعر الارتفاع القياسي ويتساوى الإغلاق مع سعر الانخفاض القياسي وهذا يدل على أن البائعين سيطروا على السهم.

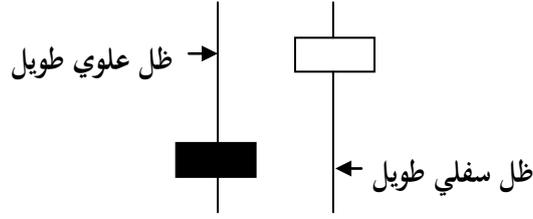
ج. **الظلال الطويلة و الظلال القصيرة**: تمثل الظلال العلوية فترات الارتفاع والسفلية فترات الانخفاض. وتدلل الشموع ذات الظلال القصيرة على أن الجزء الأكبر من حركة المضاربة كان مقتصرًا على الفترة بين الافتتاح والإغلاق، في حين تشير الشموع ذات الظلال الطويلة إلى أن حركة المضاربة امتدت إلى أبعد بكثير من سعر الافتتاح والإغلاق. و تشير الشموع ذات الظلال العلوية الطويلة والسفلية القصيرة إلى سيطرة المشترين خلال فترة المضاربة و إلى أسعار بيع أعلى، فقد قام البائعون بخفض الأسعار وأدى الإغلاق الضعيف إلى خلق ظل علوي طويل، وعلى العكس فإن الشموع ذات الظلال السفلية الطويلة والظلال العلوية القصيرة تشير إلى سيطرة البائعين خلال فترة المضاربة و إلى انخفاض الأسعار حيث قام المشترون بعد ذلك بدفع السوق نحو أسعار بيع أعلى عند نهاية فترة المضاربة وأدى الإغلاق المرتفع للسوق إلى تشكل ظل سفلي طويل²¹⁵.

²¹² Tudela Felipe .op.cit, p 69.

²¹³ مقال بعنوان " الشموع اليابانية " ص 7 ، على الموقع الإلكتروني www.sa11.com.

²¹⁴ Baron François « chandeliers Japonais » Op. Cit , p15.

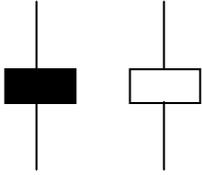
²¹⁵ العمري ماجد فهد، مرجع سابق، ص 4.



الشكل رقم (7-9): نموذج الظلال الطويلة

د. القمم العلوية والظلال السفلية الطويلة (القمم المغزلية) (Toupie tournante (Spinning Tops))

و هي تتمثل في شموع ذات جسم صغير بظلال علوية و سفلية أطول من الجسم و تعني هذه الشمعة التردد، أي أن المستثمرين داخل السوق يفكرون في الخطوة المقبلة²¹⁶.



الشكل رقم (7-10): القمم العلوية والظلال السفلية الطويلة

هـ. نموذج Doji: يعتبر من أهم نماذج الشموع حيث يمثل حالة التردد، فهو يجسد الجلسة التي يكون فيها البائعون والمشترون في لعبة عادلة، وهي تعكس حالة التوازن التام بين كلا القوتين، ففي Doji يكون سعر الافتتاح والإغلاق على نفس المستوى²¹⁷. كما يتميز هذا النموذج بظلال طويلة جدا أضعاف طول الجسم وهذا ما يفرقها عن الشمعة الصغيرة التي يكون جسمها صغير و لكن ظلالها أقصر من طول جسمها، و تدل تلك الظلال على حيرة المتعاملين وعدم قدرة كل من المشتريين والبائعين من السيطرة على السهم لذلك ينتهي التعامل بسعر مساوي لسعر الافتتاح. و تبرز أهمية هذه الشمعة عندما تأتي بعد شمعة بيضاء طويلة فهي تدل على توقف حركة الشراء الكبيرة على السهم و بداية فترة من الضعف والحيرة تنتهي بحدوث مفاجأة في التعامل، و العكس إذا ظهرت بعد شمعة سوداء ربما يحدث صعود مفاجئ في السهم²¹⁸. و يمكن أن يختلف طول الظلال العلوية و السفلية ونتيجة لذلك تأخذ الشمعة شكل الصليب أو الصليب المقلوب أو إشارة الجمع (+).



الشكل رقم (7-12): شمعة دوجي بشكل صليب

و صليب مقلوب

الشكل رقم (7-11): شمعة الدوجي Doji

²¹⁶ Tudela Felipe .op.cit, p 72.

²¹⁷ Nison Steve « Beyond Candlesticks :new Japanese charting techniques revealed » Wiley Finance Edition p45 .

²¹⁸ المصري " الشموع اليابانية " ص 10. على الموقع الإلكتروني www.sa11.com.

III. تحليل الاتجاه و وجود تحركات:

يستند التحليل الفني على مبدأ أن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل أو اتجاه سهم منفرد. وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة، بعد ذلك يمكنه أن يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين، و هنا يعتقد الفنيون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل. كما أن هناك معتقدات أخرى لا تقل أهمية والتي تتمثل في العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار والمستويات الدعم والمقاومة.

1.3 اتجاه حركة الأسعار

يعتقد الفنيون أن حركة أسعار الأسهم تخضع لقانون قوة الدفع أو قوة الصدمة التي تخضع لها حركة الأشياء، فالشيء المتحرك يستمر في حركته وفي نفس الاتجاه حتى يواجه قوة مضادة فيتغير اتجاه حركته وهو ما ينطبق على حركة أسعار الأسهم، فسعر السهم يسير في اتجاه صعودي أو هبوطي حتى يواجه تغيرا في العلاقة بين قوى العرض و الطلب تعمل على تغيير اتجاهه²¹⁹.

1.1.3 تعريف اتجاه السعر

يعتبر مفهوم اتجاه السعر مفهوم أساسي لتطبيق التحليل الفني على الأسواق، فهو أداة تساعد على قياس اتجاه السوق بغرض المضاربة و الاستثمار، و غالبا ما تسمع التعبيرات الشائعة التي تقول "ضارب دائما في نفس اتجاه السوق"، و "لا تعارض اتجاه السوق أبدا" أو "اتجاه السعر هو صديقك" "Trend is your friend". فالأسواق المالية لا تتحرك في خط مستقيم بل تتحرك في اتجاهات، حيث تتميز حركات السوق بسلسلة من الخطوط المتعرجة، و تتمثل هذه الأخيرة في سلسلة من التموجات مع قمم و قيعان واضحة. ولقد كان Dow أول من أشار إلى مفهوم الاتجاه حيث كان الاعتقاد السائد قبله هو أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي.

ويعرف الاتجاه²²⁰ "بأنه خط مستقيم يوصل بين نقطتين سرعتين و يمتد نحو المستقبل و يفيد في تحديد المستويات السعرية التي من المتوقع أن يتوقف عندها السعر قبل أن يواصل حركته أو يرتد عنها من حيث أتى". كما يعرف الاتجاه بأنه²²¹ "سلسلة من القمم و القيعان التصاعدية أو التنازلية فإذا كانت هذه القمم والقيعان تصاعدية فإن الاتجاه يكون تصاعدي و إن كانت تنازلية فإن الاتجاه يكون تنازلي، كما أن السوق يتحرك في اتجاه جانبي لفترة معينة من الوقت". ويهدف المستثمرون إلى تحديد اتجاهات الأسعار من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم. وقد ميز داو بين ثلاثة أنواع من الاتجاهات وهي²²²:

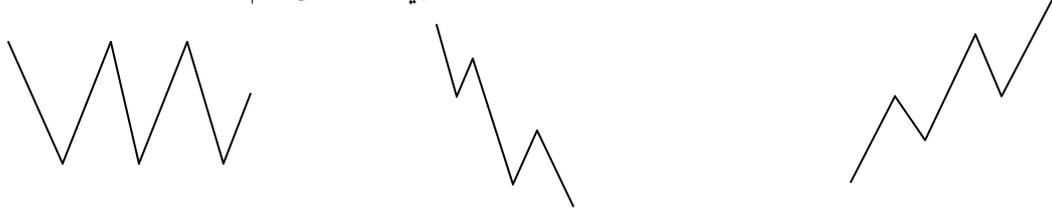
²¹⁹ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص 441.

²²⁰ أبو طربوش رائد محمود، مرجع سابق، ص 69.

²²¹ John .J. Murphy. op.cit, pp 99-100.

²²² Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p15.

- **الاتجاه الصاعد:** عرفه Dow بأنه الوضع الذي يغلق فيه السعر عند مستوى أعلى من السعر الذي يسبقه، و أن يغلق السعر الأدنى التالي عند مستوى أعلى من السعر الأدنى الذي يسبقه فهو بذلك يشبه السلم، وبمعنى آخر يمثل خط اتجاه السعر الصاعد سلسلة من القيعان والقمم المتتالية المتصاعدة، بحيث يكون كل قاع جديد أعلى من سابقه، وكذلك بالنسبة للقمم الجديدة. ويتم الحكم على الاتجاه بأنه صاعد أم لا من خلال العين المجردة حيث يكون ميل خط الاتجاه الصاعد موجبا ويتم رسمه بالتوصيل بين نقطتين تمثلان أدنى الأسعار بحيث تكون جميع الأسعار الواقعة بينهما فوق خط الاتجاه المرسوم (الشكل رقم 7-13).
- **الاتجاه الهابط:** يعرف الاتجاه الهابط بأنه سلسلة من القمم والقيعان المتتالية الهابطة حيث تكون كل قمة جديدة أدنى من سابقتها، وكذلك الحال بالنسبة للقيعان الجديدة يكون ميل خط الاتجاه الهابط سالبا ويتم رسمه من خلال التوصيل بين نقطتين تمثلان أعلى الأسعار بحيث تكون جميع الأسعار الواقعة بينهما أسفل خط الاتجاه المرسوم، ويتم هنا تطبيق إستراتيجية البيع على أعلى الأسعار والتي ستلامس خط الاتجاه الهابط إلى أن يتم اختراق هذا الخط نحو الأعلى (الشكل رقم 7-14).
- **الاتجاه المنبسط أو المستوي:** تكون القمم السعرية المتتالية على نفس المستوى سعري تقريبا توازيها قيعان سعري لها نفس المستوى سعري تقريبا. فهذا النوع من الاتجاه يعكس فترة من التوازن في مستوى السعر حيث تكون قوى العرض والطلب في حالة من التوازن النسبي (الشكل رقم 7-15).



الشكل رقم (7-13): الاتجاه الصاعد الشكل رقم (7-14): الاتجاه الهابط الشكل رقم (7-15): الاتجاه المستوي
المصدر: John .J. Murphy . op.cit, p50 أو الجاني

و توجد ثلاثة قرارات تواجه المستثمر و هي الشراء أو البيع أو الوقوف جانبا بدون فعل شيء، فعندما يكون السوق في اتجاه صاعد تكون إستراتيجية الشراء هي المفضلة، وعندما يكون في حالة تنازلية يكون القرار البيع هو القرار الصائب، أما عندما تكون حركة السوق جانبية (مستوي) فإن القرار الملائم هو عدم التداول . و في بعض الأحيان يحصل اختراق لخط الاتجاه إلى أعلى أو إلى أسفل من خلال تكوين انخفاضات تتجاوز خط الاتجاه المرسوم، و في مثل هذه الحالة يجب النظر إلى حجم التداول هل زاد بكمية كبيرة ليدل على أن الكسر للاتجاه حقيقي و قوي أم أن حجم التداول قليل ليوضح أن هذا الكسر غير حقيقي و أن سعر السهم سوف يعود مرة أخرى بسرعة خلال أيام²²³.

- أبو طربوش رائد محمود، مرجع سابق، ص ص 69-71.

- John .J. Murphy . op.cit, p 51.

²²³ التميمي أرشد فؤاد، مرجع سابق، ص 219.

وتمثل العلاقة بين حجم التعامل و اتجاه حركة الأسعار جوهر نظرية Dow فوفقا لتلك النظرية إذا كان الاتجاه الأساسي لسعر السهم صعودي حينئذ يزداد حجم التعامل مع الزيادة في السعر، كما ينخفض حجم التعامل مع انخفاض السعر، أما عندما يكون الاتجاه الأساسي لسعر السهم هبوطي يزداد حجم التعامل .

2.1.3 خطوط الاتجاه Trend Lines

ويعتبر خط الاتجاه الأساسي من أبسط أدوات التحليل الفني التي يستخدمها المحللون، و يمكن تعريف خط الاتجاه التصاعدي بأنه خط مستقيم متجها إلى الأعلى بالاتجاه الأيمن على طول أدنى مستويات مرتدة (الشكل رقم 7-16)، و يمكن استخدام خط الاتجاه التصاعدي كخط دعم من أجل القيام بعملية الشراء، أما خط الاتجاه التنازلي فهو خط مستقيم متجها إلى الأسفل باتجاه اليمين على طول القمم المرتفعة (الشكل رقم 7-18). و يمكن استخدام خط الاتجاه التنازلي كمنطقة مقاومة من أجل البيع²²⁴.



الشكل رقم (7-18): خط الاتجاه الهابط

الشكل رقم (7-17): خط الاتجاه الصاعد

المصدر: www.StockChart.com

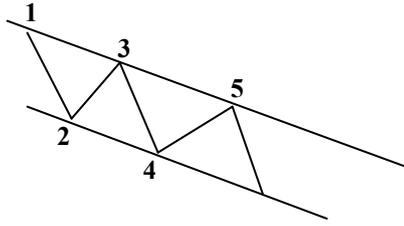
وحتى يتم رسم خط الاتجاه الصحيح لابد و أن يكون هناك دليل على وجود اتجاه، بمعنى أن يكون هناك على الأقل اثنين من مستويات السعر الأدنى التي ارتد عنها السعر، و أن يكون السعر الأدنى الثاني أعلى من السعر الأدنى الأول لرسم خط الاتجاه التصاعدي، وبالتالي حالما يتم تحديد مستويين متصاعدين من أدنى الأسعار يمكن حينها رسم خط مستقيم يصل بينهما وسحبه للأعلى باتجاه اليمين. وعليه يكون خط الاتجاه أكثر دقة عندما يلامس أكثر من نقطتين على خط واحد وكل ما زادت النقاط كان الاتجاه أكثر صلابة والعكس صحيح، و كذلك كلما كانت النقاط متباعدة عن بعضها البعض كان الاتجاه أفضل و يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بالأسعار المستقبلية. وعندما يتم تأكيد خط الاتجاه و يواصل اتجاهه الأصلي يصبح مفيدا أكثر²²⁵.

3.1.3 قناة السعر The Channel Price

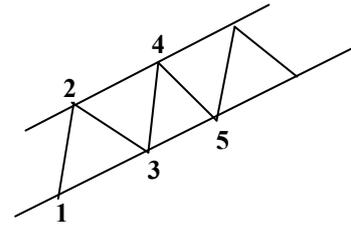
²²⁴ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p 20.

²²⁵ John .J. Murphy . op.cit, p 69.

هناك نوعين من قنوات الاتجاه: الأولى قناة الاتجاه التصاعدي والثانية قناة الاتجاه التنازلي، وتتكون قنوات الاتجاه من خطين للاتجاه يتم رسمهما على خريطة الأعمدة. وتتكون قناة السعر عندما تتحرك الأسعار بين خطين متوازيين أحدهما خط دعم والآخر خط مقاومة²²⁶؛ وتتميز قناة ببساطتها ففي الاتجاه التصاعدي تتكون من خلال خط الدعم الذي يتضمن ثلاثة نقاط، وبعدها يتم رسم خط موازي لخط الدعم والذي يصل بين أعلى مستويات السعر (على الأقل نقطتين، الشكل رقم 7-19)، أما في الاتجاه التنازلي فتتكون قناة السعر من خلال رسم خط المقاومة الذي يتضمن ثلاثة نقاط وبعدها يتم رسم خط موازي للخط السابق والذي يصل بين أدنى مستويات الأسعار (على الأقل نقطتين الشكل رقم 7-20).²²⁷

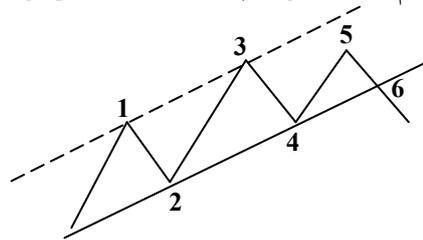


الشكل رقم (7-20): قناة السعر في الاتجاه التنازلي



الشكل رقم (7-19): قناة السعر في

وعندما يفشل السعر في الوصول إلى خط المقاومة تكون إشارة مبكرة على احتمالية قيامه بكسر الحد السفلي من القناة (حالة انعكاس)، ففي الشكل رقم (7-21) فشل السعر عند النقطة 5 من الوصول إلى الحد العلوي من قناة السعر، ثم قام بكسر خط الاتجاه التصاعدي الأساسي (الحد السفلي من القناة) للأسفل. و يشير كسر خط المقاومة إلى حدوث تغير هام في الاتجاه إلا أن كسر خط القناة التصاعدي له معنى معاكس تماما حيث يشير إلى تسارع الاتجاه القائم²²⁸. كما يمكن استخدام خط الاتجاه التصاعدي الأساسي للبدء في صفقات شراء جديدة كما يمكن استخدام قناة السعر لجني الأرباح على المدى القصير؛ وقد يستخدم الكثير من المستثمرين القناة للبدء بصفقات بيع على رغم أن التداول في الاتجاه المعاكس وخط الاتجاه الداعم قد يكون خطرا وقد يكون وسيلة مكلفة.



الشكل رقم (7-21): كسر خط الاتجاه التصاعدي

²²⁶ Amat Oriel et Puig Xavier . op.cit, p 59.

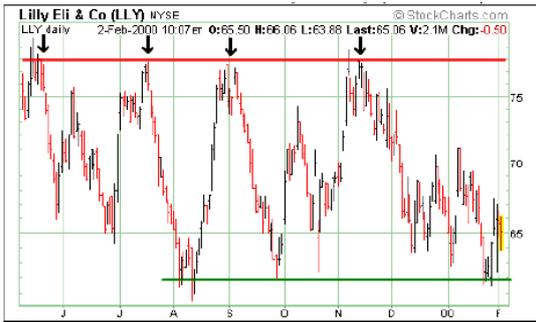
²²⁷ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, p p 67-68.

²²⁸ John .J. Murphy . op.cit, p 81.

2.3 مستويات الدعم و المقاومة Support and resistance

يستخدم مصطلح الدعم **Support** كبديل لمصطلح الطلب (ال شراء) ومصطلح المقاومة **resistance** كبديل لمصطلح العرض (البيع)، ف سعر السهم هو نتاج معركة بين البائعين (الدببة Bear) والمشتريين (الثيران Bull)، إذ تمكن تلك المعركة المحلل من معرفة نقاط الدعم والمقاومة. ويمكن توضيح كل من مستويات الدعم و المقاومة فيما يلي²²⁹:

- **مستوى الدعم Support** : هو أدنى انخفاض يصل إليه السعر ومن غير المحتمل أن ينخفض بأدنى منه، بمعنى أن سعر السهم سوف ينخفض إلى نقطة يعتقد فيها المستثمر بأنها أدنى انخفاض يصل إليه السهم أو السوق ككل، هذه النقطة تمثل القاع وعندها يتحرك المستثمرون لإنعاش عملية الشراء لغرض مساندة (دعم) السعر الأمر الذي يرفع قوى الطلب للتغلب على قوى العرض، وبالتالي البدء بصعود مستوى الأسعار. فنقاط الدعم هي مستوى الأسعار الذي يكون الطلب عنده كبيرا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه من الهبوط إلى الصعود. ويسمى منحنى الدعم بمنحنى التجميع (التراكم) فهو يمثل مستوى السعر الذي انطلقا منه تتم عملية التجميع (الشكل رقم 7-22).
 - **مستوى المقاومة resistance** : يمثل أعلى سعر يصل إليه السهم أو السوق ككل و من غير المحتمل أن يرتفع بأعلى منه حيث يتغلب ضغط البيع على ضغط الشراء و يتراجع السعر المرتفع، فنقاط المقاومة هي مستويات الأسعار التي يكون العرض عندها كبيرا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه إلى الهبوط؛ فعند نقاط المقاومة يعتقد المستثمرون أن الأسعار أصبحت عالية بما فيه الكفاية بحيث يقبل عدد كبير منهم على البيع الأمر الذي يدفع قوى العرض للتغلب على قوى الطلب وبالتالي البدء بهبوط الأسعار. ويسمى منحنى المقاومة بمنحنى التوزيع (الشكل رقم 7-23).
- و يمكن توضيح مستويات الدعم و المقاومة بيانيا كما يلي:



الشكل رقم (7-23): مستويات المقاومة



الشكل رقم (7-22): مستويات الدعم

²²⁹ التميمي أرشد فؤاد ، مرجع سابق، ص 229.

- علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 278.

- Gounant Hervé . op.cit, pp 62-63.

وترتبط فكرة مستويات الدعم والمقاومة بسلوك المستثمر نفسه، فعندما يقرر بعض المستثمرين عدم الشراء عند وصول سعر السهم إلى مستوى متدني ثم يرتفع السعر بعد ذلك فإنهم يشعرون بالندم، وما إن ينخفض السعر إلى ذلك المستوى تجدهم يسارعون في الشراء، و يطلق على هذا المستوى المتدني بمستوى الدعم وهو مستوى منخفض سبق وأن وصل إليه السعر ويصعب أن يذهب إلى أبعد منه وعنده يزداد التعامل على الأسهم نظرا لزيادة الطلب، أما مصدر التعامل فيأتي من ثلاث مجموعات وهم: المستثمرين الذين ندموا على عدم الشراء عندما وصل السعر إلى هذا المستوى في الماضي، والبائعين على المكشوف الذين باعوا أسهم من قبل بأسعار مرتفعة، و أخيرا المستثمرين الذين يميلون بطبيعتهم إلى شراء السهم عندما تنخفض قيمته السوقية دون أي اعتبار آخر. وعلى العكس من ذلك عندما يكتشف المستثمرون أن سعر قد انخفض بعد أن قاموا بشرائه فإنهم يشعرون بالندم و ينتظرون لحظة أن يرتفع السهم إلى المستوى الذي سبق أن اشتروه به وما أن تأتي تلك اللحظة تجدهم يسارعون في البيع، و يطلق على هذا المستوى بمستوى المقاومة وهو مستوى مرتفع لسعر السهم يصعب أن يتعداه و عنده تزداد الكمية المعروضة من السهم للبيع. فببلوغ سعر السهم مستوى المقاومة يتوقع له أن يأخذ في الهبوط وذلك تحت وطأة زيادة العرض وعلى العكس من ذلك عندما يبلغ سعر السهم مستوى الدعم يتوقع له أن يأخذ في الارتفاع تحت تأثير التعامل النشط الناجم عن زيادة الطلب.²³⁰

3.3 نماذج السعر Price Patterns

تشير نماذج السعر إلى صور أو تكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر الخاصة بالأسهم أو السلع ويمكن تصنيفها إلى فئات مختلفة و لها قيمة تنبؤية خاصة، وهناك نوعين من نماذج السعر: وهي النماذج الانعكاسية **Reversal** و النماذج الاستمرارية **Continuation**.

1.3.3 نماذج السعر الانعكاسية Reversal

تشير النماذج الانعكاسية إلى وجود انعكاس هام في الاتجاه يأخذ مكانه، فالبحث عن النماذج الانعكاسية يسمح بإبراز الأوقات التي تعد نقطة انطلاق تغير آراء المستثمرين كلية عن السوق أو عن السهم بتجاوز سيكولوجيا مرتفعة إلى أخرى منخفضة أو العكس، و ترتبط هذه الأوقات بتقلبات قوية تعكس الآراء المتناقضة بين المستثمرين الذين يرغبون في مواصلة اتجاه الأسعار و المستثمرين الذين يأملون في استقرارها.²³¹ و من بين نماذج السعر الانعكاسية الأكثر استعمالا نجد : نموذج الرأس و الكتفين، القمم والقيعان الثلاثية، القمم و القيعان المزدوجة، المسمار و النموذج الحلقي أو الدائري (الصحن).

2.3.3 نماذج السعر الاستمرارية Continuation

تشير هذه النماذج إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة و أنه من المحتمل أن يصحح أوضاع الشراء المكثفة أو البيع المكثف على المدى القصير و التي يستأنف الاتجاه بعدها مساره الأصلي. و تستغرق هذه النماذج فترة

²³⁰ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص 442-443.

²³¹ Gounant Hervé . op.cit, p91.

زمنية أقصر في تكوينها و يمكن تصنيفها على أنها نماذج قصيرة أو متوسطة المدى. و تتضمن نماذج السعر الاستمرارية عدة أنواع منها: المثلثات، و الأعلام، و الرايات المستطيلة و المستطيلات.

IV. المؤشرات الفنية

يعرف المؤشر الفني بسلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها انطلاقاً من البيانات التاريخية للأسعار و/أو الأحجام، حيث تتم معالجة تلك البيانات في صيغ رياضية و ذلك بهدف الحصول على سلسلة جديدة من النتائج يتم إعادة تقديمها على منحنيات الأسعار. و يكمن الهدف من استخدام المؤشرات الفنية في تحديد قوة التغيرات (تحركات الأسعار) بشكل قد لا تتمكن العين المجردة من إدراكه على الخرائط الفنية، بالإضافة إلى تحقيق أحد أو بعض أو جميع الأهداف التالية: التنبؤ، التأكيد، التعزيز و للتنبؤ²³². و يجب أن لا ينصب تركيز المحلل الفني على تحركات المؤشر الفني فقط دون ربط مساره مع تحركات السعر كما يجذب أن لا يتم اتخاذ القرار بناءً على دلالة مؤشر واحد بل يفضل انتقاء عدد من المؤشرات تساعد على عملية التنبؤ و التعزيز والتنبؤ ضمن إطار منظم من التحليل. و توجد العديد من المؤشرات و نجد منها: مؤشرات تعتمد على قياس الاتجاه كأساس ومنها المتوسطات المتحركة، ومؤشرات تعتمد زخم التداول كأساس ومنها نجد: معدل التغيير، مؤشر القوة النسبية، و مؤشر لاري وليمز. وكذا مؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ كأساس ومنها مؤشر التدفق النقدي ... ، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المؤشرات.

1.4 مؤشرات تعتمد على الاتجاه كأساس

1.1.4 المتوسط المتحرك Moving Average

تعتبر المتوسطات المتحركة من المؤشرات الفنية الأكثر استخداماً حيث تؤثر في التداول ويمكن الاعتماد على نتائجها، فبدلاً من استخدام أسعار الإقفال وأعلى وأدنى الأسعار في يوم تداول معين يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما يعرف بالمتوسطات المتحركة وهي عبارة عن²³³ تمثيل بياني للأسعار باستخدام المتوسطات الحسابية لتلك الأسعار والمحسوبة خلال فترات زمنية محددة قد تطول أو تقصر، أما مصطلح " المتحرك " فيتم استخدامه نظراً لأن حساب المتوسط يركز على آخر أيام الفترة الزمنية للمتوسط، وبالتالي يتغير حساب هذا المؤشر يومياً مع كل يوم تداول جديد فمثلاً المتوسط المتحرك لـ 20 يوم للأسعار تتم مراجعته يومياً إذ يركز حسابه على أسعار آخر عشرين يوم²³⁴. و باعتبار أن أسعار الإغلاق هي أكثر الأسعار أهمية خلال يوم التداول فهي الأكثر استخداماً عند حساب قيمة المتوسط المتحرك .

و يستعمل المتوسط المتحرك في العديد من أنظمة تتبع اتجاه السعر الآلية، كما أنه يضمن تحديد إشارات محددة للبيع أو الشراء و التي تتميز بدقتها.

²³² Gounant Hervé . op.cit, p 109.

²³³ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 287.

²³⁴ Tvede Lars « La psychologie des marchés financiers » op.cit, p191.

و نظرا لأن مؤشر المتوسط المتحرك يعتمد على تتبع اتجاه السعر فإن أداءه يكون أفضل عندما يكون السوق في فترة السير في اتجاه محدد، بينما يكون أداءه ضعيفا عندما يكون السعر محصورا في نطاق ضيق متخذ اتجاه جانبي خلال فترة زمنية قد تصل من نصف إلى ثلث الوقت.

وتوجد أنواع العديدة من المتوسطات المتحركة و نجد منها²³⁵:

المتوسط المتحرك البسيط (SMA) The Simple Moving Average ، والمتوسط المتحرك الأسّي (EMA) The Exponentially Moving Average ، والمتوسط المتحرك الخطي المرجح (LWMA) The Linearly Weighted Moving Average إضافة إلى المنحنيات الغلافية للمتوسط المتحرك Moving Average Envelopes

2.4 مؤشرات تعتمد على العزم كأساس (زخم التداول)

1.2.4 مؤشر التذبذب Oscillators

يعتبر مؤشر التذبذب Oscillators كطريقة بديلة لتتبع الاتجاه خاصة في الفترة التي لا يوجد فيها اتجاه للسعر، فهو يستخدم أساسا بالنسبة للأسهم التي لا تأخذ أسعارها اتجاهها عاما سواء للصعود أو الهبوط وإنما تتذبذب أسعارها أفقيا حول رقم متوسط و في نطاق معين يصعب معه الاستفادة من مؤشرات الاتجاه العام. ويستخدم هذا المؤشر لتحذير المستثمر من وصول السوق إلى الذروة على المدى القصير وهو الوضع الذي يسمى بذروة البيع Oversold أو ذروة الشراء Overbought ، كما يمكن لمؤشر التذبذب من تحذير المستثمر من تناقص زخم التداول Momentum لاتجاه السعر قبل أن يظهر ذلك في حركة السعر نفسها، بالإضافة إلى ذلك يعطي هذا المؤشر أيضا إشارة باكتمال اتجاه السعر. و تظهر جميع مؤشرات التذبذب أسفل الرسم البياني للسعر و تتمثل في مجموعة خطوط متشابكة أفقيا و تتزامن قمم و قيعان منحنى السعر البياني مع تلك القمم والقيعان في المؤشر، وتوجد في بعض مؤشرات التذبذب نقطة تقع في المنتصف تقسم نطاق المؤشر إلى قسمين أفقيين واحد علوي والآخر سفلي، و عادة ما تكون هذه النقطة الوسيطة هي الخط الصفري كما توجد في بعض مؤشرات التذبذب حواجز علوية و أفقية تدرج من الصفر إلى المائة.

ويصل مؤشر التذبذب إلى ذروته عندما يلامس الطرف العلوي أو السفلي و هو ما يعني بأن السعر قد تحرك كثيرا و بشكل سريع وأنه يتوجب حدوث حركة تصحيحية أو سير السوق في اتجاه جانبي بعد هذه الحركة العنيفة. وبالتالي يفضل دائما الشراء عندما يقترب المؤشر من الحد السفلي، على العكس يفضل دائما البيع عندما يقترب المؤشر من الحد العلوي. ولذلك يتم استخدام تقاطع المؤشر مع النقطة الوسيطة منه كإشارة بيع أو شراء²³⁶.

و تتعدد أنواع مؤشرات التذبذب و نجد منها:

²³⁵ المهيلمي عبد المجيد " التحليل الفني للأسواق المالية" البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع عمان، الطبعة الخامسة 2006، ص ص 161-167.

²³⁶ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص ص 82-48.

- ✓ مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum Oscillators
- ✓ مؤشر التذبذب الذي يعكس معدل التغيير -ROC- Rate of change Oscillators
- ✓ المتوسط المتحرك لمؤشر التذبذب Moving Average Oscillators
- مؤشر القناة للسلع Commodity Channel Index (CCI)
- مؤشر القوة النسبية The relative Strength index (RSI)
- مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic – OSC-% D, % K

3.4 مؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ

تتعدد المؤشرات التي تعتمد على حجم التنفيذ و نجد منها:

- مؤشر تدفق الأموال Money Flow Index (MFI)
- مؤشر توازن الحجم On Balance Volume (OBV)
- مؤشر التوقف و الانعكاس Parabolic SAR (Stop And Reversal)
- مؤشر المتوسط الإتجاهي Average Directional Index (ADX)

V. نظرية الموجات²³⁷ لاليوت

تعد النظرية بمثابة وصف دقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي أي سلوك المضاربين (البائعين والمشتريين)، وتظهر كيفية انتقال سيكولوجيا الجمهور (المضاربين) من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العودة، أي الانتقال من حالة التفاؤل إلى حالة التشاؤم و ذلك في سياق دورة طبيعية تخلق نماذج حركة محددة قابلة للقياس، فمن خلال هذه النظرية يتم رصد التغيير في سلوك المضاربين من خلال التغيير في أشكال الحركة السعرية على الرسم البياني، و وفقا لبيانات أسعار السهم التاريخية تمكن إاليوت من تمييز مجموعة من النماذج للحركة أو للموجات السعرية المتكررة في السوق المالي.

إذن فمبدأ الموجات يؤمن بأن كل حركة في السوق تكون ناتجة عن معلومات لها معنى مهم و في نفس الوقت تنتج معلومات مهمة؛ فكل عملية تدخل في صناعة السوق و تنتقل معلوماتها للمستثمرين الآخرين، مما يجعلها جزء من السلسلة التي تؤثر في سلوك المستثمرين الآخرين. هذه الحلقة من المعلومات تحكمها الطبيعة الإنسانية، و بما أن هناك طبيعة إنسانية محددة فإن هذه العملية ستصدر أنماطا مميزة، و بما أن هذه الأنماط تتكرر فإن معرفتها قيمة كبيرة في التوقع المستقبلي²³⁸.

كما قام إاليوت بتسمية و تعريف و شرح موجات الحركة السعرية و كيفية ارتباط الموجات مع بعضها البعض لتكون موجة أكبر في نفس الهيكل الذي تنتمي إليه ثم كيفية ارتباط تلك الموجات الأكبر حجما مع بعضها

²³⁷ تعرف الموجات على أنها أنماط ذات حركات اتجاهية، وبتحديد أكثر الموجة هي أي من تلك الحركات النمطية التي تحدث بشكل طبيعي تحت نظرية الموجات .

²³⁸ <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>

لتكون موجة أكبر حجما و هكذا، و مرة بعدة مرة يتكرر تكوين نماذج الموجات الأكبر حجما من حاصل تجميع نماذج الموجات الأصغر حجما. و عليه يمكن وصف مبادئ موجات اليوت على أنها دليل لنماذج موجات الحركة السعرية يحدد أين يمكن أن تتشكل تلك الأمواج و كيفية تشكلها في المسار الكلي لحركة الأسواق²³⁹.

و لبناء نظرية الموجات اعتمد اليوت على أعمال كل من **Leonardo Fibonacci** و **شارل داو** فكل واحد منهما كان له تأثير بالغ على مبادئ نظريات الموجات ل **Elliott** ، فقد قدم له **داو** سيكولوجيات حدوث التغيرات السعرية في البورصة، أما **فابوناتشي** فقد قدم له سلسلة أرقام **فابوناتشي** والنسبة الذهبية²⁴⁰.

1.5 أساسيات موجة اليوت السعرية

تتضمن نظرية **Elliott** ثلاثة أوجه متفاوتة الأهمية وهي: تكون الموجة، النسب الموجودة بين مختلف التغيرات، والزمن الفاصل بين التحركات. و يعتبر تكون موجة السعر أهم عنصر في هذه النظرية أما تحليل النسبة فتكمن أهميته في تحديد النقاط التصحيحية و أهداف السعر و ذلك عن طريق قياس العلاقة بين موجات السعر المختلفة، أما العلاقات الزمنية فيمكن استخدامها للتأكد من صحة نماذج الموجات السعرية و نسبها.

ولقد بدأ **Elliott** ببحثه في سلوك و أنماط الخرائط من إيمانه أنه ليس للعشوائية مكان في هذا العالم فحسبه أن سوق الأسهم يسير على إيقاع تكراري وفق موجات ذات نسق معين و بشكل متكرر، حيث يخضع السوق إلى دورات و يتطور طبقا لموجات فإذا اتجه السوق إلى الارتفاع فمراحل الارتفاع المتتالية تعقبها مراحل تصحيحية منخفضة، فمختلف التغيرات من ارتفاع و انخفاض يمكن جمعها في شكل موجات (تأثير داو). فمن الواضح اقتناع **Elliott** بمواصلته في السير على خطى نظرية **Dow** و تطويرات ، كما يلاحظ تأثير البحر على كلا من **Elliott** و **Dow** في تكوين نظريتهما حيث يتضح ذلك من تشبيه **Dow** لاتجاهات السعر الأساسية و المتوسطة و الصغيرة بتيار المحيط و موجاته و تموجاته الصغيرة و في الوقت ذاته أشار **Elliott** في كتاباته إلى ظاهرة " المد و الجزر" وسمى نظريته بـ "قاعدة الموجة السعرية".

1.1.5 نماذج موجات اليوت

تقوم نظرية الموجات ل **Elliott** على قانون الفعل و رد الفعل و هو قانون فيزيائي شهير (للعالم نيوتن) ينص على أن لكل فعل رد فعل له معاكس له في الاتجاه . فموجات اليوت تخدم إحدى وظيفتين : فعل (Action) أو رد فعل (Reaction) ، فالموجة إما أن تكون سببا في تقدم الموجة الأكبر منها، أو سببا في مقاطعة هذا التقدم. إن وظيفة كل موجة تحدد باتجاهها النسبي، فالموجات المندفعة هي التي تتحرك بنفس اتجاه الموجة الأكبر منها (بدرجة واحدة)، أما الموجات التصحيحية فهي تلك التي تتحرك في عكس هذا الاتجاه. وبالنسبة ل **Elliott** فإن كل دورة السوق الكاملة تتكون من ثماني موجات رئيسية - عدد الموجات $3+5=8$ (أرقام

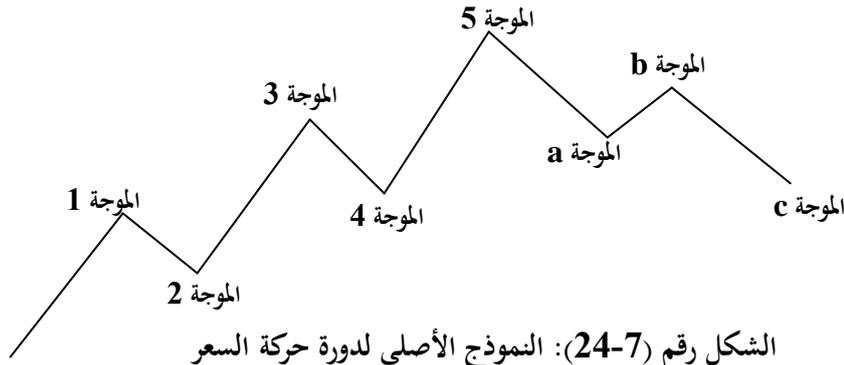
²³⁹ www.forex.com.sa

²⁴⁰ Béchu Thierry et Al .op.cit., p283.

فايوناتشي)- خمس موجات سعريّة دافعة Impulsive تتبعها ثلاث موجات سعريّة تصحيحية Corrective وتصحح مقدار معين من هذه الموجة.

أ. **الموجات الدافعة:** و أطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتحفيز حركة النموذج و الدفع (تحدث فعل الدفع) في نفس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها أي الدرجة التالية الأكبر، وتتضمن الموجات الدافعة خمس موجات، وتعطى الترتيم 1، 2، 3، 4، 5، و هي التي تحدد الاتجاه العام للسوق سواء صعودا أو هبوطا وتتضمن 3 موجات محفزة (الموجات الدافعة القاعدية) و هي الموجات رقم 1، 3، 5 و هي موجات تصاعديّة تتوسطها موجتين تصحيحيتين و هما رقم 2 و 4 و اللتين تعاكسان الاتجاه التصاعدي وتسمى هاتين الموجتين بالموجات التصحيحية وذلك لأنهما مصححتان للموجتين 1 و 3، وبعد اكتمال الخمس موجات الأولى تبدأ الموجات التصحيحية الثلاثة في التكون (الشكل رقم 3-98) ²⁴¹.

ب. **الموجات التصحيحية:** و أطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتصحيح حركة النموذج بعكس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها (فهي موجات ارتدادية وظيفتها رد فعل الدفع)، و تتكون من ثلاث موجات وتعرف بالأحرف a، b، c (الشكل رقم 7-24) ²⁴².



الشكل رقم (7-24): النموذج الأصلي لدورة حركة السعر

المصدر: John .J. Murphy . op.cit, p 321

2.1.5 درجات الموجات

بالإضافة إلى النموذج الثابت الذي وضعه Elliott لموجات السعر المتنوعة فقد وجه اهتمامه أيضا إلى درجات اتجاه السعر المختلفة والتي تختلف درجات الموجات على حسب عامل الزمن، فالموجات التي تتكون خلال دقائق تجتمع لتكون موجة أكبر على مدى ساعات و لتي تجتمع بدورها لتكون موجة أكبر على مدى أيام حتى يتم الوصول إلى الموجات التي تتكون على مدى عقود من الزمن. كما قام بتصنيف الموجات إلى تسع درجات مختلفة (حسب الأهمية) تتفاوت ما بين ما يسمى بـ Grand Supercycle و الذي يمتد لمائتي عام وما يسمى بـ Subminuette و الذي يغطي ساعات قليلة فقط.

و الجدول التالي يبين درجة كل موجة بناء على الزمن اللازم لتشكيلها.

²⁴¹ Béchu Thierry et Al . op.cit, pp 282 – 284.

²⁴² Ibid, pp 282 – 284.

الجدول رقم (7-1): درجة الموجة بناء على الزمن اللازم لتشكيلها

الدرجة	الإطار الزمني
Subminuette	من ساعات إلى أيام
Minuette	من أيام إلى أشهر
Minute	من أسابيع إلى أشهر
Minor	من أسابيع إلى أرباع (ربع سنة 3 أشهر)
Intermediate	من أشهر إلى أرباع
Primary	من أشهر إلى سنوات
Cycle	من أرباع إلى سنوات
Supercycle	سنوات
Grand Supercycle	عقود أو أكثر

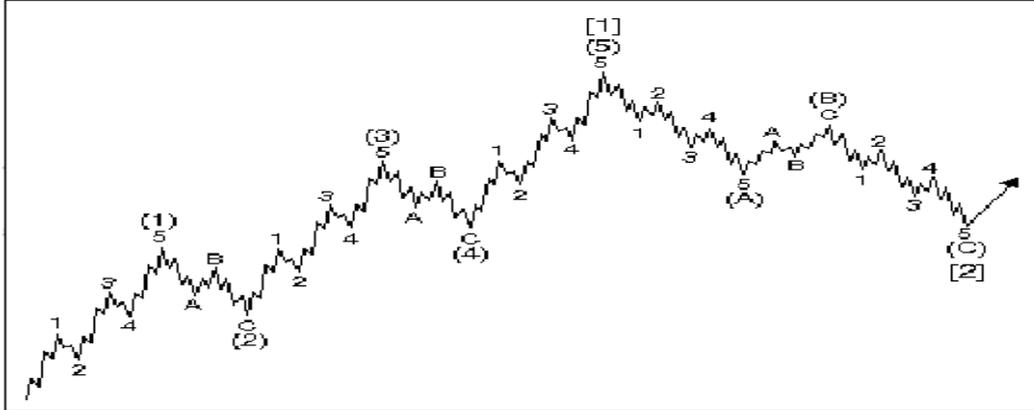
المصدر: العايدي نايف بن عبد الله " مقدمة في التحليل الموجي و موجات اليوت " ص 5.

وعند نهاية الدورة الكاملة وموجاتها الثمانية فإن دورة جديدة مشابهة ستولد، وسيكون لها نفس التركيب الداخلي، خمسة ثم ثلاثة، ثم دورة ثالثة، تبدأ بخمسة، ومعها تكتمل الموجات الخمس من الحجم الكبير . والنتيجة هي كما يظهر في الشكل رقم (7-25)، منذ بداية الحركة وحتى القمة التي سميت (5). وعند القمة التي تشكلها الموجة الخامسة يبدأ الهبوط الذي يتكون الآن من الموجات الأكبر حجما، والذي سيتكون أيضا من 3 موجات. وهذه الموجات الثلاث الكبيرة (تصحح) كامل الحركة التصاعدية للموجات التي قبلها. والنتيجة ستكون أيضا دورة كاملة تتكون من 8 موجات، ولكنها أكبر من الدورة الكاملة التي كانت تتكون سابقا في مرحلة الصعود، وبالتالي تكون كل موجة مندفعة + الموجة التصحيحية التي تتبعها هي عبارة عن دورة كاملة من حجم أصغر. و عليه تنقسم كل موجة سعريّة إلى عدد من الموجات السعريّة التي تنتمي إلى درجة أقل و التي بدورها يمكن أن تنقسم إلى عدد من الموجات السعريّة التي تنتمي إلى درجة أقل حتى من الثانية، و بالتالي يمكن القول أن كل موجة سعريّة تعتبر جزءا من موجة أخرى تنتمي إلى درجة أعلى. و يوضح الشكل رقم (3-99) هذه العلاقات بين الدرجات المختلفة للموجات السعريّة، حيث تم تقسيم الموجتين رقم [1]²⁴³ و [2] إلى ثمان موجات سعريّة أقل في الدرجة، ثم تم تقسيم الموجات الثمانية إلى 34 موجة أخرى أقل في الدرجة، و تعتبر الموجتين رقم [1] و [2] هما أكبر موجتين فقط بين أول خمس موجات أساسية أما الموجة الكبيرة التالية والتي تحمل الرقم [3] فلا تزال في طور

243 - [] : قوسي الفترة المغلقة و تشير إلى موجة من درجة أعلى مثلا: [1]، [2]....

- () : قوسي الفترة المفتوحة و تشير إلى موجة من درجة أدنى من الموجة الأكبر حجما و أعلى من الموجة القاعدية
- عندما لا يشار إلى الموجة بأقواس الفترة نطلق عليها اسم النموذج القاعدي.

التكوين و في الشكل رقم (3-100) تم تقسيم 34 موجة الصغيرة التي تم رسمها في الشكل رقم (3-99) ونتج عن ذلك التقسيم 144 موجة سعرية²⁴⁴.



الشكل رقم (7-25): الدرجات المختلفة للموجات السعرية

المصدر: : العابدي نايف بن عبد الله " مقدمة في التحليل الموجي و موجات اليوت " مرجع سابق، ص 3.

فمن خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة كيف ترتبط النماذج القاعدية لكل من الموجة الدافعة

والتصحيفية لتشكيل نموذج موجة أكبر أو أعلى في الدرجة وفقاً لتقسيم إليوت، كما يمكن ملاحظة ما يلي²⁴⁵:

- الموجة الأولى (1): هي موجة في نفس الاتجاه وتتكون من 5 موجات تصاعدية وهي متبوعة بـ 3 موجات تنازلية.
- تكون الموجات الثلاثية التنازلية A, B, C الموجة رقم (2) و التي تصحح الحركة المعطاة من قبل الموجة (1).
- الموجة (3): و هي أيضاً تتكون من 5 موجات متبوعة بـ 3 موجات هذه الأخيرة تكون الموجة (4) و هي موجة تصحيحية .

- الموجة (5): و التي تختم التغيير الكبير في الاتجاه كما أنها تتكون من 3 موجات.

تتكون موجات الاتجاه من 3 موجات و عندما نقول موجة تصحيحية فهي تتشكل من 3 موجات A, B, C فالإتجاه هو تنازلي (تصحیح دورة ارتفاع) و هما الموجات a, c و التي توجد ضمن هذا الإتجاه يمكن اعتبارها كموجات دافعة و بالمقابل فالموجة B يمكن ترجمتها كموجة تصحيحية ارتفاعية بجانب الإتجاه التنازلي (فهي تصحح الموجة A .

ومن خلال الشكل رقم (3-102) يمكن ملاحظة أن الدورة تتكون من 8 موجات (رقم فايوناتشي) ويمكن تقسيمها إلى 34 موجة داخلية (رقم فايوناتشي) و إذا ما تم تقسيم الموجات 34 نجد 144 موجة صغيرة (رقم آخر من أرقام فايوناتشي) و كل تقسيم سيعطي رقم جديد من سلسلة فايوناتشي، إذن فالأرقام 1، 1، 2،

²⁴⁴ John .J. Murphy . op.cit, p321.

²⁴⁵ Béchu Thierry et Al . op.cit, p284.

5،3،8،13،21،34،55،89،144 ليست مجرد أرقام عشوائية بل إنها جزء من سلسلة أرقام "فيوناتشي" الشهيرة و التي تكون أساس رياضي لنظرية " موجة اليوت السعرية".²⁴⁶

وتتميز كل موجة سعرية بالقدرة على تحديد اتجاه الموجة الأكبر التي تليها سواء تم تقسيمها إلى خمس موجات أو ثلاث موجات، ففي الشكل رقم (3-99) تم تقسيم الموجات رقم (1)، (3)، (5) إلى خمس موجات وذلك لأن الموجة الكبيرة التالية للموجة الكبيرة الأولى التي ينتمون إليها (الموجة رقم [1] تعتبر موجة متقدمة أساسية و نظرا لأن الموجتين رقم (2) و (4) تتحركان عكس اتجاه السعر فقد تم تقسيمهم إلى ثلاث موجات سعرية فقط، كما أن الموجات السعرية التصحيحية (C), (B), (A) و التي تعتبر أجزاء من الموجة التصحيحية رقم [2] حيث أن الموجتين (A) و (C) على حدا تنقسم إلى خمس موجات سعرية ويرجع سبب ذلك إلى حركتهم بنفس اتجاه الموجة الأكبر التالية و هي الموجة رقم [2] و في المقابل توجد ثلاث موجات سعرية فقط في الموجة (B) و ذلك لأنها تتحرك في الاتجاه المعاكس لحركة الموجة الأكبر التالية وهي الموجة [2].²⁴⁷

وعند تطبيق طريقة تقسيم الموجات يجب أن تتوافر للمحلل الفني القدرة على تحديد الفرق بين الموجات الثلاثة والموجات الخمسة، حيث تستطيع هذه المعلومة إخباره بالحركة التالية المتوقعة، فمثلا إذا اكتمل تكون خمس موجات سعرية على الرسم البياني فهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون هناك المزيد من الموجات التي لا بد من ظهورها (إلا إذا كانت هذه الموجات الخمسة هي عبارة عن أجزاء فرعية من الموجة الخامسة الأساسية للدورة السعرية) حيث لا يمكن حدوث حركة تصحيحية قبل تكون الموجات الخمس الأولى، فمثلا إذا كان السوق في الاتجاه التصاعدي، و تم تكون خمس موجات سعرية في الاتجاه التنازلي فهذا يعني بأن هذه الموجات الخمس ما هي إلا عبارة عن أجزاء لأول موجة كبيرة بين الموجات الثلاثة التصحيحية الرئيسية (C), (B), (A) و أنه يوجد المزيد من الموجات السعرية التنازلية المقرر تكونها. أما إذا كان السوق في الاتجاه التنازلي فيجب أن يستأنف الاتجاه التنازلي بعد تكون ثلاث موجات سعرية متقدمة في الاتجاه التصاعدي، و في حالة ظهور موجة سعرية متقدمة رابعة فقد تكون هذه إشارة إلى تكون المزيد من الموجات السعرية في هذا الاتجاه و قد تكون هذه الموجة الرابعة هي أول موجة في الاتجاه التصاعدي الجديد للسوق.²⁴⁸

²⁴⁶ Ibid, p284.

²⁴⁷ John .J. Murphy . op.cit, pp 322-323.

²⁴⁸ Ibid, p323.

خلاصة:

يستند التحليل الفني على مبدأ أن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض والطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل أو اتجاه سهم منفرد، و التعرف على المتغيرات المسببة لتحركات الأسعار السوقية؛ و لذلك وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في الأسعار في السوق بصفة عامة بعد ذلك يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين، و هنا يعتقد الفنيون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل. كما أن هناك معتقدات أخرى لا تقل أهمية عن اتجاه حركة الأسعار و تتمثل في العلاقة بين حجم التعامل و اتجاه الأسعار.

ويعتمد الفنيون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم إذ يقومون بدراسة نمط تغير سعر السهم، ويسجلون بيانات السهم على خرائط بيانية سواء كانت خرائط خطية أو خرائط أعمدة، أو خرائط النقطة والشكل أو خرائط للشموع اليابانية - والتي تجسد تصورا سيكولوجيا لعقلية المتعاملين في السوق المالي-، وتستخدم الرسوم البيانية للتعرف على الاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول، كما أنها تمثل وسيلة من وسائل توقيت اتخاذ قرارات الشراء والبيع للأسهم.

ولتتبع الأسهم و التنبؤ باتجاهاتها المستقبلية يعتمد المحلل الفني على ما يسمى بنماذج السعر، و التي تشير إلى صور أو تكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر الخاصة بالأسهم، إذ يوجد نوعين من نماذج السعر و هي النماذج الانعكاسية والنماذج الاستمرارية. أما نماذج السعر الاستمرارية فتشير إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة و أنه من المحتمل أن يستأنف اتجاهه الأصلي بعدها.

كما كانت نظرية داو الأساس للعديد من المؤشرات الفنية و التي تمثل سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها انطلاقا من البيانات التاريخية للأسعار و/أو الأحجام حيث تتم معالجة تلك البيانات في صيغ رياضية بهدف الحصول على سلسلة جديدة من النتائج يتم إعادة تقديمها على منحنيات الأسعار. و يكمن الهدف من استخدام المؤشرات الفنية في تحديد قوة تحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين من إدراكه على الخرائط الفنية، بالإضافة إلى تحقيق الأهداف التالية: التأكيد، التعزيز و للتنبؤ. و يتعين على المستثمر التعرف على القواعد الفنية التي يمكن تطبيقها على الأوراق المالية الفردية بغرض إعطاء إشارة بالوقت الذي يمكن القيام فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه المستثمر على موقفه الحالي في ورقة مالية معينة.

بالإضافة إلى نظرية داو ظهرت في الثلاثينات من القرن الماضي نظرية أخرى لاقت قبولا واسعا بوصفها أداة تنبؤ و أداة تحليل سوقية، تساعد المحللين في معرفة دورات السوق، و سميت بنظرية الموجات لالبيوت. و تعد النظرية بمثابة وصف دقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي للمتعاملين (البائعين و المشترين)، وانتقال لسيكولوجيا المتعاملين من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العكس و ذلك في سياق دورة طبيعية تخلق نماذج حركة محددة قابلة للقياس.

المحاضرة الثامنة

تقييم الأسهم والسندات

تمهيد:

إن تقييم الأوراق المالية يعنى بإيجاد القيمة الحقيقية أو السعر العادل لها، و لأن القرار الاستثماري يتخذ حاضرا فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية، فالتقييم يبدأ بافتراض أن القيمة الحقيقية لأي أصل تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع تحققها خلال عمر الأصل، ثم يلي ذلك مقارنة القيمة الحقيقية للأصل بقيمته السوقية للتحقق فيما إذا تم تسعيره بشكل مناسب. ويعد الانحراف القائم ما بين القيمة الحقيقية للورقة المالية وما بين القيمة السوقية المعلومة الرئيسية التي يتوقف عندها قرار الاستثمار وذلك من أجل التحقق فيما إذا تم تسعير الورقة المالية بشكل مناسب²⁴⁹.

ولتقييم الورقة المالية طرق عديدة تختلف باختلاف نوعية الورقة المراد اتخاذ قرار الشراء أو البيع بخصوصها، وعليه فسوف يخصص هذا الجزء لاستعراض الكيفية التي سيتم بها تقييم كل من الأسهم والسندات والعوامل المحددة لقيمة كل منهما.

I. تقييم الأسهم:

هناك طرق متعددة لتقييم الأسهم فبعضها تعتمد على التدفقات النقدية المحصومة وبعضها تعتمد على التدفقات النقدية الحرة المحصومة والبعض الآخر يعتمد على أساليب تعتمد على البيانات والقوائم المحاسبية .

1.1 نماذج تقييم الأسهم العادية

يحتاج المستثمرون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ القرارات الرشيدة التي تقلل من المخاطر وتعظم العائد، ويكون أساس ذلك هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال استخدام نماذج التقييم، فابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي إلى قرارات استثمارية غير رشيدة الأمر الذي ينعكس على انخفاض كفاءة السوق، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطر المنتظمة وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار. وتتعدد النماذج التي تستعمل لتقييم الأسهم العادية إذ نجد من بينها نموذج التدفقات النقدية ونموذج مضاعف الربحية.

1.1.1 تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية أو نموذج خصم التوزيعات Dividend Discount Model (DDM)²⁵⁰

الافتراض الأساسي في النظرية المالية لتقييم أي أصل مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، لذا يستعمل المستثمرون نموذج الخصم وذلك من أجل تحديد القيمة الذاتية أو العادلة للأصل. ويقوم نموذج الخصم أو ما يسمى بنموذج رسملة الدخل على القاعدة التي تقضي بأن القيمة العادلة لأي استثمار بما فيها الاستثمار في الأسهم العادية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمحصومة

²⁴⁹ الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 143.

²⁵⁰ Les grands précurseurs de cette approche ont été Irving Fisher 1930, J.P.Williams 1938, N.Molodovsky 1965, et les papes de l'analyse financières Graham, Dodd et Cottle 1962.

بمعدل خصم يتلاءم مع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار. ويرجع الفضل في اكتشاف هذا النموذج لـ J.B.Williams (1938) والذي يرى أن قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له²⁵¹، وترتكز فكرة هذا المفهوم على أعمال Irving Fisher الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية²⁵²:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_e)^n} + \dots \quad (8-1)$$

أو

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \quad (8-1a)$$

حيث أن:

 P_0 : القيمة الحقيقية للأصل. D_t : التوزيعات المستقبلية التي تدفع نهاية السنة t . K_e : معدل الخصم (معدل التحويل) أو ما يسمى بمعدل العائد المطلوب²⁵³.

وبخصوص الأسهم العادية فإن حملتها يمكن أن يحصلوا على نوعين من التدفقات: الأولى بشكل توزيعات أرباح نقدية يتحدد وفقا لقرارات إدارة الشركة والثانية تتحقق من الفرق بين الأسعار السوقية عند المتاجرة بالأسهم²⁵⁴.

1.1.1.1 حالات تطبيق نموذج خصم التوزيعات

يمكن تطبيق نموذج خصم التوزيعات في تقييم الأسهم وذلك بأخذ حالتين هما²⁵⁵:

الحالة الأولى: نموذج الخصم لتقييم الأسهم لفترة محددة

ففي هذه الحالة يقرر المستثمر امتلاك الأسهم لفترة معينة وبعدها يتخلى عنها عن طريق بيعها في السوق، و هنا سيحصل على نوعين من التدفقات النقدية الأولى تتمثل في توزيعات الأرباح، والثانية تتمثل في سعر السهم في نهاية الفترة أي عند بيعه، ويمكن توضيح القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة من خلال المعادلة التالية:

²⁵¹ تم انتقاد هذا النموذج من طرف كل من Graham et Dodd وقاما بتطوير هذا النموذج في سنة 1962 حيث يتم الاعتماد على كل من قيمة التوزيعات المتوقعة في المستقبل ومعدل الخصم لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم.

²⁵² Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques » 4^e édition, Dunod, paris 2002, p 153.

²⁵³ K_e : معدل العائد المطلوب على الاستثمار أي معدل العائد الملائم للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية.

²⁵⁴ التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات " مرجع سابق ، ص 194.

²⁵⁵ Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » Dunod, paris, 2 è éditon 2001 , p21.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_e)^t} + \frac{P_n}{(1+K_e)^n} \dots\dots\dots(8-2)$$

حيث أن:

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n (سعر بيع السهم في نهاية الفترة).

D_t : توزيعات المستقبلية للسهم العادي و التي تدفع نهاية السنة t .

K_e : معدل العائد المطلوب.

n : فترة الاحتفاظ بالأصل (السهم).

الحالة الثانية: نموذج الخصم لتقييم الأسهم لفترة غير محددة (لا نهائية)

و في هذه الحالة يقرر المستثمر الاحتفاظ بالسهم لفترة غير محددة و بتطبيق نموذج الخصم

على هذه الحالة يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية (الحالية) للسهم وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(8-3)$$

و تتمثل محددات معادلة نموذج خصم التوزيعات فيما يلي:

- توزيعات الأرباح: و التي تتأثر بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح و بسياسة توزيعاتها .
- معدل الخصم (معدل العائد المطلوب): يتم استعمال معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين كمعدل خصم إذ من بين النماذج المشهورة لحسابه يتم استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وذلك

$$ER_i = R_f + B_i(ER_M - R_f) \quad \text{وفق المعدلة التالية:}$$

حيث أن:

ER_i (معدل العائد المطلوب على الورقة المالية).

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر و يتم الرجوع في ذلك إلى العائد على أذونات الخزينة.

B_i : معامل بيتا و الذي يحسب بالتباين المشترك لعائد الورقة المالية مع عائد السوق مقسوما على تباين عائد

السوق (ER_M) الذي يكون معطى و محسوب ضمن بيانات الأسواق المالية .

معدل عائد السوق: و يمثل الفرق بين عائد السوق و عائد الأصل الخالي من المخاطر علاوة مخاطر السوق

و حينما تضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطي علاوة مخاطر الورقة المالية.

وتعني معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة ما يساوي معدل

عائد للتعويض عن عنصر الزمن والذي يقاس بالعائد المتولد عن استثمار لا يتعرض للمخاطر مثل أذونات الخزينة

لذا يطلق عليه اسم معدل العائد الخالي من المخاطرة²⁵⁶ R_f ، ويضاف إلى ذلك معدل عائد إضافي للتعويض

²⁵⁶ يتكون معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة من شقين الأول: هو معدل الفائدة الحقيقي و الذي يتحدد بالتوازن بين العرض و الطلب على النقود، أما الشق الثاني فهو علاوة للتعويض عن مخاطر التضخم و هي مخاطر ترتبط بعنصر الزمن و ليس بالاستثمار نفسه لذا يطلق عليه العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطر.

عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار والذي يطلق عليه علاوة المخاطر و التي تتمثل في تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة أي القيمة $(ER_M - R_f)$ مضروباً في عدد وحدات تلك المخاطر أي B_i . إن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يتغير عبر الزمن لأنه يتغير مع التغير في معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم و حجم المخاطر و علاوة المخاطر²⁵⁷ .

2.1.1.1 الصور الأساسية لنموذج خصم التوزيعات

أولاً: نموذج النمو الثابت (حالة النمو الثابت) نموذج 1956 Gordon and Shapiro

يفترض نموذج جوردن وشايبورو أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت، وبالتالي فإن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال فترة زمنية تكتب وفق الصيغة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} + \frac{(1+g)D_1}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}D_1}{(1+K_e)^n} \dots \dots \dots (8-4)$$

أو

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left[\frac{(1+g)}{(1+K_e)} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+K_e)^{n-1}} \right] \dots \dots \dots (8-4a)$$

و للحصول على سعر السهم (القيمة الذاتية الحالية) يجب تحويل عدد الفترات من n إلى ∞ . فإذا كان $g < K_e$ فإن قيمة $\left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)^n$ تؤول إلى الصفر نظراً لأن عدد الفترات غير محدود، وبالتالي فإن قيم سلسلة التوزيعات ستكون قيمها متقاربة، وعليه ستصبح المعادلة بعد سلسلة من العمليات في شكل المعادلة رقم (8-5):

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left(\frac{1}{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)} \right) = \frac{D_1}{1+K_e} \left(\frac{1}{\frac{1+K_e - 1 - g}{1+K_e}} \right) = \frac{D_1}{1+K_e} \times \frac{1+K_e}{K_e - g}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \dots \dots \dots (8-5)$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحالية للسهم.

D_1 : توزيعات الأرباح في نهاية السنة علماً أن $D_1 = D_0(1+g)$.

K_e : معدل العائد المطلوب.

g : معدل نمو الأرباح و هو ثابت، وبحسب بضرب نسبة الأرباح المحتجزة في معدل العائد على حقوق الملكية.

و النموذج يكون صالحاً فقط إذا كان معدل نمو التوزيعات ثابت و $g < K_e$.

²⁵⁷ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص ص 363-364.

أما إذا كان $K_e \leq g$ فتوجد حالتين : الحالة الأولى إذا كان $K_e = g$ يؤول السعر إلى ما لا نهاية وهو غير معقول (غير مقبول). أما الحالة الثانية إذا كان $K_e > g$ فإن السعر يكون سالب و هو غير منطقي لأنه ليس من الممكن أن يكون معدل نمو الشركات يفوق معدل نمو الاقتصاد.

وحتى يمكن تطبيق نموذج Gordon and Shapiro و تطبيق المعادلة يجب أن يتحقق شرطين أساسيين هما: أن يكون النمو في التوزيعات ثابت و أن يكون معدل النمو هذا أقل من معدل الخصم، و بالتالي فإن هذا النموذج يطبق فقط على المؤسسات ذات النمو المعتدل (المتوسط).

و انطلاقا من المعادلة رقم (5-8) يمكن استخراج معدل العائد المطلوب بحيث نجد:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \dots \dots \dots (8-6)$$

فمن خلال هذه المعادلة نجد معدل العائد المطلوب هو مجموع العائد على السهم $\frac{D_1}{P_0}$ (غلة التوزيعات) و معدل نمو التوزيعات g (القيمة المتوقعة لغلة الأرباح الرأسمالية) مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها²⁵⁸.

و بالتالي فإن نفس الشروط لصلاحيه المعادلة رقم (5-8) هي شروط صلاحية المعادلة رقم (6-8). وإذا أخذنا المعادلة رقم (6-8) و قمنا بتبديل V_0 بـ P_0 سعر السهم السوقي فيصبح K_e معدل العائد المتوقع من قبل المستثمر و يصبح ترميزها بـ ER . وفي ظل السوق الكامل سيكون كل من K_e و ER متساويان و بالتالي فإن V_0 و P_0 متساويان.

فمن خلال المعادلة رقم (6-8) يمكن للمستثمر اتخاذ القرار بالاستثمار أم لا من خلال مقارنة العائد المتوقع بالعائد المطلوب، فإذا اتضح له أن معدل العائد المتوقع أقل فهذا يعني أن السعر الذي يباع به السهم مغال فيه والعكس يصبح صحيحا لو أن معدل العائد المتوقع كان أكبر من معدل العائد المطلوب (و الذي يتحدد على أساس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية).

ثانيا: نموذج النمو الصفري (حالة عدم وجود نمو) حالة اللانمو Constant or Zero Growth Model

يفترض هذا النموذج أن أرباح السهم العادي ثابتة و لا تنمو لأن الشركة تحقق نفس الأرباح في كل عام وتقوم بتوزيع جميع هذه الأرباح دون أن تستثمر منها شيئا و بذلك تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات و هي في هذه الحالة مثلها من أرباح الأسهم الممتازة الأبدية عادية و تشبه معادلة السهم العادي في هذه الحالة معادلة سعر السهم الممتاز.

وعليه يعبر نموذج النمو الصفري أو الثابت عن الحالة التي يحصل فيها حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات عبر الزمن بما يعني أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي صفر، وإذا كان الأمر كذلك فإن ما حصل عليه حامل السهم من توزيعات في العام الحالي أي لا بد وأن يساوي التوزيعات الدورية التي سيحصل عليها في

²⁵⁸ Broquet Claude et AL « Gestion de portefeuille » OP.Cit. P 208.

السنوات التالية أي أن القيم $D_1, D_2, \dots, D_\infty$ تكون متساوية²⁵⁹ ، وفي ظل هذه الفرضية يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (8-3) على النحو التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(8-7)$$

أو

$$P_0 = D \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(8-7a)$$

و بلغة المتتالية الهندسية يمكن إعادة صياغة المعادلة لتأخذ المعادلة رقم (7-2) الصورة التالية:

$$P_0 = \frac{D}{K_e} \dots\dots\dots(8-8)$$

وهكذا لا تبدو هناك صعوبة في تسعير السهم الذي تتسم تدفقاته النقدية المستقبلية بالثبات، فالمتغيرات المطلوبة هي التوزيعات الحالية أي D و معدل الخصم أي K_e (معدل العائد المطلوب على الاستثمار).

و إذا ما كان السهم يباع في السوق بسعر أقل من P_0 حينئذ تكون قيمته السوقية مغال فيها و ينصح المستثمر بعدم شرائه بهذا السعر بل و ينصح ببيعه إذا ما كان يملكه، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة المحسوبة بمعنى أن السهم يباع بسعر أقل مما ينبغي حينئذ تكون النصيحة هي عدم التصرف في السهم بهذا السعر بل وينصح المستثمر بشراء المزيد منه إذا ما توافرت له الموارد المالية.

وإذا ما تم تقييم السهم في ظل المعادلة رقم (8-8) على أساس تقدير القيمة العادلة للسهم فهناك مدخل آخر للتقييم يتمثل في تقدير معدل العائد المتوقع أن يتولد عن الاستثمار في السهم والذي يتحدد وفقا للمعادلة رقم (8-9) وذلك كما يلي:

$$K_e = ER = \frac{D}{P_0} \dots\dots\dots(8-9)$$

حيث أن:

$K_e = ER$: يمثل معدل العائد المتوقع.

P_0 : تمثل القيمة السوقية الجارية للسهم.

أما المنطلق الذي يقوم عليه هذا المدخل فمؤداه أن المستثمر لا يملك تغيير القيمة السوقية للسهم فهو يقبلها كما هي ومن ثمة فإن عليه أن يقوم بحساب العائد المتوقع أن يحصل عليه إذا ما اشترى السهم بالسعر السائد في السوق، ثم يقارن المعدل المحسوب بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار من وجهة نظره. فإذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار يزيد عن ذلك فهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من ذلك فهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل مما ينبغي.

ثالثا: نموذج النمو المتغير (نموذج النمو غير الثابت) Non Constant Growth Model

²⁵⁹ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 370-371.

يطلق على نموذج النمو غير الثابت بنموذج النمو المتعدد **Multiple Growth Model** على أساس أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا يظل على وتيرة واحدة، وترتبط حالة النمو غير الثابت بالشركات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة بينما نادرا ما يتم إجراء توزيع للأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ الشركة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع الشركة الإبقاء عليه في المدى الطويل وحينئذ يستقر معدل النمو. و يتضمن نموذج النمو المتغير نموذجين هما نموذج ذو طورين (مرحلتين) و نموذج ذو ثلاثة مراحل (ثلاثة أطوار).

● **نموذج ذو مرحلتين أو طورين** : تمر الشركة بمرحلتين حيث تعرف فيهما التدفقات النقدية و المتمثلة في التوزيعات نمو سريعا لفترة زمنية معينة (محددة) و ذلك في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية تبدأ تلك التوزيعات بالانخفاض حتى تستقر عند معدل معين، وبالتالي فإن هذا النموذج يتضمن نمو التوزيعات وفق نموذج نمو هندسي و ذلك خلال فترة زمنية محددة T . والمرحلة الثانية تنمو التوزيعات بمعدل ثابت (نموذج جوردن وشابيرو). و يمكن التعبير عن هذا النموذج رياضيا بالمعادلة التالية²⁶⁰:

$$P_0 = D_1 \frac{1 - \left(\frac{1 + g_1}{1 + K_e} \right)^T}{K_e - g_1} + \frac{D_1 (1 + g_1)^{T+1} (1 + g_2)}{(K_e - g_2)(1 + K_e)^T} \dots \dots \dots (8-10)$$

حيث أن:

T : عدد سنوات المرحلة الأولى.

g_1 : معدل النمو للمرحلة الأولى.

g_2 : معدل النمو للمرحلة الثانية.

● **نموذج ذو ثلاثة مراحل (ثلاثة أطوار) Molodovsky 1960**

يتضمن هذا النموذج ثلاثة مراحل للنمو و هي:

- **الأولى**: مرحلة النمو السريع بمعدل نمو قدره G_1 و (حيث أن $G_1 < G_2$) وتدوم هذه المرحلة لمدة زمنية يرمز لها بـ T .

- **الثانية**: مرحلة الاستقرار و خلالها يبدأ معدل النمو يتناقص سنويا تتمثل في مرحلة (يطلق عليها أحيانا مرحلة تحول النمو) حتى يستقر و يصبح بذلك يساوي معدل النمو للمرحلة الثالثة و الأخيرة.

و يرمز لمعامل النمو للسنة j بـ $G(j)$ ، و تمتد هذه المرحلة لفترة زمنية معينة يرمز لها بـ N .

- **الثالثة**: مرحلة النضج و تتميز باستقرار نمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بمعدل ثابت يقدر بـ G_2 .

²⁶⁰ Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » op. cit. p 33.

و يمكن التعبير عن هذا النموذج رياضيا بالمعادلة التالية²⁶¹:

$$P_0 = D_0 \left\{ \frac{(1+G_1)}{(K_e - G_1)} (1-\alpha)^T + \alpha^T \sum_{t=1}^N \frac{1}{(1+K_e)^t} \prod_{j=1}^t G(j) \right\} + D_0 \frac{(1+G_1)^T (1+G_2) \prod_{j=1}^N G(j)}{(K_e - G_2)(1+K_e)^{T+N}} \dots\dots\dots(8-11)$$

avec:

$$G(j) = 1 + G_1 \frac{(G_1 - G_2)}{N}$$

$\frac{(G_1 - G_2)}{N}$: donne la valeur de la croissance du taux chaque année.

N : le nombre d'année de la deuxième phase.

T : durée de la première phase.

\prod : l'opérateur produit.

2.2.1 نموذج مضاعف الربحية²⁶² Earning Multiplier or Price Earning Ratio

يمثل هذا النموذج بديل آخر لتقييم الأسهم العادية على أساس ربحية السهم وليس على أساس التوزيعات، إذ يعد هذا النموذج من بين أهم المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها حتى بالنسبة للمحللين الذين يعتمدون على التحليل الفني. و في مجال تقييم الأوراق المالية يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى مضاعف الربح بالنموذج العملي أو الواقعي نظرا لكثرة استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق من جهة، ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بنماذج أخرى. إن هذه العوامل تساعد في إضفاء المصدقية على نتائجه وتثبت اعتماده كأحد المؤشرات الهامة للتقييم واتخاذ القرار للمستثمرين الماليين .

و لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي باستعمال نموذج مضاعف الربحية أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى ربحيته P/E Ratio تستعمل المعادلة التالية:

$$PER = \frac{P}{E} \dots\dots\dots(8-12)$$

حيث أن:

PER : مضاعف الربحية.

P : تمثل القيمة السوقية للسهم في السوق وعادة ما يقصد بها سعر الإقفال في يوم التقييم.

E : تمثل ربحية السهم التي عادة بها ربحية السهم خلال الإثني عشر شهرا الأخيرة.

إذن يتمثل مضاعف الربحية في نسبة سعر السهم إلى ربحيته وتزودنا المعادلة رقم (8-12) بالقيمة التي

ييدي المستثمر استعداده لدفعها في مقابل كل وحدة نقدية من الربحية المتولدة عن الاستثمار في السهم.

²⁶¹ Ibid, p 34.

²⁶² يتم استعمال المضاعفات لأجل رملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة الأصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته.

و يواجه استخدام الربحية الماضية في المعادلة رقم (8-12) بالاعتراض على أساس أن المستثمرين يشترون السهم على أساس ربحيته المستقبلية و ليس على أساس ربحيته في الماضي. وإذا ما تمكن المستثمر من تحديد القيمة الملائمة للمضاعف حينئذ يصبح من السهل عليه تقدير القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في المستقبل و التي تتمثل في حاصل ضرب قيمة المضاعف × ربحية السهم²⁶³.

و عليه فإذا:

- إذا عرف مكرر الأرباح لعدة أسهم يمكن تحديد أي الأسهم هو الأفضل على ضوء مضاعف الربحية، فكلما كان مضاعف الربحية أقل كلما كان الاستثمار في السهم أكثر جاذبية وأفضل.
- إذا عرف مضاعف الربحية و عرفت الأرباح السنوية يمكن تقدير قيمة السهم أو سعره السوقي .
- و يهدف المستثمر أو المحلل المالي من وراء تقييم سهم معين بواسطة مضاعف الربحية إلى معرفة فرص تحقيق الأرباح بمعرفة إن كان السوق قد أخطأ في تقييمه للسهم سواء بأعلى أو أدنى من قيمته لاتخاذ القرارات المناسبة حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها و ذلك على النحو التالي:
- إذا كان السهم مسعرا بأعلى من قيمته المحسوبة فإذا كان المستثمر يملك السهم فعليه التخلص منه أما من كان مضاربا فإنه يقوم ببيعه على المكشوف أما من كان يريد شراؤه فإنه يمتنع عن شرائه في هذه الفترة.
- إذا كان السهم مسعرا بأدنى من قيمته المحسوبة فإذا كان المستثمر يمتلك السهم فعليه الاحتفاظ به أما من كان يريد شراؤه بشكل عام فإنه يقرر شراؤه.

3.1 تقييم الأسهم الممتازة

من أهم سمات الأسهم الممتازة أن التدفقات النقدية للسهم ثابتة وتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم وهذا يعني أن أسلوب تقييم تلك الأسهم لا يختلف عن تقييم الأسهم العادية في ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات النقدية وهو ما يعني إمكانية استخدام المعادلة رقم (8-8):

$$P_0 = \frac{D}{K_e} \dots \dots \dots (8-8)$$

إن معدل خصم التوزيعات K_e في حالة السهم الممتازة لا بد و أن يكون أقل من مثيله في حالة الأسهم العادية والسبب يرجع إلى تعرض حامل السهم العادي لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز.

و إذا ما كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من ذلك فإن هذا يعني أن قيمته السوقية مغال فيها ويكون من الأفضل للمستثمر ألا يشتريه بل و من الأفضل له التصرف فيه بالبيع إذا كان يملكه و بالطبع لو أن القيمة السوقية للسهم أقل من المحسوبة فإن هذا يعني أن سعره أقل مما ينبغي و ينصح المستثمر بشرائه.

كما يمكن تقييم السهم الممتاز بطريقة أخرى وذلك من خلال حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيه و ذلك بتطبيق المعادلة رقم (8-13):

²⁶³ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 384.

$$K_e = \frac{D}{P_0} \dots\dots\dots(8-13)$$

فإذا كان معدل العائد المتوقع ER يفوق معدل العائد المطلوب فإن القرار المناسب هو اقتناء السهم إذ أنه مؤشر على أن سعر السهم في السوق أقل مما ينبغي، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب فلا ينصح المستثمر بالشراء²⁶⁴.

II. تقييم السندات

يتحدد السعر الاسمي للسندات في بداية حياة الإصدار، ويتحدد السعر السوقي بموجب آلية العرض والطلب في السوق، أما القيمة الحقيقية فما هي إلا تعبير عن²⁶⁵ " القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة " أو هي عبارة عن²⁶⁶ "القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة مضافا إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق".

ولكون القيمة الحقيقية تستخدم في الضبط والرقابة على القيمة السوقية تمهيدا لاتخاذ قرار البيع والشراء فإن التعرف عليها يعد من ضرورات الاستثمار في السوق المالية، وذلك لأن الاطمئنان لأسعار السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الورقة يتحدد في مدى قربها أو بعدها عن القيمة الحقيقية التي تقابلها، وبما أن الأسعار السوقية يمكن تحديدها بمجرد الإطلاع على نشرة البورصة والسعر الاسمي هو السعر المحدد بموجب نشرة إصدار السند، فإن القيمة الحقيقية لا يمكن تحديدها إلا من خلال حاصل ضرب العائد النقدي في معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة مضافا إليه حاصل ضرب القيمة الاسمية في معامل القيمة الحالية وعندها يستطيع المستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار الذي يتلاءم ومصالحته الذاتية في ضوء المقارنة بين ما هو معلن وبين ما هو محسوب²⁶⁷.

1.2 المتغيرات المحددة لقيمة السند

تمثل القيمة الحقيقية للسند شأنه شأن أي أصل مالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بمعدل خصم ملائم يعكس معدل العائد المطلوب، وتمثل المتغيرات المحددة لقيمة السند في التدفقات النقدية المتوقعة منه و معدل العائد المطلوب و تاريخ الاستحقاق²⁶⁸.

- **التدفقات النقدية المتوقعة:** والتي تتمثل في القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق والفوائد الدورية التي تتحدد على أساس معدل الكوبون المثبت على السند و يمثل نسبة مئوية من قيمته الاسمية. وعادة ما يتحدد

²⁶⁴ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 396-398.

²⁶⁵ عبيد سعيد توفيق " الاستثمار في الأوراق المالية " مكتبة عين الشمس، القاهرة، ص 331.

²⁶⁶ شاكرا نيبيل، مرجع سابق، ص 393 .

²⁶⁷ الشواورة فيصل محمود " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية" دار وائل للنشر عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص

93.

²⁶⁸ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص ص 124-125.

معدل الكوبون لأي سند على أساس سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر وإذا ما تصادف وكان معدل الكوبون عند الإصدار يقل عن نظيره لسندات أخرى تنطوي على نفس القدر من المخاطر، عندئذ فمن المتوقع أن يباع السند بأقل من قيمته الاسمية أي يباع بخصم إصدار، وإذا كان معدل الكوبون عند الإصدار يفوق مثيله للسندات التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر فمن المتوقع أن يباع السند بسعر أعلى من قيمته الاسمية أي يباع بعلاوة، هذا يعني بالتبعية أن السبيل الوحيد لكي يباع السند بقيمته عند الإصدار هو عندما يكون معدل الكوبون مماثلاً لمعدل الفائدة السائد في السوق على السندات المماثلة التي تحمل نفس القدر من المخاطر.

- **تاريخ الاستحقاق:** يؤثر تاريخ الاستحقاق على القيمة السوقية للسند من حيث أنه يحدد عدد دفعات الفوائد التي يحصل عليها المستثمر، كما يعكس أيضاً تأثير الزمن على التدفقات النقدية أو ما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود ذلك أنه كلما طال تاريخ استحقاق التدفقات النقدية انخفضت قيمتها الحالية، بيد أن تاريخ الاستحقاق قد يفقد أهميته كمحدد لقيمة السند إذا ما تضمنت نشرة الاكتتاب شروطاً تخول للمدين استدعاء السند و تكون العبرة عند تقييم السندات بتاريخ الاستدعاء وليس تاريخ الاستحقاق.
 - **معدل العائد المطلوب من الاستثمار:** أو المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية و ينقسم إلى شقين: أولهما يمثل تعويض للمستثمر عن الزمن وهو معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطرة، أما الشق الثاني من معدل العائد فيتمثل في علاوة تعكس مخاطر الاستثمار في السند وتتوقف على عدة مخاطر أهمها مخاطر التضخم و التوقف عن السداد ومخاطر السيولة ومخاطر تاريخ الاستحقاق ومخاطر الاستدعاء. فهذه المخاطر تؤثر على القيمة السوقية للسند من خلال تأثيرها على معدل العائد المطلوب على الاستثمار فهذا الأخير يجب أن يتساوى مع معدل الكوبون و ذلك حتى يباع السند بقيمته الاسمية.
- و توضح المعادلة رقم (8-14) محددات العائد المطلوب على الاستثمار أو بمعنى آخر سعر الفائدة الذي ينبغي أن يحمله السند لكي يباع بقيمته الاسمية:

$$Ke = \bar{R} = Rf + Ri + Rd + Rl + Rm + Rc \dots \dots \dots (8-14)$$

حيث أن:

$Ke = \bar{R}$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند أو معدل الكوبون الذي يحمله السند لكي يباع بقيمته الاسمية.

Ri : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التضخم.

Rf : معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطر.

Rd : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التوقف عن السداد.

Rl : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر السيولة.

Rm : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر تاريخ الاستحقاق.

Rc : معدل العائد الإضافي مقابل مخاطر الاستدعاء.

3.2 تقدير القيمة العادلة للسند

إن القيمة العادلة لأي استثمار هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد الذي يطلبه المستثمر والذي يكفي لتعويضه عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السند. و لتقييم السندات سيتم استعراض أربعة أنواع من السندات وهي كما يلي²⁶⁹:

1.3.2 السندات الدائمة: يمكن تقييم هذا النوع من السندات أي تحديد القيمة التي ينبغي أن يشتري بها إذا ما توافرت معلومتين أساسيتين هما مقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة (الفوائد) ومستوى المخاطر الذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار، هذا وتوضح المعادلة رقم (8-15) كيفية تقييم هذا النوع من السندات وهي لا تخرج عن كونها تقدير مباشر للقيمة الحالية للتدفقات النقدية.

$$V = \frac{C}{1+K_e} + \frac{C}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{C}{(1+K_e)^\infty} \dots \dots \dots (8-15)$$

حيث أن:

V : قيمة السند.

K_e : معدل الخصم.

C : تمثل مقدار الفائدة الدورية و هي مبلغ ثابت يتمثل في معدل الكوبون مضروب في القيمة الاسمية للسند. إذا كانت القيمة السوقية للسند أكثر من ذلك حينئذ تكون قيمته مغال فيها ويكون القرار الاستثماري السليم هو قيام المستثمر ببيعه إذا كان يملكه أو التراجع عن شرائه إذا ما كان يفكر في إضافته إلى محفظة أوراقه المالية، والعكس يصبح صحيحا لو أن قيمة السند في السوق أقل من القيمة المستخرجة بالمعادلة رقم (8-15) .

2.3.2 تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد:

لا يختلف تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق عن تقييم السندات الدائمة إلا في شيء واحد هو وجود تاريخ محدد لاستحقاق السند مما يعطي المستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يجل أجله، وذلك بالإضافة إلى الفوائد المحددة، وبالتالي فإن القيمة التي يجب أن تدفع لشراء السند هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة والتي تتمثل في هذه الحالة في الفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند. وتوضح المعادلة رقم (8-16) كيفية تقييم هذا النوع من السندات.

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + \dots + C_n \frac{1}{(1+K_e)^n} + P \frac{1}{(1+K_e)^n} \dots \dots \dots (8-16)$$

حيث أن:

P : القيمة الاسمية للسند.

²⁶⁹ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 504-516.

V : قيمة السند الحالية .

C : مقدار الفائدة الدورية.

القيمة الحالية: $\frac{1}{(1+K_e)}$

يسمح هذا الأسلوب بمعرفة المبلغ الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند على أن يتحدد القرار لها بشأن الشراء من عدمه بمقارنة تلك القيمة مع قيمة السند في سوق الأوراق المالية، ويتوقع قبول المستثمر لشراء السند إذا كانت قيمته السوقية تعادل أو تقل عن القيمة العادلة المستخرجة بالمعادلة رقم (8-16). ولكن كيف يمكن تقييم السند لو أن المستثمر يخطط لبيع السند بعد 3 سنوات في حين أن تاريخ استحقاقه بعد 10 سنوات فهذا يعني أنه سوف يستلم ثلاث دفعات دورية لفوائد إضافة إلى القيمة المتوقع أن يباع بها السند في نهاية السنة الثالثة وهو ما تعبر عنه المعادلة رقم (8-17) .

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + (C_3 + P_3) \frac{1}{(1+K_e)^3} \dots \dots \dots (8-17)$$

و لما كانت قيمة السند في أي لحظة هي القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية فإن أي قيمة السند في نهاية السنة الثالثة لا بد وأن تتحدد بالمعادلة (8-18) أي تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية حتى تاريخ الاستحقاق.

$$P_3 = C_4 \frac{1}{(1+K_e)^4} + C_5 \frac{1}{(1+K_e)^5} + \dots \dots \dots + C_{10} \frac{1}{(1+K_e)^{10}} + P \frac{1}{(1+K_e)^{10}} \dots \dots \dots (8-18)$$

و بالتعويض في المعادلة رقم (26-2) نصل إلى المعادلة التي هي ذاتها المعادلة رقم (25-2).

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + \dots \dots \dots + C_n \frac{1}{(1+K_e)^n} + P \frac{1}{(1+K_e)^n} \dots \dots \dots (-2-27)$$

و هذا يعني أنه سواء كان المستثمر يخطط لبيع السند في تاريخ الاستحقاق أو قبل ذلك فإن المعادلة (25-2) تظل صالحة للتطبيق. ولكن ماذا لو أن الفوائد تدفع على أساس نصف سنوي؟ لن يختلف أساس التقييم وسيصرف الاختلاف إلى مكونات المعادلة لتعكس توقيت التدفق النقدي و هذا ما توضحه المعادلة (28-2).

$$V = \frac{C/2}{(1+Ke/2)^1} + \frac{C/2}{(1+Ke/2)^2} + \dots \dots \dots + \frac{C_{2n}/2}{(1+Ke/2)^{2n}} + P \frac{1}{(1+K_e)^{2n}} \dots \dots \dots (2-28)$$

فعندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار يفوق معدل الكوبون فإنه كلما طالت فترة استحقاق الفوائد ارتفعت القيمة المقدرة للسند، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الكوبون فإن القيمة المقدرة للسند تنخفض كلما طالت فترة استحقاق الفوائد. بعبارة أخرى أنه من الأفضل للمستثمر أن يحصل على الفوائد على أساس سنوي إذا كان معدل العائد المطلوب يفوق معدل الكوبون وأنه من الأفضل له أن يحصل على الفوائد على أساس نصف سنوي إذا كان معدل العائد المطلوب يقل عن معدل الكوبون .

3.3.2 السندات القابلة للاستدعاء: عند تقييم هذه السندات تكون العبرة بالتدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء وليس حتى تاريخ الاستحقاق، لأن التقييم على أساس تاريخ الاستحقاق يعد إجراء غير واقعي طالما أن إمكانية الاستدعاء قائمة، وتوضح المعادلة رقم (2-29) كيفية تقييم هذا النوع من السندات.

$$V = \sum_{n=1}^t C \frac{1}{(1 + K_e)^n} + PC \frac{1}{(1 + K_e)^t} \dots\dots\dots(2-29)$$

حيث أن:

t : التاريخ الذي عنده يمكن للجهة المصدرة استدعاء السند .

PC : سعر الاستدعاء.

4.3.2 سندات الخصم: تباع هذه السندات بسعر أقل من قيمته الاسمية على أن يحصل حاملها في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية ليمثل الفرق الفوائد المستحقة (لا يحصل منه المستثمر على فوائد دورية). ومن أهم مزايا هذا النوع من السندات أنه لا يتطلب تدبير موارد مالية دورياً لخدمة الدين و هذا وكلما اقترب السند من تاريخ الاستحقاق ارتفعت قيمته السوقية بما يعني انخفاض قيمة الفوائد المستحقة لما سيشتريه. و تتحد قيمة السند في نهاية كل سنة بالمعادلة التالية:

<p>قيمة السند في نهاية كل سنة = سعر الإصدار (1+ معدل العائد المطلوب)ⁿ</p> <p>السنة الأولى: قيمة السند = سعر الإصدار (1+ معدل العائد المطلوب)¹</p> <p>السنة الثانية: قيمة السند = سعر الإصدار (1+ معدل العائد المطلوب)²</p> <p>.....</p> <p>.....</p> <p>السنة ن: قيمة السند = سعر الإصدار (1+ معدل العائد المطلوب)ⁿ</p>

أما الفائدة فتحسب بطرح قيمة السند في هذه السنة من قيمة السند في السنة السابقة و ذلك عن كل سنة من سنوات السند.

خلاصة:

- إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق وانخفض معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى مستوى أقل من معدل الكوبون (معدل الفائدة) فإن القيمة التي ينبغي أن تدفع لشراء السند ترتفع كلما طالت فترة الاستحقاق (علاقة طردية)، ومن ناحية أخرى إذا ارتفعت الفائدة في السوق وارتفع معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار فإن قيمة السند تنخفض كلما طالت فترة الاستحقاق (علاقة عكسية) بعبارة أخرى يزداد تقلب القيمة السوقية للسند كلما طال تاريخ الاستحقاق.

- إن ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للسند تكون عادة بالقدر الذي يضمن للمستثمر تحقيق عائد يساوي معدل العائد الذي يطلبه على الاستثمار عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي معدل الكوبون فإن قيمة السند أي القيمة التي يدفعها المستثمر لشراء السند سوف تعادل قيمته الاسمية مهما طال أو قصرت فترة الاستحقاق، و إذا ما قرر المستثمر أن يبيع السند مستقبلاً فلن تتعرض قيمته السوقية للارتفاع أو للانخفاض أي لن يتولد عن عملية البيع أي أرباح أو خسائر رأسمالية.

و يمكن أن نستخلص من ذلك أن المستثمر لن يقوم بشراء السند بقيمته الاسمية إلا إذا كان معدل الكوبون الذي تحدده الجهة المصدرة له مساوياً لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر على تلك السندات، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أكبر من معدل الكوبون حينئذ يتوقع أن يشتري السهم بقيمة تقل عن قيمته الاسمية حتى يمكن للمشتري أن يعوض الفرق بين ما يطلبه من عائد و بين معدل الكوبون المحدد على السند، والعكس إذا ما كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الكوبون.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. أبو طربوش رائد محمود " الاحتيال و البورصة العالمية" دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010.
2. أحمد محمد لطفي أحمد " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006.
3. أمين السيد أحمد لطفي " المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر 2000.
4. أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006.
5. أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق " مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005.
6. أنطوان الناشف " العمليات المصرفية و السوق المالية " منشورات الحلبي الحقوقية، دون سنة النشر.
7. البرواري شعبان محمد اسلام، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي : دراسة تحليلية نقدية" دار الفكر، دمشق، 2002.
8. بلعزوز بن علي " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2006.
9. بن الضب علي، شيخي محمد، " الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية" دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2017.
10. التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2010.
11. التميمي أرشد فؤاد/ سلام أسامة عزمي " الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة" دار المسيرة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2004 .
12. جودة صلاح الدين " بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا" مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى 2000.
13. جورج دانيال غالي "تطوير مهنة المراجعة لمواجهة المشكلات المعاصرة وتحديات الألفية الثالثة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.
14. حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2002.
15. حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2005.
16. حميدات محمود " النظريات والسياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1996 .
17. الحناوي محمد صالح/ مصطفى نحال فريد/ العبد جلال إبراهيم " أسواق المال و المؤسسات المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
18. حنفي عبد الغفار / قرياقص رسمية " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار" الدار الجامعية مصر 2000، ص 275.
19. خربوش حسني علي / أرشيد عبد المعطي رضا / جودة محفوظ أحمد" الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات " دار زهران عمان الأردن 1998.

قائمة المراجع

20. الخطيب محمد محمود " الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات " دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010.
21. خلف فليح حسن " الأسواق المالية و النقدية " عالم الكتاب الحديث، جدارا للكتاب العلمي الأردن، الطبعة الأولى 2006.
22. رمضان زياد " مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي " دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة 2005.
23. الزبيدي حمزة محمود " الاستثمار في الأوراق المالية " مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى .
24. الزرري عبد النافع / غازي فرح " الأسواق المالية " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2001.
25. سويلم محمد " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية " الشركة العربية المتحدة للنشر و التوزيع، مصر 1992.
26. شمعون شمعون، " بورصة الجزائر"، الطبعة الثانية، الجزائر.
27. شموط مروان / كنجو عبود كنجو " أسس الاستثمار " الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة مصر 2008.
28. الشنطي أيمن/ شقر عامر " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي " دار البداية للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2007.
29. الشواورة فيصل محمود " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية " دار وائل للنشر عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008.
30. شوش سهيل/ مطر ذيب " النقود والبنوك " دار الطباعة والنشر 1995 - 1996 .
- a. شيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي المصري والبورصات " الدار الجامعية، الإسكندرية 1998 ..
31. الشيخ فهمي مصطفى " التحليل المالي " الطبعة الأولى 2008.
32. صافي وليد / البكري أنس " الأسواق المالية و الدولية " دار البداية و دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
33. ضياء مجيد، " البورصات :أسواق أرباح وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
34. عايب وليد عبد الحميد " الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية " مكتبة حسن العصرية، لبنان 2010.
35. عبد الحافظ السيد بدوي إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة " دار الفكر العربي القاهرة.
36. عبد الستار حيدر فاخر " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي " دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية 2002.
37. عبد النبي محمد أحمد " الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي " زمزم ناشرون وموزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
38. عصام حسين " أسواق الأوراق المالية: البورصة " دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008 ..
39. علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
40. غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق " دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار و تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية " مجموعة دار نايف جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2004.

قائمة المراجع

41. محب خلة توفيق "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار" دار الفكر العربي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011.
42. محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية"، الإسكندرية، 1992.
43. محمد محمود عبد ربه محمد "طريق إلى البورصة : مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية مصر، بدون سنة نشر.
44. محمد محمود عبد ربه "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2000.
45. مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الرابعة 2004.
46. منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الإسكندرية، 1999.
47. المهيلمي عبد المجيد " التحليل الفني للأسواق المالية" البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع عمان، الطبعة الخامسة 2006.
48. الموسوي ضياء مجيد " البورصات : أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات" مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية 2003.
49. المؤمني غازي فلاح " إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة" دار المناهج للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر.
50. ناجي جمال " إدارة محفظة الأوراق المالية" المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، الطبعة الأولى 1998.
51. الناقه احمد أبو الفتوح " نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998.
52. النعيمي عدنان تايه / مهدي سعدون / سلام أسامة عزمي / موسى شقيري نوري " الإدارة المالية: النظرية و التطبيق" دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007.
53. نور عبد الناصر إبراهيم / صيام وليد زكريا / الخداش حسام الدين مصطفى " أصول المحاسبة المالية" الجزء الثاني دار الميسرة للنشر و التوزيع والطباعة عمان الأردن ، الطبعة الثانية 1999 .
54. هادي رضا الصغار" مبادئ المحاسبة المالية: القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية" الجزء الثاني دار الثقافة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
55. الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
56. الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 ، ص ص 421-422.
57. الوادي محمود حسين / عزام زكرياء أحمد "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان 2000.

1. Amat Oriel et Puig Xavier « L'analyse technique du marché boursier » édition D'organisation, paris 1991.
2. Baron François « chandeliers Japonais : figures d'indivision et de continuation » édition d'organisation, paris 2004.
3. Baron François « le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse» édition d'organisation , paris 2004.
4. Béchu Thiery , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien « L'analyse Technique : Théories et méthodes »Economica, Paris 2008 .

5. Bradley Xavier/ Christian Descamps « Monnaie, Banque, Financement » Dalloz, Paris 2005.
6. Broquet Claude et AL « Gestion de portefeuille ».
7. Cahan Philippe « Analyse technique dynamique » Economica, paris, 3 édition 2000, .
8. Fleurient Michel et Simon Yves « Bourse et marchés financiers 2^é édition Dunod,2002.
9. Gildas de Nercy « Obligations convertibles » , « Encyclopédie des marchés financiers » op.cit.
10. Gitman Lawrence et AL « Investissement et marchés financiers » .
11. Gounant Hervé « Améliorer ses performances avec le Trading » Gualino éditeur , paris 2006.
12. <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>
13. Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financières : gestion de portefeuille et des risques » 4^é édition, Dunod, paris 2002.
14. J-J. perquel « les bourse Américaines »Vuibert , Paris 1992.
15. John .J. Murphy “ Technical Analysis of financial markets : a comprehensive guide to trading methods and application” New York institute finance , United Sated of America 1999.
16. Jonathan Berk /Peter Demarzo et al « Finance d’entreprise » pearson éducation France 2008 .
17. Nison Steve « Beyond Candlesticks :new Japanese charting techniques revealed » Wiley Finance Edition.
18. Peyrard Josette « Analyse financière » 7^{éme} édition .
19. Peyrard Josette « La Bourse » Vuibert entreprise paris, 9^{éme} édition 2000.
20. Picon Olivier « La bourse : ses mécanismes, Gérés son portefeuille, réussir ses placements » Dalloz, paris 14^{éme} édition 2000.
21. Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4^{éme} édition.
22. Tvede Lars « La psychologie des marchés financiers .
23. Vernimmen Pierre « Finance d’entreprise » Dalloz, paris 6^{éme} édition 2005.
24. Yves Simon « Encyclopédie des marchés financiers » Economica Tome 2, 1997. Article de Albamnde clermont – Tonnene et Michel- Andrélivy « Obligations à coupon –Zéro » .