

جامعة باجي مختار - عنابة

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR – ANNABA



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

Faculté des Sciences Economiques et Sciences de Gestion

ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

المؤسسة والأسواق المالية

المقياس: المؤسسة والأسواق المالية

التخصص: إدارة مالية

المستوى: سنة ثالثة

حمدوش وفاء

جامعة باجي مختار - عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

السنة الجامعية: 2020/2019

التقديم:

تهدف هذه المطبوعة البيداغوجية إلى تمكين الطلبة من اكتساب معارف أساسية حول المؤسسة وعلاقتها بالسوق المالية الذي يمثل مصدرا أساسيا سواء لتمويل أو الاستثمار.

وقد راعينا السهولة بالاعتماد على منهجية بسيطة وواضحة وفقا لدليل إعداد المطبوعات البيداغوجية المقترح من نيابة العمادة للدراسات العليا والبحث العلمي والعلاقات الخارجية، حيث وزعت المحتويات على ست فصول، وفقا للبرنامج الوزاري المعتمد لمقياس المؤسسة والأسواق المالية والخاص بعرض التكوين لتخصص إدارة مالية للطور الأول، على أن تختتم المطبوعة بسلسلة من عروض الحال للامتحانات المقدمة في هذا المقياس.

تناول الفصل الأول مفاهيم أساسية حول المؤسسة وتصنيفاتها وأهم مصادر تمويل مختلف احتياجاتها. كما خصص الفصل الثاني كمدخل للأسواق المالية، بمختلف جوانبها من مفهومها، أهميتها، مكوناتها، نمط تنظيمها وتشغيلها، وكفاءتها.

وقد تناول الفصل الثالث الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، من خلال تحديد مفهومها وأنواعها، وأهم قيمها، ونماذج تقييمها، إلى جانب أهم مخاطرها .

ولأن الأسواق المالية عرف تطورا في أدواتها المالية بفعل الهندسة المالية، فقد تناول الفصل الرابع المشتقات المالية من خلال التعريف بمختلف أنواعها وكيفية استخدامها من أجل المضاربة والتحوط، ليخصص الفصل الخامس لدراسة عائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال تحديد أهم أنواع العوائد والمخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية، إلى جانب مجموعة من التطبيقات المحلولة في هذا الجانب .

وبما أن المستثمر المالي العقلاني يبحث عن استثمار ثروته في تشكيل متنوعة من الأصول المالية لتعظيم أرباحه عند مستوى مقبول من المخاطرة، فقد خصص الفصل السادس لدراسة المحفظة المالية من حيث مفهومها، نظرية المحفظة المالية، قياس عائدها ومخاطرها، تحديد المحفظة المثلى، إستراتيجية التنويع، وأهم مؤشرات تقييم أداء المحفظة. لتختتم هذه المطبوعة بفصل سابع تضمن سلسلة من الامتحانات المرفقة بحلول النموذجية لها المقدمة خلال سنوات تدريس هذا المقياس.

ولقد تم الاعتماد على مراجع أساسية ومباشرة في السوق المالية لإعداد هذه المطبوعة الموجهة لطلبة الإدارة المالية، ولكل التخصصات التي تدرس مقياس المؤسسة والأسواق المالية.

وفي الأخير نرجو أن نكون قد وفقنا في إعداد هذه المطبوعة، وأن تكون مرجعا مفيدا للجميع.

الفهرس:

1	التقديم:
2	الفهرس:
10	مقدمة:
11	الفصل الأول: مدخل مفاهيمي حول المؤسسة
11	1. مفاهيم أساسية حول المؤسسة:
11	1.1 مفهوم المؤسسة:
13	2.1 أهداف المؤسسة:
13	1.2.1 الأهداف الاجتماعية:
14	2.2.1 الأهداف الثقافية والرياضية:
14	3.2.1 الأهداف التكنولوجية:
15	3.1 خصائص المؤسسة:
15	2. وظائف المؤسسة:
16	1.2 وظيفة الشراء (التموين):
16	2.2 وظيفة الإنتاج:
17	3.2 وظيفة التسويق:
17	4.2 وظيفة الموارد البشرية:
17	5.2 الوظيفة المالية:
18	3. تصنيفات المؤسسة:
18	1.3 تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني:
18	1.1.3 شركات الأشخاص:
19	2.1.3 شركات الأموال:
20	2.3 تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم:
20	1.2.3 المؤسسات الصغيرة:
20	2.2.3 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

20	3.2.3. المؤسسات الكبيرة:
20	4.2.3. المؤسسات الكبيرة جدًا:
21	3.3. تصنيف المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي:
21	1.3.3. القطاع الصناعي:
21	2.3.3. القطاع الفلاحي:
21	3.3.3. القطاع الخدماتي:
22	4.3. تصنيف المؤسسات حسب طبيعة الملكية:
22	1.4.3. المؤسسات الخاصة:
22	2.4.3. المؤسسات العمومية:
22	3.4.3. المؤسسات المختلطة:
22	4. الاحتياجات التمويلية للمؤسسة:
23	1.4. الحاجة إلى التمويل قصير الأجل:
23	2.4. الحاجة إلى التمويل طويل الأجل:
24	5. مصادر تمويل احتياجات المؤسسة:
24	1.5. الخصائص الأساسية للأموال المتاحة:
24	1.1.5. الاستحقاق:
24	2.1.5. الدخل:
25	3.1.5. الأصول:
25	4.1.5. الإدارة والسيطرة:
25	2.5. أنواع مصادر التمويل:
25	1.2.5. مصادر التمويل قصيرة الأجل:
26	2.2.5. مصادر التمويل طويلة الأجل:
29	الفصل الثاني: مدخل للأسواق المالية
29	1. مفهوم السوق المالية ومكوناتها:
29	1.1 مفهوم السوق المالية:
30	2.1 مكونات الأسواق المالية:

32.....	2 أهمية ووظائف السوق المالية:
32.....	1.2. وظائف السوق المالية:
32.....	1.2.2. الوظيفة الاقتصادية:
33.....	2.2.2. الوظيفة التمويلية:
33.....	3.2. أهمية السوق المالية:
34.....	3. أركان الأسواق المالية:
34.....	1.3. فئة المقرضين أو المستثمرين:
34.....	2.3. فئة المقترضين أو المصدرين:
35.....	3.3. فئة الوسطاء الماليون:
35.....	4.3. المشرعون والمنظمون:
35.....	4. آليات تنظيم ونمط تشغيل السوق المالية:
35.....	1.4. المتعاملون في بورصة الأوراق المالية:
35.....	1.1.4. المضاربون المحترفون:
36.....	2.1.4. المضاربون الهواة:
36.....	3.1.4. المتآمرون:
36.....	4.1.4. المستثمرون:
36.....	2.4. أوامر السوق المالية وآليات تنفيذها:
36.....	1.2.4. حسب معيار التوقيت الزمني:
37.....	2.2.4. حسب معيار السعر:
37.....	3.2.4. أنواع الأوامر من الناحية الكمية:
38.....	4.2.4. أنواع الأوامر من ناحية الشروط المصاحبة للأمر:
38.....	5.2.4. تكاليف تنفيذ الأوامر والصفقات:
38.....	5. تسعير الأوراق المالية في البورصات:
38.....	1.5. تعريف التسعير:
39.....	2.5. أنواع التسعير:
39.....	1.2.5. التسعير الدوري:

39	2.2.5. التسعير المستمر:
40	3.5. العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية:
41	6. مؤشرات الأسواق المالية:
41	1.6. مفهوم مؤشرات البورصة:
41	2.6. إستخدامات المؤشر:
42	3.6. كيفية حساب المؤشر:
42	1.3.6. ملائمة العينة:
42	2.3.6. الأوزان النسبية:
43	3.3.6. إجراءات حساب قيمة المؤشر:
43	4.3.6. طرق حساب المؤشر:
44	4.6. المؤشر العام للبورصة:
45	5.6. مؤشرات مستوى الأداء:
45	1.5.6. مؤشر معدل القيمة السوقية:
46	2.5.6. مؤشر السيولة:
46	3.5.6. المؤشر العام لأسعار الأسهم:
46	4.5.6. مؤشرات عدد الشركات:
46	7. كفاءة الأسواق المالية:
46	1.7. مفهوم كفاءة الأسواق المالية:
47	2.7. أنواع كفاءة السوق المالية:
47	1.2.7. السوق ذات الكفاءة الكاملة:
48	2.2.7. السوق ذات الكفاءة الاقتصادية:
48	3.2.7. كفاءة التسعير:
48	4.2.7. كفاءة التشغيل:
48	3.7. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:
49	1.3.7. السوق الكفء بدرجة ضعيفة:
49	2.3.7. السوق الكفء بدرجة نصف قوي:

49.....	3.3.7. السوق الكفاء بدرجة قوي:
50.....	الفصل الثالث: الأوراق المالية التقليدية
50.....	1. ماهية الأسهم:
50.....	1.1. تعريف الأسهم:
50.....	2.1. أنواع الأسهم:
51.....	1.2.1. الأسهم العادية:
51.....	2.2.1. الأسهم الممتازة:
52.....	3.1. قيم الأسهم:
52.....	1.3.1. القيمة الاسمية:
52.....	2.3.1. قيمة الإصدار:
53.....	3.3.1. القيمة الحقيقية (العادلة):
53.....	4.3.1. القيمة السوقية:
53.....	5.3.1. القيمة الدفترية أو المحاسبية:
53.....	2. ماهية السندات:
53.....	1.2. تعريف السندات:
54.....	2.2. أنواع السندات:
54.....	1.2.2. من حيث طبيعة معدل الفائدة:
55.....	2.2.2. من حيث الجهة المصدرة:
56.....	3.2.2. من حيث تاريخ الاستحقاق:
57.....	4.2.2. من حيث أجلها:
57.....	3.2. خصائص ومزايا السندات:
58.....	4.2. القيم التي تصدر بها السندات:
60.....	3. تحليل الأسهم:
60.....	1.3. التحليل الأساسي:
63.....	2.3. التحليل الفني:
65.....	3.3. الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

66.....	4.تقييم الأسهم والسندات:
66.....	1.4. نماذج تقييم الأسهم:
66.....	1.1.4. نموذج خصم التوزيعات النقدية:
68.....	2.1.4. نموذج التقييم المحاسبي:
69.....	3.1.4. نموذج Gordon Shapiro:
70.....	4.1.4. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:
72.....	5.3.4. نموذج مضاعف الربحية:
72.....	6.1.4. نموذج نظرية تسعير المراجعة:
73.....	2.4. نموذج تقييم السندات:
74.....	1.2.4. نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية:
74.....	2.2.4. نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية:
74.....	5. مخاطر الاستثمار في الأسهم والسندات:
75.....	1.5. مخاطر السندات:
76.....	2.5. مخاطر الأسهم:
77.....	الفصل الرابع: الأدوات المالية الحديثة
77.....	1. مفهوم المشتقات المالية:
78.....	2. أنواع المشتقات المالية:
78.....	2.1. العقود الآجلة:
78.....	2.2. العقود المستقبلية:
79.....	2.3. عقود المبادلات:
80.....	2.4. عقود الخيارات:
87.....	3 الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات:
87.....	4. أغراض المتعاملين بالمشتقات المالية:
87.....	1.4. استخدام المشتقات المالية في المضاربة:
88.....	2.4. استخدام المشتقات المالية في التحوط:
89.....	1.4. استخدام المشتقات المالية في الترويج:

90	5. مخاطر التعامل بالمشترقات المالية:
92	الفصل الخامس: عائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
92	1. ماهية العائد على الاستثمار:
92	1.1. تعريف العائد:
92	2.1. أنواع العائد وطرق قياسه:
92	1.2.1. العائد الفعلي:
94	2.2.1. معدل العائد المتوقع:
94	3.2.1. معدل العائد المطلوب:
95	2. ماهية المخاطرة:
95	2.1. تعريف المخاطرة:
96	2.2. أنواع المخاطر:
96	1.2.2. المخاطر المنتظمة:
98	2.2.2. المخاطر غير المنتظمة:
100	3.2. قياس المخاطرة:
101	التطبيقات:
107	الفصل السادس: المحفظة المالية: عائد، مخاطر، تنوع، تقييم.
108	1. مفهوم المحفظة المالية:
108	2. أهمية وأهداف المحافظ الاستثمارية:
109	3. نظرية المحفظة الحديثة:
110	1.3. نظرية هاري ماركويتز:
110	2.3. إسهام توبين بالنظرية:
110	3.3. إمتداد النظرية-نموذج شارب:
111	4. عائد ومخاطرة المحفظة:
111	1.4. معدل العائد المتوقع للمحفظة:
111	2.4. مخاطر المحفظة:
113	5. المحفظة المثلى:

114.....	6. التنوع في المحافظ الاستثمارية:
114.....	1.6. التنوع الساذج:
115.....	2.6. تنوع ماركويتز واستخدام معامل الارتباط:
117.....	7. مؤشرات تقييم أداء المحافظ المالية:
117.....	1.7. مؤشر شارب:
118.....	2.7. مؤشر ترينور:
118.....	3.7. مؤشر جنسن:
119.....	4.7. مؤشر فاما:
120.....	التطبيقات:
127.....	الفصل السابع: سلسلة الامتحانات المحلولة.....
127.....	1. الامتحان الأول:
132.....	2. الامتحان الثاني:
137.....	3. الامتحان الثالث:
143.....	4. الامتحان الرابع:
148.....	5. الامتحان الخامس:
152.....	قائمة المراجع:

مقدمة:

تشكل قرارات التمويل والاستثمار عصب إهتمام كل المؤسسات الاقتصادية، فبعد أن تنتهي المؤسسة من تحديد إحتياجاتها من الأموال، تبدأ في عملية البحث عن مصادر التمويل المناسبة لمواجهة هذه الإحتياجات، من خلال مراعاة الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الإحتياج، في ذات الوقت يتوجب عليها أن تتأكد من أن الموارد المتاحة لها قد وجهت لأفضل استثمار تحقق منه أكبر الفوائد والمنافع الممكنة بأقل التكاليف، من أجل تعظيم أرباحها وقيمتها.

في هذا الإطار تعتبر الأسواق المالية آلية للتمويل والاستثمار، وذلك لكون أن الأسواق المالية تقوم بدور الممول بقيمة المدخرات الواردة إليها بهدف الاستثمار، استنادا على تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الاستثمارية ذات طابع طويل الأجل كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، هذه الأخيرة تتسم بازدواجية الاستخدام إما للتحوط أو للإستثمار.

تعمل الاسواق المالية على تسهيل تداول أدواتها المالية بيعا وشراء بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، لكن يتطلب التعامل بهذه الأدوات الإلمام بمقتضيات وأسس الاستثمار، من أهم تلك الأسس العائد والمخاطرة المصاحبة لكل أداة استثمارية، وهو ما يستدعي ضرورة فهم المستثمر للسوق المالي والنماذج المستعملة لتقييم تلك الأدوات.

إن توفر الفوائض المالية لدى مختلف الشركات بمختلف القطاعات، أدى بها إلى البحث عن استثمار هذه الفوائض في شكل محافظ مالية، مما يستدعي ضرورة إدارتها بالموازنة بين العائد والمخاطرة والسيولة، من خلال تحقيق أقصى عائد ممكن، وتوفير السيولة في الوقت المناسب باختيار الأدوات الاستثمارية قابلة للتحويل إلى نقد بدون خسارة، مع التركيز على تنوع تشكيلة المحفظة المالية لتخفيض حدة درجة المخاطرة.

تعتمد مسألة فهم محتوى مقياس المؤسسة والأسواق المالية التعرف على:

- المؤسسة وتصنيفاتها واحتياجاتها ومصادر تمويلها؛

- آلية عمل السوق المالي؛

- الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي؛

- عائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية؛

- المحفظة المالية وكيفية إدارتها.

الفصل الأول: مدخل مفاهيمي حول المؤسسة

تقع المؤسسة في قلب النشاط الاقتصادي المعاصر، فهي المنبع الرئيسي للرفاهية المادية، وتبقى بالنسبة لمعظم الأعدان الاقتصاديين المكان الرئيسي للعمل، كما أنها المكان الذي تمارس فيها طرق التسيير العقلانية الموجهة لبلوغ الأهداف الاقتصادية أو الاجتماعية.

وبهذا فإن المؤسسات تتنوع وفقا لعدة معايير (مجال النشاط، الحجم، الوضعية القانونية، نمط الإدارة....)، مما يجعل لكل مؤسسة غايات متمثلة في المساهمة في تلبية حاجيات الأعدان الاقتصاديين من سلع وخدمات، ولتحقيق هذه الغايات تحتاج المؤسسة إلى تجسيد تكامل بين مختلف الوظائف المكونة لها، هذا من جهة، ومن جهة أخرى ضرورة تغطية مختلف احتياجاتها سواء الاستثمارية منها و/أو الاستغلالية، عن طريق إختيار المزيج التمويلي المناسب والمنسجم مع طبيعة هذه الاحتياجات انطلاقا من المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة .

1. مفاهيم أساسية حول المؤسسة:

1.1. مفهوم المؤسسة:

تطور تعريف المؤسسة على مر الأزمنة، سابقًا كانت المؤسسات تتميز بعمليات السوق، حيث عرفت كمنظمة تسويقية لإنتاج السلع والخدمات، وكانت المؤسسات الأولى تعرف كمنظمات فلاحية صغيرة حيث تتميز بصغر حجمها، وبقدرة تكنولوجية بسيطة، وبعلاقات مباشرة شخصية بين صاحب المؤسسة والعمال وبعلاقات ضيقة بين الدخل والمساهمات الشخصية.

تطور هذا الوضع حسب (كوتا) إلى ثلاثة اتجاهات وهي:¹

- إتساع الحجم (التكاثف الدولي... إلخ)؛

- كثرة النزاعات الاجتماعية؛

- تعقد أنماط التسيير (أقل تكلفة، تسيير الموارد البشرية... إلخ).

بالإضافة إلى العوامل التالية:²

- التطور المستمر الذي تشهده المؤسسة الاقتصادية في طرق تنظيمها وفي أشكالها القانونية منذ ظهورها وخاصة في القرن العشرين؛

¹ عبد الرزاق بن حبيب (2009). إقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 27

² غول فرحات (2008). الوجيز في إقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، ص 7

- تشعب وإتساع نشاط المؤسسات الاقتصادية، سواء الخدمية منها أو الإنتاجية وقد ظهرت مؤسسات تقوم بعدة أنواع من النشاطات في نفس الوقت وفي أمكنة مختلفة مثل المؤسسات متعددة الجنسيات؛
- إختلاف الاتجاهات الاقتصادية والايديولوجيات (إشترائية-ليبرالية).

من خلال ما سبق يمكن سرد بعض التعاريف المتعلقة بالمؤسسة الاقتصادية:

المؤسسة هي «كل هيكل تنظيمي اقتصادي مستقل مالياً، في إطار قانوني وإجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل الإنتاج، أو تبادل السلع والخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، أو القيام بكليهما معاً (إنتاج+تبادل)، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط إقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعاً لحجم ونوع نشاطه».³

المؤسسة هي منظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعاً ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني.⁴

المؤسسة هي تكتل أو تجمع إنساني متسلسل يستعمل وسائل فكرية، مادية، مالية بغية إستخراج، تحويل، نقل، توزيع ثروات أو إنتاج خدمات، طبقاً لأهداف موضوعة ومسطرة من طرف الإدارة سواء كانت فردية أم جماعية، بإدخال مجموع العوامل المحددة للربح وللمنفعة الاجتماعية بدرجات مختلفة.⁵

ويمكن الاعتماد على أربعة مقاربة في تعريف المؤسسة:

- المؤسسة كوحدة للإنتاج والتوزيع:

يتمثل تعريف المؤسسة في هذا الجانب، في إطار الإنتاج أي وحدة إقتصادية وتوزيع المداخيل، حيث إن الوظيفة الأساسية للمؤسسة تكمن في إنتاج السلع والخدمات قصد تبادلها في السوق. وتتميز هذه السلع والخدمات بأنها تجارية عكس بعض السلع والخدمات الغير التجارية كالإدارة العمومية، وتحتاج المؤسسة إلى عوامل الإنتاج منها العمل، المواد الأولية، السلع النصف التامة، الطاقة، أجهزة الإنتاج... الخ، كما تحتاج إلى معلومات ورخص الإنتاج وموارد مالية؛

³ناصر دادي عدون (1998)، إقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، ص11

⁴عبد الرزاق بن حبيب (2009)، مرجع سيف ذكرة، ص28.

⁵Farouk Bouyakoub (2000): *L'entreprise et le financement bancaire*, casbah éditions, ALGERIE. , p38.

- المؤسسة كوحدة لتوزيع المداخيل:

وهي أداة لتكوين وتوزيع المداخيل التي أنتجتها على مختلف المتعاملين الاقتصاديين والماليين المباشرين وغير المباشرين مثل:

- الأجور التي توزع على العمال الأجراء؛

- تسديد الضرائب للدولة والجماعات المحلية؛

- تسديد الاشتراكات للضمان الاجتماعي والتأمين؛

- تسديد الفائدة للمؤسسات البنكية؛

- دفع مستحقات الموردين؛

- توزيع الأرباح على المساهمين؛

- الاهتلاكات للتغطية النقص في الأجهزة.

- المؤسسة خلية إجتماعية:

إن المؤسسة تقوم بتشغيل العمال، إذن فإنها تقوم بوظيفة إجتماعية تكمن في سد بعض حاجيات العمال كثبات العمل ومستوى الأجور والترقية والتكوين... الخ، حيث يختلف العمال فيما بينهم من حيث المؤهلات والثقافة والأهداف، هذه الأخيرة قد تختلف في كثير من الأحيان عن أهداف المؤسسة، مما يؤدي إلى نزاعات داخلية.

- المؤسسة كنظام:

تسمح لنا هذه النظرة بإثراء الفهم الحقيقي لسير المؤسسة، يركز مفهوم النظام على تواجد عدة عناصر مترابطة فيما بينها عن طريق عدة ارتباطات (علاقات)، مع بقاء الكل منظم ومتساند بغية تحقيق هدف موحد، وعليه فإن المؤسسة ما هي إلا مجموعة من الأنظمة الفرعية المترابطة فيما بينها بالعديد من العلاقات التبادلية (نظام الموارد البشرية، نظام الإنتاج، نظام التسويق، النظام المالي، نظام المعلومات...)، فضلا عن ضرورة الإلمام بجزء مهم من النظام الكلي للمؤسسة وهو البنية الخارجية للمؤسسة التي تعتبر عنصرًا مهمًا من عناصر النظام.

2.1. أهداف المؤسسة:

تسعى المؤسسة مهما كان نوعها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها فيما يلي:

1.2.1. الأهداف الاجتماعية:

تتمثل الأهداف الاجتماعية في: ⁶

⁶فايز الزغبي، محمد إبراهيم عبيدات (1997)، أساسيات الإدارة الحديثة، دار النشر والتوزيع، الأردن ص2.

- ضمان مستوى أجر مقبول؛
- تحسين مستوى معيشة العمال؛
- إنشاء وإقامة أتماط إستهلاكية معينة؛
- توفير تأمينات للعاملين؛
- الحد من البطالة.

1.2.2. الأهداف الثقافية والرياضية:

تتعلق الأهداف الثقافية والرياضية بالجانب التكويني والترفيهي، ومن بينها:

- توفير الوسائل الترفيهية والثقافية، لأن ذلك له أثر بالغ على مستوى العامل الفكري والرضا والشعور باهتمام المؤسسة بعمالها مما ينعكس على عملهم وأدائهم؛
- تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى؛
- تخصيص أوقات للرياضة، مما يجعل العامل يتمتع بصحة جيدة ويتخلص من الخمول وتحفيزه على دفع عجلة الإنتاج.

1.3.2. الأهداف التكنولوجية:

- تكمن الأهداف التكنولوجية من خلال قيام المؤسسة بالبحث والتطوير، وذلك بتوفير إدارة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علمياً وترصد لها مبالغ كبيرة، كما يمكن تصنيف أهداف المؤسسة إلى أربع مجموعات رئيسية وهي:⁷
- الأهداف التوجيهية:
 - وتتمثل في قيادة السوق (الوضع التنافسي، درجة الإبداع، التقدم التقني)، الانتشار السوقي (عدد الأسواق، عدد الجماعات الاستهلاكية، عدد الصناعات، عدد البلدان)، خدمة المنتفعين (فائدة المنتج، جودة المنتج، موثوقية المنتج)؛
 - الأهداف الأدائية:

وهي تخص النمو (إيرادات المبيعات، حجم الإنتاج، هامش الربح)، الربحية (العائد على رأس المال، العائد على الأصول، هامش الربح على عائد البيع، العائد على أموال المساهمين)؛

⁷حسين كريم (2003)، إدارة المنظمات: المنظور كمي، دار الحامد، الطبعة الأولى، الاردن ص76.

- الأهداف الداخلية:

وتتمثل في الكفاءة (دوران المخزون، فترة الائتمان، السيولة) شؤون العاملين (علاقات العاملين، معدل راتب العامل، إيرادات البيع لكل عامل)؛

-الأهداف الخارجية:

وتشمل المسؤولية الاجتماعية (صورة المؤسسة، العلاقة بين السعر/ الربح، استخدام الموارد، رفاه المجتمع المحلي، النشاط العام).

1.3. خصائص المؤسسة:

بناءً على التعاريف السابقة يمكن إستخلاص خصائص المؤسسة في ما يلي:⁸

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث إمتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسئولياتها؛
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها؛
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكيف نفسها مع الظروف المتغيرة؛
- التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل، فكل مؤسسة تصنع أهداف معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم معين... الخ؛
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات، وإما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف؛
- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة، فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية، فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما في الحالة العكسية، فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتحد من أهدافها؛
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، بالإضافة إلى مساهمتها في الناتج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.

2. وظائف المؤسسة:

يمكن تحديد مختلف وظائف المؤسسة والتي تختلف من حيث العدد من مؤسسة إلى أخرى حسب حجم المؤسسة وطبيعة نشاطها وعلى العموم تتمثل الوظائف الأساسية فيما يلي:

⁸ عمر ضحري (1993)، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ص26.

1.2. وظيفة الشراء (التموين):

كل المؤسسات مستهلكة ومنتجة في آن واحد، فهي مستهلكة كونها تتطلب مدخلات لإدارة عملية الإنتاج، والتي تمثل الاحتياجات المختلفة من المواد والآلات والمعلومات والمعرفة والعلوم والأفراد والأموال.... إلخ، ولتوفير هذه العناصر، فإن المؤسسة تشتريها من المؤسسات أو الأطراف الأخرى، ووظيفة الشراء هي الوظيفة التي تتم من خلالها تجهيز المؤسسة بمستلزمات الإنتاج والأداء وتوفيرها.

وتتعلق وظيفة الشراء بما يلي:

- ✓ تخطيط وتنظيم تنفيذ عمليات شراء التجهيزات والمتطلبات والأدوات والمواد الأولية المختلفة؛
- ✓ تحديد مصادر الشراء وكميات ومواصفات المواد المطلوبة وبحسب احتياجات المؤسسة؛
- ✓ توفير المواد بالتنوع والجودة؛
- ✓ الحصول على المستلزمات الإنتاجية بأقل الأسعار وبأحسن النوعيات بأغراض خفض التكلفة الإنتاجية؛
- ✓ تنفيذ عمليات الشراء بالكميات المحددة وبالأسعار المناسبة وبالأوقات المطلوبة.⁹

2.2. وظيفة الإنتاج:

تعد وظيفة الإنتاج النشاط الأساسي في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، وفي المؤسسات الصناعية بشكل خاص، حيث يعرف النشاط الإنتاجي بأنه النشاط المنظم والموجه لاستخدام المواد المتاحة وتوجيهها لإنتاج منتجات وخدمات جديدة تشبع حاجات الإنسان والنظام الإنتاجي هو الصيغة التي تجمع بها عناصر النشاط الإنتاجي من أجل إنتاج السلع والخدمات وذلك من خلال:

- ✓ تحديد مواقع العمل؛
- ✓ مزج عوامل الإنتاج (العمل والآلات والمواد) وتصميم العمليات بطرق علمية اقتصادية؛
- ✓ تطوير وتصميم المنتجات بشكل يتلاءم مع رغبات الزبائن ومتطلبات العمليات الصناعية وطبيعة المواد والعمليات الإنتاجية؛
- ✓ تخطيط الإنتاج ووضع السياسات الإنتاجية الكفيلة بتنفيذ الخطط الإنتاجية والرقابة على الإنتاج من ناحية التكاليف والجودة والوقت؛
- ✓ ضمان تنظيم العمل العلمي وأنظمة المناولة والتخزين في الوحدة الإنتاجية.

⁹ خليف عيسى (2003)، محاضرات في اقتصاد المؤسسة، مكتبة المنار، الجزائر، ص 24

3.2. وظيفة التسويق:

تعني وظيفة التسويق بمساعدة المؤسسة من خلال تحديد المنتجات أو الخدمات المحتمل نجاحها في السوق، ثم الترويج لها بطرق تميزها عن المنتجات المشابهة لها، وتتضمن وظيفة التسويق إجراء الأبحاث بما يخص السوق، ووضع الخطط التسويقية والتطوير من المنتجات، كما يشمل دور التسويق الإشراف الاستراتيجي على كل من الترويج والإعلانات وخدمات العملاء والتوزيع وشؤون العلاقات العامة.¹⁰

4.2. وظيفة الموارد البشرية:

أن الموارد البشرية تعبير عن الثروة الأساسية في أن مؤسسة إنتاجية أو خدمية، وهي عنصر الإنتاج الرئيسي، وتضم الموارد البشرية كل الأفراد العاملين في المؤسسة من مختلف النوعيات و الجنسيات ، ومهما اختلفت وتنوعت مستويات المهارة و أنواع الأعمال التي يقومون بها فهي تشمل كل هيئة الإدارة ، العاملين في مجالات الإنتاج والعاملين في مجالات والمهن المساعدة في أي مؤسسة.¹¹

تسعى وظيفة الموارد البشرية الحصول على القوة العاملة وجعلها قادرة وراضية ومتعاونة على تنفيذ الأعمال ، وهو ما يستلزم القيام بالأنشطة المختلفة التالية :

- ✓ تعيين العاملين وتدريبهم، وكذا تحفيزهم وترقيتهم؛
- ✓ الاعتناء بكافة الخدمات الاجتماعية اللازمة لعمال المؤسسة؛
- ✓ الحفاظ على علاقة طيبة بين المؤسسة والعاملين فيها.

5.2. الوظيفة المالية:

تعرف الوظيفة المالية بأنها تلك الأنشطة المرتبطة بجمع وتسيير المواد المالية للمؤسسة حيث يتولى المشرفون عليها (المسيرون الماليون) عدة مهام من بينها: اتخاذ القرارات المالية، تسيير التوازن المالي القصير وطويل المدى، تسيير المخاطر المالية إلخ، والتي تندرج ضمن الإستراتيجية العامة المعتمدة من طرف المؤسسة، حيث يمكن قياس الفعالية الإجمالية اعتمادا على مجموعة من المؤشرات المالية (الربحية، المردودية، التوازن المالي، النسب الهيكلية، معادلات النمو... إلخ).

ويمكن حصر أدوار الوظيفة المالية في:

¹⁰https://mawdoo3.com/%D8%A8%D8%AD%D8%AB_%D8%AD%D9%88%D9%84_%D9%88%D8%B8%D9%8A%D9%81%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B3%D9%88%D9%8A%D9%82 Consulté le 20/09/2020

¹¹ علي السلمي (2000)، إدارة الموارد البشرية دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، ص48.

- ✓ ضمان تمويل مختلف أنشطة المؤسسة سواء كانت احتياجات استثمارية أو استغلالية عن طريق مصادر التمويل الداخلية والخارجية بما يحقق التوازن المالي للمؤسسة؛
- ✓ التخطيط المالي وإعداد الموازنات التقديرية؛
- ✓ مراقبة التدفقات المالية وتسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي؛
- ✓ مساعدة المسيرين في الإدارة العليا على وضع الاستراتيجيات ورسم معالم السياسة المالية؛
- ✓ تحقيق مستوى مرتفع للمردودية المالية والمردودية الاقتصادية، وتغطية المخاطر التي تؤدي إلى انخفاضها.¹²

3. تصنيفات المؤسسة:

يختلف تصنيف المؤسسة حسب عدة معايير ومن أهمها نذكر:

- المعيار القانوني؛
- المعيار الاقتصادي؛
- معيار الحجم؛
- معيار طبيعة الملكية.

1.3. تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني:

وفقا لهذا المعيار، تصنف المؤسسات إلى: شركات الأشخاص، شركات الأموال.

1.1.3. شركات الأشخاص¹³:

وهي المؤسسات التي يكون فيها توظيف الأموال غير محدود وتقوم عادة بين مجموعة صغيرة من الأشخاص وتجمعهم الصداقة والمعاملة الحسنة والسمعة الجيدة، والثقة المتبادلة. ويتضمن هذا الصنف:

1.1.1.3. الشركة الفردية:

هي الشركة التي يمتلكها شخص واحد أو عائلة حيث يمكن لهذا الشخص الذي يؤسس هذه المؤسسة أن يورثها أو يشتريها من الغير و يقوم في نفس الوقت بتقديم رأس المال والعمل من جهة أخرى وهو المسؤول الأول والأخير عن نتائج أعمال الشركة؛

2.1.1.3. شركة التضامن:

¹²إلياس بن ساسي، يوسف قريشي (2011)، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، ص 20.

¹³العربي دخوش(2001)، محاضرات في اقتصاد المؤسسة، مطابع جامعة منتوري، الجزائر، ص25.

تتميز بالمسؤولية غير المحدودة للشركاء والتضامن بينهم، ويقسم الرأسمال إلى حصص توزع على الشركاء بصفة متناسبة حيث يعتبر كل شريك تاجراً؛

3.1.1.3. شركة التوصية البسيطة:

تتكون من فئتين من الشركاء الموصين، حيث تقع على الفئة الأولى المسؤولية الكاملة على إلتزامات الشركة، أما الفئة الثانية، فيقتصر دورها على تقديم جزء من رأس المال للشركة وتكون مسؤوليتهم في حدود الحصة التي ساهموا بها ولا يحق لهم إدارة الشركة؛

4.1.1.3. شركة المحاصة:

وهي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر المساهمة في مشروع إقتصادي معين عن طريق تقديم حصة مالية بهدف إقتسام ما يحققه المشروع، سواء كانت أرباح أم خسائرًا دون أن يتم إشهارها، أي أن وجودها منحصر بين المتعاقدين وغير معدة لإطلاع الجمهور عليها.¹⁴

2.1.3. شركات الأموال:

يقوم هذا الصنف على الاعتبار المالي بهدف جمع أكبر قدر ممكن من الأموال، وينقسم هذا الصنف إلى ثلاث أنواع وهي¹⁵:

1.2.1.3. الشركة ذات المسؤولية المحدودة:

يمثل هذا النوع من الشركات شكل وسيط بين شركات الأشخاص وشركات الأموال ويتراوح عدد الشركات بين 2 إلى 50 شريك، ورأس المال لا يمكن أن يقل عن 100.000 دج، يتميز هذا الشكل بسهولة التأسيس، لكن لا يعتبر الشريك تاجرًا، ولا تتجاوز مسؤوليته قيمة الحصص التي ساهم بها؛

2.2.1.3. شركة المساهمة:

وهي تخص الشركات الكبيرة نظرًا لتعقدها وتكاليفها المرتفعة التي تستلزم إدارتها. تتميز بكثرة المساهمين حيث ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة يجوز تداولها بين الأشخاص؛

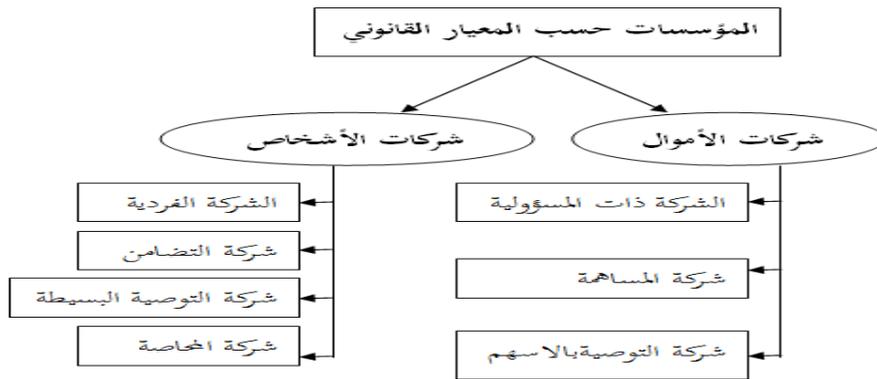
3.2.1.3. شركة التوصية بالأسهم:

تتميز شركة التوصية بالأسهم بنفس خصائص شركة التوصية البسيطة، إلا أن المساهمين من الفئة الثانية لهم الحرية المطلقة في التصرف بأسهمهم دون إستشارة أو موافقة باقي الشركاء.

¹⁴ناصر دادى عدون(1998)، مرجع سبق ذكره، ص61.

¹⁵عمر صخري(2006)، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص26-28.

الشكل رقم (1-1) : تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني



المصدر: من إعداد الباحثة

2.3. تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم:

يستند تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم على عدد العمال، وهي على النحو التالي:

1.2.3. المؤسسات المصغرة:

ويتراوح عدد العمال فيها ما بين 1 إلى 10 عمال وتكون ملكيتها في أغلب الأحيان للعائلة أو لشخص

واحد؛

2.2.3. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

ويتراوح عدد العمال فيها ما بين 10 إلى 500 عامل، وهي مؤسسات نشيطة وفعالة في أغلب الأحيان

وتتميز بالإبداع والابتكار في نشاطها الإنتاجي؛

3.2.3. المؤسسات الكبيرة:

تستعمل هذه المؤسسات يدا عاملة تتراوح بين 500 إلى 900 عامل، تساهم بقسط كبير فيما يخص رقم

الأعمال المحققة، ولها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي بالخصوص من خلال ما تقدمه سواء على المستوى الوطني أو

الدولي؛¹⁶

4.2.3. المؤسسات الكبيرة جدًا:

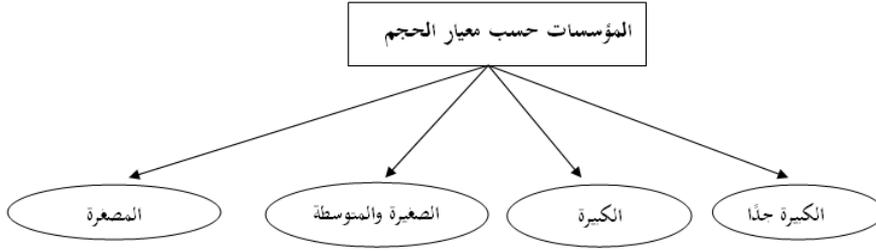
تضم هذه المؤسسات أكثر من 1000 عامل، تتميز بمواردها المالية الضخمة وتعود ملكيتها في أغلب

الأحيان إلى عدة أشخاص.¹⁷

¹⁶ناصر داددي عدون(1998): مرجع سبق ذكره، 68

¹⁷يوسف حسن يوسف(2012)، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، ص 26،27.

الشكل رقم (1-2): تصنيف المؤسسات حسب المعيار الحجم



المصدر: من إعداد الباحثة

3.3.3 تصنيف المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي:

تقسم النشاطات الاقتصادية إلى ثلاثة قطاعات وهي¹⁸:

1.3.3 القطاع الصناعي:

ويشمل المؤسسات الصناعية، وهي التي تعمل على تحويل المواد الطبيعية أساسًا إلى منتوجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيط مثل مؤسسات الصناعة الثقيلة، مؤسسات الصناعة التحويلية؛

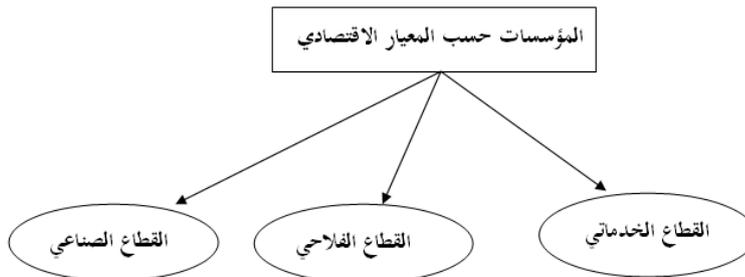
2.3.3 القطاع الفلاحي:

وهو يجمع المؤسسات المتخصصة في الزراعة بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي، بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري؛

3.3.3 القطاع الخدماتي:

ويشمل المؤسسات الخدماتية، أي المؤسسات المنتجة للخدمات مثل التوزيع، النقل، السياحة، البنوك، التأمين... إلخ.

الشكل رقم (1-3): تصنيف المؤسسات حسب المعيار طبيعة النشاط



المصدر: من إعداد الباحثة

¹⁸Chantal Bussenault, Martine pretet (2002), *Economie et gestion de l'entreprise, veuibert, 3^{ème} édition, paris, p12.*

4.3. تصنيف المؤسسات حسب طبيعة الملكية:

تصنف المؤسسات طبقاً لهذا المعيار حسب طبيعة ملكية رأس المال، وهي المؤسسات الخاصة، المؤسسات العمومية والمؤسسات المختلطة.

1.4.3. المؤسسات الخاصة:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها إلى شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص الخواص؛

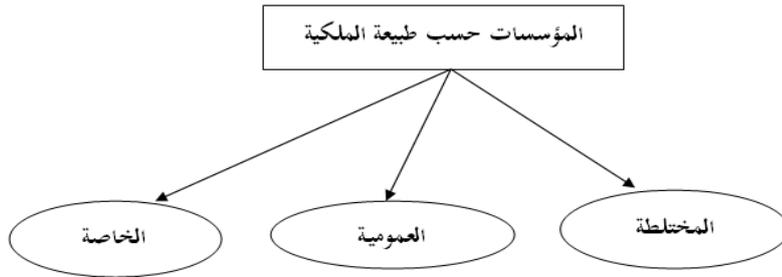
2.4.3. المؤسسات العمومية:

وهي مؤسسات مملوكة لمجموعة عمومية ممثلة في الدولة أو الجماعات المحلية، وبذلك ترجع سلطة القرار إليها، وتخضع للتشريعات الخاصة بها؛

3.4.3. المؤسسات المختلطة:

وهي مؤسسات تعود ملكيتها للدولة والقطاع الخاص معاً، فالشركات المختلطة هي الشركات التي تملك الدولة جزء من رأس مالها (غالبًا لا يقل عن 51%) والباقي يملكه المواطنين والخواص.¹⁹

الشكل رقم (1-4): تصنيف المؤسسات حسب معيار طبيعة الملكية



المصدر: من إعداد الباحثة

4. الاحتياجات التمويلية للمؤسسة:

من أجل تحقيق مختلف أهدافها تواجه المؤسسة العديد من الاحتياجات المالية و لذلك فهي تعمل على الحصول على موارد تمويلية من بين الموارد المتاحة من أجل سد هذه الاحتياجات سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل التي تخص دورة الاستغلال، أو احتياجات طويلة و متوسطة الأجل التي تخص دورة الاستثمار، وتكمن أهمية التمويل لهاتين الدورتين كما يلي:²⁰

¹⁹ صالح خالص (1997)، المبادئ الأساسية للمحاسبة العامة والمخطط المحاسبي الوطني، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 15.
²⁰ زواوي فضيلة (2009)، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، ص 64.

1.4. الحاجة إلى التمويل قصير الأجل :

تلجأ عادة المؤسسة إلى التمويل قصير الأجل لتمويل العجز في رأس المال العامل، الناتج على نمو النشاط الداخلي للمؤسسة، فأثناء دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزوناتا و مديونيتها، ويعتبر الائتمان التجاري والائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل، وتلجأ المؤسسة إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية :

- ✓ ضعف نسبة المخاطرة: وهو أمر يهم الدائنين أي أن قصر فترة التسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة و لقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها تكون عالية؛
- ✓ انخفاض التكلفة: قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل أقل تكلفة من الحصول على التمويل متوسط أو الطويل الأجل، لقصر فترة السداد و خاصة ضعف نسبة المخاطرة؛
- ✓ الحاجة للأموال: في بعض المؤسسات الموسمية، لهذا تلجأ هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآني في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية.

2.4. الحاجة إلى التمويل طويل الأجل :

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترات طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج والمعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية، ونجد أن المؤسسات تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي :

- ✓ تمويل شراء الأصول الثابتة ذات العمر الطويل؛
- ✓ تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل؛
- ✓ تمويل ما يتم الاضطلاع عليه من الاستثمارات رأسمالية، وكذا التوسعات طويلة الأجل للمؤسسة؛

وحتى تحقق المؤسسة الفعالية في اختيار واستخدام هذه الأموال في تغطية احتياجاتها، لا بد من وجود دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل ومختلف العوامل المؤثرة فيها لاختيار التوليفة المثلى.

5. مصادر تمويل احتياجات المؤسسة:

تناولنا في العناصر السابقة الوظيفة التي تهتم بتخطيط الاحتياجات المالية للمؤسسة، وبالانتهاء من هذه الخطوة يكون أمام المؤسسة مجموعة من الخطط المالية التي تبين مقادير الأموال اللازمة خلال الفترة الزمنية المقبلة، وهو ما استلزم البحث عن مصادر تمويلية المناسبة لتغطية الاحتياجات المالية، وهو ما يجسد الهيكل المالي للمؤسسة الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل ملكية واقتراض، ومن دائم ومؤقت، ومن طويل الأجل وقصير الأجل.

1.5. الخصائص الأساسية للأموال المتاحة:

أن كل مؤسسة تجد أمامها نوعين أساسيين من الأموال المتاحة وهما الاقتراض والملكية حيث تدور الخصائص المميزة لكل منهما حول أربعة نقاط وهي: ²¹

1.1.5.1. الاستحقاق:

للقرض أجل معين، ومن ثم ينبغي سداده في تاريخ معين يتم الاتفاق عليه بين المؤسسة ودائنيها، ومهما اختلفت أجل القروض حسب نوعها (قصيرة، متوسطة، طويلة) فإن عدم تسديدها عند حلول ميعاد استحقاقها، فقد يؤدي ذلك بالدائنين بالمطالبة بحقوقهم، وقد يجبرون المؤسسة على التصفية.

أما أموال الملكية فليس لها تاريخ استحقاق، لأنه لا يوجد اتفاق ينص على استرداد الأموال المستثمرة من قبل الملاك، فإذا رغب هذا الأخير في ذلك ما عليه سوى بيع حصصه لمستثمر آخر.

1.5.2. الدخل:

يتمتع الدائنون بالأولوية في الحصول على ما يحققه المشروع من دخل حيث يجب على المؤسسة مقابلة جميع التزاماتها نحو دائنيها، وقد يضطر الملاك إلى عدم سحب الأرباح إذا أدى هذا السحب إلى تهديد الأولوية التي يتمتع بها الدائنون، كما نجد أن الملاك حاملو الأسهم الممتازة يتمتعون أيضا بأسبقية الحصول على الأرباح مقارنة بباقي الملاك (حصص الأسهم العادية).

إذا تعهدت المؤسسة بدفع فائدة على قروضها، فيجب عليها القيام بذلك بغض النظر عن مستوى أرباحها وإلا تعرضت للإجراءات القانونية في حين أن قرار توزيع الأرباح على الملاك راجع إلى مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية.

²¹ جميل أحمد توفيق (1987)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، ص 305-306.

3.1.5. الأوصول:

في حالة التصفية النهائية للمؤسسة، تعتبر حقوق الدائنين من الحقوق الأولى التي يتعين على المؤسسة مقابقتها قبل دفع أي شيء للملاك كما أن حقوق أصحاب الأسهم الممتازة عادة ما تسبقه تلك الخاصة بأصحاب الأسهم العادية، هذا يعني أنهم يحصلون على ما تبقى من عملية تصفية الأصول.

4.1.5. الإدارة والسيطرة:

ليس للدائنين أي صوت مباشر في إدارة المؤسسة، كما لا يشارك أصحاب الأسهم الممتازة عادة في إدارة المؤسسة، ومن ثم تصبح الإدارة من مسؤولية أصحاب الأسهم العادية، وهم من يقومون بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بدورهم بتعيين الجهاز الإداري.

2.5. أنواع مصادر التمويل:

تنقسم مصادر التمويل إلى نوعين أساسيين هما:

- مصادر التمويل قصيرة الأجل؛
- مصادر التمويل طويلة الأجل.

1.2.5. مصادر التمويل قصيرة الأجل:

وهي المصادر التمويلية التي تستحق خلال مدة أقل من سنة وهي بدورها تنقسم إلى نوعين هما:²²

1.1.2.5. الائتمان التجاري:

وهو ما يتمثل فيما تستطيع المؤسسة شراءه بالأجل من الموردين، وهو يعتبر مصدرا للتمويل من وجهة نظر المشتري، حيث تلجأ المؤسسة . للائتمان التجاري عند حاجتها للبضاعة، وعدم امتلاكها المال اللازم لشراؤها نقدا وفي الوقت نفسه عدم تمكنها من الحصول على قرض لظروف معينة، بالإضافة إلى أن الوقت الذي يستغرق للحصول على الائتمان التجاري أقل بكثير من الذي تضيعها للحصول على قروض وذلك لكثرة الإجراءات اللازمة للحصول على هذا الأخير.

وهناك سبب مهم يجعل المؤسسة تلجأ إلى الائتمان التجاري من المورد لكون الائتمان التجاري يبدو أنه بدون تكاليف -ليس في جميع الأحوال- بينما القروض تحملها فوائد ومصاريف عالية، وزيادة على ذلك، فإن المورد قد يمنح المؤسسة خصما بنسبة معينة إذا قامت بالتسديد في وقت سابق (الخصم المكتسب، أو خصم تعجيل الدفع). قد يأخذ الائتمان التجاري بشكل حساب مفتوح ، و قد يأخذ شكل ورقة تجارية كالكمبيالة والسند الأدنى ، وبموجب

²² عبد الله عبد الله السنقي (2013)، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، ص 240-241.

الحساب المفتوح يقوم المورد بتوريد البضاعة المطلوبة للمؤسسة و يرسل لها الفاتورة التي بموجب صورتها يقوم المورد بتقيد قيمتها على المؤسسة والمؤسسة تقيد القيمة لحساب المورد ، ولا يستطيع المورد أن يقطع قيمة الحساب المفتوح لدى البنك إذا رغب في توفير سيولة نقدية وبموجب الكمبيالة يتم تثبيت المديونية على المؤسسة وأما السند الأدنى الذي بموجبه تقوم المؤسسة بالتوقيع على تعهد بدفع قيمة البضاعة المشتراة في تاريخ معين ، حيث تتميز الأوراق التجارية بإمكانية خصمها لدى البنك إذا احتياج المورد إلى سيولة نقدية قبل حلول موعد إستحقاقها.

2.1.2.5. الائتمان المصرفي:

يتمثل الائتمان المصرفي في العروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من أحد البنوك لمدة لا تزيد عن السنة، ومقابل فوائد على هذه القروض على أن تقوم المؤسسة بسداد القروض مع فوائدها في ميعاد استحقاقها، كما يجب على المؤسسة استخدام القرض استخداما جاريا أو قصير الأجل يختلف الائتمان المصرفي عن الائتمان التجاري في أنه يكون في شكل نقدية سائلة وفي كونه لا يأخذ شكل التجدد والاستمرار كما هو الحال في الائتمان التجاري. والقروض المصرفية قد تكون بضمان أو بدون ضمان، والقروض التي بدون ضمان قد تكون لغرض معين ومحدد، أما القروض التي يطلب البنك ضمانات عليها فقد يكون الضمان إما رهن بعض الموجودات الثانية التي قد يكون من حق البنك بيعها ليأخذ حقه في حالة عسر المقترض عن السداد وقد يكون الضمان إيداع البضاعة نفسها لدى البنك وفي مخازنه الخاصة ويتم السحب منها جزئيا كلما تم تسديد جزء من القرض.

2.2.5. مصادر التمويل طويلة الأجل:

تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة، القروض الطويلة بما فيها السندات التأخير التمويلية، وسوف تعرض هذه المصادر باستثناء الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والتي سنتعرض لها بالتفصيل في فصل الأدوات المالية التقليدية.

1.2.2.5. القروض طويلة الأجل:

وتتمثل في عقود رسمية مكتوبة تزيد مدتها عن السبع سنوات، ويتم استعمالها لتمويل تلك الزيادات في الأصول الثانية، ويتم تسديدها حسب أقساط أو خلال نهاية مدة القرض حسب الاتفاق بين المؤسسة طالبة القرض والبنك، تتحمل المؤسسة أعباء مالية تتمثل في تسديد فوائد القرض.

2.2.2.5. الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح غير الموزعة مصدر تمويل هام يساهم في رفع نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة الاقتصادية، ويتوقف قرار الأرباح على القرار الذي يصدره الجمعية العامة التي يمكن أن تقرر احتجاز كل الأرباح، أو توزيعها كلها أو توزيع جزء والاحتفاظ بجزء وهذا كله يتوقف على أهداف الإدارة والمساهمين، ودرجة الرشد التي يتمتعون بها²³.

3.2.2.5. التأجير التمويلي:

ويسمى التأجير التمويلي ب (التأجير المنتهي بالتمليك) و (التأجير مع الوعد بالتمليك) وعقد يقوم فيه المؤجر (الممول) بإيجار أصل رأسمالي على المستأجر بحيث يمتلك المستأجر منفعة الأصل طيلة مدة الإجازة مقابل دفعات إيجارية دورية ، مع احتفاظ المؤجر ملكية الأصل حتى نهاية العقد ، و يكون للمستأجر حقه تملك الأصل عند نهاية مدة الإيجار على أن تكون دفعات الإجازة قد غطت تكلفة الأصل و هامش ربح محدد لكن ليس بالضرورة أن يتحقق التمليك في نهاية مدة الإجازة لا يعني أن هذه هي النتيجة الحتمية للعقد فقد تبقى ملكية الأصل عند المؤجر دون انتقال إذا لم يرغب المستأجر بدفع العوض مقابل التملك و قد يجدد عقد الإجازة مدة أخرى ، وقد ينتهي العمر الافتراضي للأصل الموحد فتمت أربعة احتمالات :

-الأول: أن تنتقل ملكية الأصل للمستأجر؛

-الثاني: أن يبقى في ملكية المؤجر، وبعد المستأجر إلى مالكه؛

-الثالث: أن يجدد عقد الإجازة مرة أخرى؛

-الرابع: أن يكون العمر الافتراضي لأصل المؤجر قد استهلك، ولم يعد له قيمة اقتصادية.²⁴

4.2.2.5. الاهتلاكات والمؤرقات ذات اطابع الاحتياطي:

يعتبر الاهتلاك أحد أهم مصادر التمويل التي يتم الحصول عليها ذاتيا وبطريقة آلية، وهو يمثل انخفاض قيمة الاستثمارات نتيجة الاستخدام والتآكل والقيم، ويعتبر الاهتلاك أهم مصادر تمويل الاستثمارات والتشبيات، فهو يسمح للمؤسسة بالحصول على استثمارات جديدة تعوض الاستثمارات التي تتم إهلاكها بصورة كلية وتم تعد صالحة للاستخدام.

²³ يقاس وليد، بن دادة عمر (2019)، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية مجلة الدراسات

الاقتصادية المعاصرة، الصادرة عن جامعة المسيلة، المجلد 4، العدد 1 ص 4.

²⁴ يوسف بن عبد الله الشبيلي (2010)، التأجير التمويلي، دراسة فقهية مقارنة بمشروع نظام الإيجار التمويلي، جامعة الأمام محمد بن سعود الإسلامية،

الرياض، ص 6

أما المؤونات فهي تلك المبالغ التي تم تخصيصها لمواجهة أي خطر أو نقص في قيمة عنصر معين، فإذا حدث الخطر فإن المخصص سوف يغطي، أما إذا زال فإن المخصص سوف يدمج في حساب بالاحتياطات بعد أن تفرض عليه ضريبة ويصبح مصدر التمويل الذاتي.²⁵

²⁵ بقاس وليد ، بن دادة عمر (2019)، مرجع سبق ذكره ، ص 5.

الفصل الثاني: مدخل للأسواق المالية

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ وذلك لما تقوم به من دور في جلب المدخرات وتوجيهها نحو قطاعات ومؤسسات استثمارية تعمل على خلق الثروة، وتحقيق الرفاهية للمجتمع خاصة إذا تحقق بها شرط الكفاءة، من هذا المنطلق، يهدف هذا الفصل إلى الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية بداية من مفهومها ومكوناتها، أهميتها ووظائفها، أركانها، آليات تنظيمها ونمط تشغيلها، مؤشراتنا، وكفاءاتها.

1. مفهوم السوق المالية ومكوناتها:

1.1. مفهوم السوق المالية:

يتكون مصطلح السوق المالية من شقين الأول السوق والثاني المال، فالسوق اصطلاحاً يعني تعامل أو صفقات بين متعاملين ولكي يكون هناك سوق لابد من توفر ثلاث مكونات أساسية هي: الطرفين، موضع البيع أو الشيء المراد بيعه، والثمن أو السعر أو وحدة التبادل. أما المال فيعني كل ما يملكه الفرد، يمكن أن ينتفع به من خلال عرضه في السوق وتحديد ثمنه²⁶.

أما مصطلح السوق المالية قد وردت له عدة تعاريف أهمها:

- تعرف السوق المالية على أنها أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات، والثاني توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.²⁷

- كما عرف السوق المالية على أنه "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لأصل ما، حيث يمكن المتعاملين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق سواء عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة أم غيرها".²⁸

- السوق المالية هو "سوق منظم يقام في مكان ثابت ويتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يضم المتعاملون في الأوراق المالية من الراغبين في الاستثمار للاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلسته في أوقات محددة، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين الخاصة بالبيع والشراء"²⁹

²⁶علي بن الضب، محمد شخحي (2017)، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص 36.

²⁷عبد الغفار حنفي، درسيه قريفاص (2001)، السوق والمؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية، مصر، ص 213.

²⁸عصام حسين (2010)، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، ص 18.

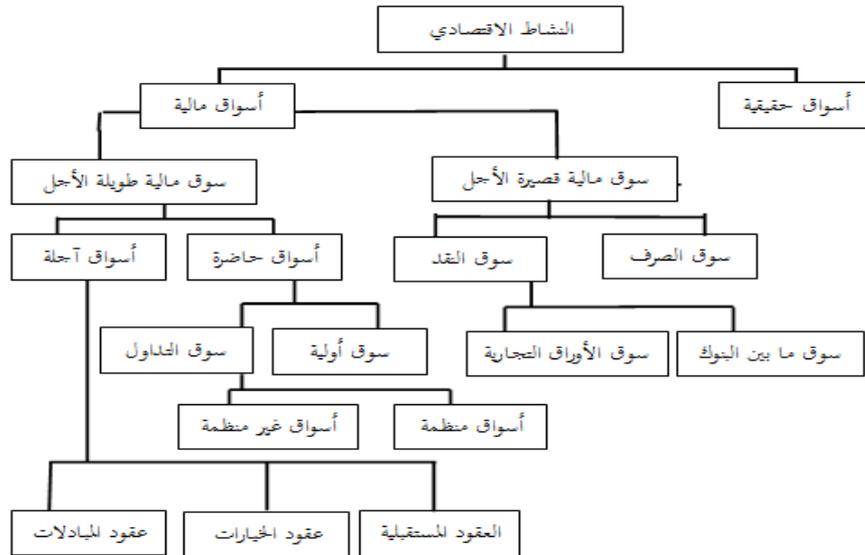
²⁹حسين بني هاني (2002)، الأسواق المالية، طبيعتها تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار المكتبة الوطنية، الأردن، ص 3.

- السوق المالية هي وسيلة (تنفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون والآخرون والإداريون وتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، تعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق، وتتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورًا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي. فضلاً عن كونها آلية مهمة في تعبئة وإستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية³⁰

2.1. مكونات الأسواق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى عدة أسواق، كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل (2-5): مكونات سوق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن السوق المالية تنقسم إلى سوقين أساسيين هما سوق مالية قصيرة الأجل (أسواق النقد) وسوق مالية طويلة الأجل (أسواق رأس المال).

تعتبر السوق النقدية مصدراً للتمويل قصير الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على القروض قصيرة الأجل، والذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات

³⁰ عيساوي سهام (2017)، الأدوات المالية المشتقة، أهميتها، أنواعها وإستراتيجيتها - بورصة -، دار الحامد، الأردن، ص 10.

سيولة مرتفعة وتلعب البنوك التجارية دورًا قياديًا في نشاط هذه السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوسيط فيها.³¹

أما سوق رأس المال فيعتبر المكان والآلية التي يتم عن طريقها إنشاء وتداول الأصول المالية طويلة الأجل³². وهي تنقسم إلى سوق رأس المال الحاضرة "ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل، يتم فيها تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم أو خلال فترة وجيزة"³³. أما سوق رأس المال آجلة وهي أسواق يتم التعامل فيها بالمشتقات المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

كما تتفرع سوق رأس المال الحاضرة إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

فالسوق الأولية (سوق الإصدار) هي سوق بموجبها تتم عملية الاكتتاب الأول للأوراق المالية التي يراد إصدارها لأول مرة، لتمويل مؤسسات ومشاريع جديدة، أو التوسع في مؤسسة قائمة. من خلال الرفع في رأس المال. وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في إكتتاب عام أو خاص.³⁴

تتكون السوق الأولية من مؤسسات متخصصة تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقًا قامت بإصدارها لحساب مؤسسة معينة أو جهة حكومية. ولا تخرج هذه المؤسسات المتخصصة (عادة تكون بنوك الاستثمار) عن كونها وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة والجهة التي قررت إصدارها، فهي تقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة.

أما السوق الثانوية، فيقصد بها تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية. أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة المؤسسات المالية المتخصصة. يطلق على هذه السوق بالبورصة. وتعتبر البورصة سوق منظم يسير من قبل هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد واللوائح والقوانين، تسمى بهيئة سوق رأس المال كما تتولى عملية الإشراف عليها. ويمكن النظر للبورصة على أنها سوق يتم فيها تداول الأسهم والمستندات والمشتقات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، ويجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة ويحكم التعامل فيها مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرق التبادل

³¹ فاضل محمد فوزي وآخرون(1999)، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، ص174.

³² محمود يونس وآخرون(2004)، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر، ص92.

³³ هوشيار معروف(2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، الأردن، ص91

³⁴ عبد النافع الزرري، غازي فوح(2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، ص47.

القانونية، يقوم فيها الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء نيابة عن عملائهم، يعلن بداخل بورصة الأوراق المالية عن أسعار الأوراق المالية بنظام المزايدة التي تتم أمام جميع الحاضرين، حين تكون مزودة بأحدث الوسائل والأجهزة الإلكترونية في مجال الاتصالات السريعة.³⁵

إلى جانب ذلك فإن السوق الثانوية تنقسم إلى سوق منظمة (وهي البورصة) وسوق غير منظمة وهي تخص تلك المعاملات التي تجرى خارج البورصة. ولا يوجد لها مكان محدد لإجراء هذه المعاملات، وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية، تختلف السوق المنظمة عن السوق غير المنظمة، كون أن هذه الأخيرة لا يشترط وجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، في حين يشترط توفر ذلك في السوق المنظمة، والتي تتطلب ضرورة تسجيل الأوراق المالية. على عكس السوق غير المنظمة التي تتعامل أساساً في الأوراق التي لم تستوف شروط الإدراج في البورصة، غير أن ذلك لا يمنع تلك السوق من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة، وفي هذه الحالة تسمى بالسوق الثالثة، أما إذا كانت من دون وساطة سماسرة بأحجام كبيرة فتسمى بالسوق الرابعة.

2. أهمية ووظائف السوق المالية:

1.2. وظائف السوق المالية:

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً في التنمية الاقتصادية، وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الاقتصادية. فهي تمثل حلقة من حلقات نمو النظام المصرفي في أي دولة وانعكاسات لنظمه الاقتصادية والمالية، كما تتيح الأسواق المالية التطبيق الأمثل لقانون العرض والطلب نظراً لتوافر المنافسة الحرة بين البائعين والمشتريين.

وعلى العموم فإن الأسواق المالية تؤدي وظيفتين أساسيتين³⁶

1.2.2. الوظيفة الاقتصادية:

وتتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائداً من أعمالهم ويدخرون جزءاً منه لإستخدامه في المستقبل، ويستطيعون تحقيق عائداً على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي... إلخ، مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية

³⁵ علي بن الضب، محمد شيخي (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 147.

³⁶ محمد أحمد عبد النبي (2009)، الأسواق المالية، الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، ص 25.

إلى المقترضين وبعيداً عن المقرضين. كما أن المقرضين سيحصلون على دخل أكبر ومستوى إستهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقترضين. على العموم، فإن الأسواق المالية تتيح لرجال الأعمال فرصة الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ مشروعاتهم لتقديم السلع والخدمات التي يرغب فيها المواطنون، مما يزيد مستوى رفاهيتهم.

2.2.2. الوظيفة التمويلية:

يمكن تلخص الوظيفة التمويلية للأسواق المالية في النقاط التالية:

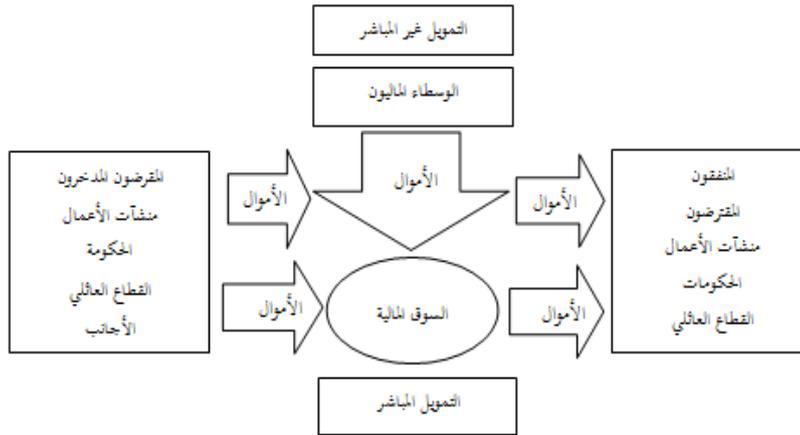
- تسهيل إنتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز؛
- توفير السيولة لحملة الأوراق المالية؛
- تسعير الأوراق المالية؛
- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال الفترات القادمة؛
- التوزيع الأمثل للموارد المالية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة؛
- إيجاد قنوات لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإنتاج؛
- المساعدة على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين؛
- المساعدة على تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل أفضل؛
- تمكين البنوك من استثمار مواردها واستخدام إيراد الاستثمارات في زيادة الائتمان؛
- زيادة الوعي لدى المستثمرين.

3.2. أهمية السوق المالية:

تنسم الأسواق المالية في تجمع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الراجعة التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة، وللسوق المالية أهمية أخرى كونها تساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تؤدي إلى زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد.³⁷ الشكل الموالي يوضح دور السوق المالية وأهميته في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للشركات والأفراد والحكومات وتغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفائض النقدي لها.

³⁷ دريد كمال آل شبيب(2012)، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الاردن، ص36

الشكل رقم (2-6): دور السوق المالية في انتقال الأموال



المصدر: دريد كامل آل شبيب (2012)، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، ص 37

3. أركان الأسواق المالية:

تنقسم أركان السوق المالية إلى أربعة فئات وهي:³⁸

1.3. فئة المقرضين أو المستثمرين:

وهي تمثل مصدر الأموال في السوق المالية، وتشتمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فتزغب في توظيف مدخراتها في السوق المالية. وذلك عن طريق الإقراض المباشر أو في المتاجرة بالأوراق المالية، ويهتم المستثمر بمجموعة من العوامل وهي معدل العائد المتوقع، عامل الأمان، عامل السيولة، وتاريخ الاستحقاق.

2.3. فئة المقرضين أو المصدرين:

وهي تمثل فئة الأفراد ومؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع.

ويمكن الحصول على الأموال في الأسواق المالية إما بطريقة الإقراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، ويجب أن يتم إثبات في العقد المبرم بين المقرض والمقرض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمه الإسمية، ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ إستحقاق سداد القرض، ويمكن أن نذكر بإيجاز عن عمليات إصدار الأوراق المالية باعتبارها المصدر الرئيسي للتمويل في الأسواق المالية، ويمكن أن نتخذ لإصدار في هذه

³⁸ وليد صافي، أنس البكري (2009)، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن، ص 40.

الحالات وهي الإصدار من قبل جهات حكومية (سندات الخزينة أو أذونات الخزينة)، أو يكون المصدر شركة و يتخذ الإصدار شكل إما سندات أو أسهم عادية أو أسهم ممتازة.

3.3. فئة الوسطاء الماليون:

وهي الشركات المرخصة لتقديم خدمة السمسرة، والمقصود بهذه الخدمة التوسط بين البائع والمشتري، حيث يقوم السماسرة بعمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمرين مقابل حصولهم على عمولات معينة. وفي بعض الأحيان يقوم بعض الوسطاء بالتخصص في التعامل بورقة مالية معينة أو أكثر، ويرتكز على هذه الورقة في التداول. وبموافقة مجلس إدارة السوق، ويطلق على الوسيط لقب المتخصص وفي بعض الأحيان أيضاً يرخص للوسيط بأن يمارس البيع والشراء لحساب محفظته الخاصة، مما يؤدي إلى خلق سوق للتبادل في الورقة المالية التي يتخصص بها في حالات وجود ركود أو عدم توازن بين العرض والطلب. لذلك يقال بأنه صانع السوق³⁹.

4.3. المشرعون والمنظمون:

وهي الجهات التي تضع التشريعات اللازمة لتنظيم عمل البورصة وتراقب سير عمليات التداول، كما تتأكد من التزام الشركات بالتشريعات الأساسية والقوانين مثل شروط الإدراج وقوانين الإفصاح.

4. آليات تنظيم ونمط تشغيل السوق المالية:

1.4. المتعاملون في بورصة الأوراق المالية:

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية، حسب الهدف من وراء هذا التعامل إلى أربعة مجموعات رئيسية وهي⁴⁰:

1.1.4. المضاربون المحترفون:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، وهذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية والمؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

³⁹ديما وليد حنا الرضي (2015)، الأسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية، جامعة الدول العربية، مصر، ص13.

⁴⁰مصطفى يوسف كافي وآخرون(2017)، أسواق مالية ومصرفية، الطبعة العربية الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، ص55.56.

2.1.4. المضاربون الهواة:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3.1.4. المتآمرون:

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق هبوطاً وصعوداً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، ويتميز هؤلاء يتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين نجد أن المضاربين المحترفين يستفيدون من الاتجاهات الطبيعية لأسعار الأسهم بالسوق.

4.1.4. المستثمرون:

وهناك نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي الذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها، من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح هو المرتبة الثانية، وأما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

2.4. أوامر السوق المالية وآليات تنفيذها:

يقصد بالأمر توكيل يعطى للوسيط أو السمسار حق البيع والشراء لأوراق مالية محددة ومعروفة للوكيل⁴¹. كما يمكن اعتبارها طلبات لشراء وبيع التي يصدرها المستثمرون أو المساهمون إلى وكلائهم السماسرة⁴². ولضمان حسن تنفيذ الأوامر لا بد أن يحدد صاحب الأمر تسمية الورقة حسب ورودها في تسعيرة البورصة وبيان نوعها، السعر، الكمية والتاريخ⁴³. ويمكن تصنيف الأوامر من عدة معايير والتي يمكن جمعها في أربعة:

1.2.4. حسب معيار التوقيت الزمني:

حسب هذا المعيار يوجد نوعان من الأوامر:

- أوامر ذات زمن محدد (مؤقتة): وهو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائياً بنهاية الزمن المحدد كيوم، أو أسبوع. وبعدها يعتبر الأمر ملغى.

⁴¹ وليد صافي، أنس البكري (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 232.

⁴² محمود محمد الداغر (2005)، مؤسسات أوراق البورصات، دار الشروق، الأردن، ص 248.

⁴³ شعون شعون (2005)، البورصة، بورصة الجزائر، دار الأطلس، الجزائر، ص 47.

- أوامر ذات زمن مفتوح: يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل أو يقوم السمسار بتنفيذه بالفعل أو يخطر العميل بفشله في تنفيذه⁴⁴.

2.2.4. حسب معيار السعر:

حسب معيار تحديد السعر من هذه الزاوية هناك ستة أنواع:

1.2.2.4. الأمر بالسعر الأحسن:

في هذه الحالة تترك الحرية للوسيط أو السمسار ويسمى الأمر السوقي والعميل لا يحدد السعر، ويقوم السمسار بإشهار الفرصة لاختيار أحسن سعر، لكن في العادة السمسار يفضل تنفيذ العملية حلة إستلام الأمر.

2.2.2.4. الأمر بالسعر المحدد:

يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به مسبقا مع تحديد حد أدنى عند البيع وحد أعلى عند الشراء ويكون عادة في الأسواق الضيقة التي يرغب العميل بتجنب الفروقات الكبيرة.

3.2.2.4. الأمر بالسعر الأول:

وهنا يلزم العميل الوسيط بتنفيذ الأمر بأول سعر، وفي الغالب يبلغ العميل الوسيط أثناء إنعقاد الجلسة. كما يتميز هذا الأمر بصعوبة التنفيذ، إن حصل تأخير نتيجة تغير الأسعار أي العمليات الجارية.

- الأمر بالسعر الأخير: وهو أمر بموجبه يتم التنفيذ عن عند الإقفال، وعادة ما يصلح ليوم واحد كونه مرتبط بأخر سعر في الجلسة.

4.2.2.4. الأمر مع التوقف:

وهو أمر يهدف العميل من خلاله إلى تخفيض الخسارة الممكنة أو تحقيق رقم أعمال معقول، وتعني الخسارة المحددة وينقسم إلى أمرين، أمر مع التوقف عند الشراء، وأمر مع التوقف عند البيع.

5.2.2.4. الأمر بسعر تقريبي:

وهو أمر به مرونة عالية أكثر من السعر الثابت كونه يتيح للوسيط حرية تنفيذ السعر بسعر أعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء أو البيع بأدنى بقليل من المطلوب عند البيع.

3.2.4. أنواع الأوامر من الناحية الكمية:

يوجد حسب هذا المعيار نوعان:

⁴⁴ عيساوي سيهام(2017)، مرجع سبق ذكره، ص23

- أوامر دائرية: وهو أمر يسمى أمر زوجي به كمية حسب وحدات التداول المقدرة من قبل إدارة البورصة أو مضاعفتها، ويختلف من بورصة إلى أخرى وتسمى كذلك غير الكسرية.
- أوامر كسرية (أوامر الفردية): وهي أوامر حسب كميات الأوراق المالية، ليست من مضاعفات وحدات المقدرة من قبل البورصة.

4.2.4. أنواع الأوامر من ناحية الشروط المصاحبة للأمر:

- قد يطلب العميل من السمسار شراء أوراق مالية من نوع محدد إذ استطاع أن يبيع له أوراق من نوع آخر بتكلفة بيعها أو العكس، إذ يشترط أن تتم الأوامر المرتبطة إبان جلسة البورصة.
- الأمر بالبيع والشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر من الممول فور تسلمه من الموكل أو إلغاء إن لم يمكن ذلك.
- أمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله مع الإلغاء إن المستثمر لم يحصل على الكمية⁴⁵.

5.2.4. تكاليف تنفيذ الأوامر والصفقات:

بالرغم من صعوبة فصل الأوامر عن التنفيذ في تعاملات البورصة، إلا أن الفصل الفردي يساعد على إيضاح آلية شراء وبيع الأوراق المالية، فبعد تنفيذ الأوامر لابد من تسوية الصفقات، حيث يجرى تسليم الأوراق المالية للعميل واستلام المبلغ.

يقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصصين بحيث يصبح العميل المالك القانوني للأوراق المالية مع دفع المقابل من عمولة ورسوم. كما قد تكون التسوية نقدية بائتمان أو ما يسمى التعامل بالمكشوف، قد تكون العمولة غير معقدة وتترك للتفاوض بين الزبون والوسيط، كما في البورصات الأمريكية، كما قد تكون مقيدة من قبل لجنة السوق كما هو حال الكثير من البورصات⁴⁶.

5. تسعير الأوراق المالية في البورصات:

1.5. تعريف التسعير:

يقصد بالتسعير تحديد السعر الذي يلتقي عنده عروض البيع وطلبات البيع، حيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم، وذلك عند بدأ التعامل، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار، ويسمى بسعر البورصة.⁴⁷

⁴⁵ علي بن الضب، محمد شيخي، 2017، مرجع سبق ذكره، ص 66

⁴⁶ المرجع السابق، ص 61

⁴⁷ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان (2005)، مرجع سبق ذكره، ص 565.

كما يعرف سعر البورصة على أنه قيمة التوازن التي يتم عندها إبرام الصفقات من خلال جلسات البورصة. حيث يتم تسجيل السعر على لوحة البورصة بعد كل جلسة.⁴⁸

2.5. أنواع التسعير:

1.2.5. التسعير الدوري:

يضم هذا النوع من التسعير أربع أنواع:

1.1.2.5. التسعير بالمناداة:

يجتمع الوسطاء من السماسرة والمندوبين وغيرهم في صالة البورصة، حيث ينادون بأعلى أصواتهم بقرارات البيع والشراء للكميات، وحدود الأسعار المقدمة، حتى يتم التوازن فينشر السعر التوازني على اللوح الإلكتروني. ما يميز هذه الطريقة الفوضى العارمة بسبب ارتفاع الأصوات، بالرغم من كونها شفافة إلى درجة عالية، كما يستخدم البعض الإشارات للقضاء على الفوضى.

2.1.2.5. التسعير بالمقارنة:

يتم تدوين في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع الواردة عليها أو طلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراءه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص، ومن بين الأسعار يتم إختبار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية، كما تسمى تسعيرة المقارنة أو المقابلة.

3.1.2.5. التسعير بالصندوق أو الدرج:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون طلبات الشراء وعروض البيع كثيرة ومتعددة، حيث يتم وضع العروض كاملة في صندوق خاص، وتقوم لجنة البورصة بعرض العروض والطلبات وتحديد السعر تبعاً لما في الصندوق، وما يعاب على هذه الطريقة أنها لا تسمح بتحديد سعر مرجعي وغياب المعلومات وعدم إمكانية تغيير الأوامر قبل أجل التبادل.

2.2.5. التسعير المستمر:

يقصد به إمكانية القيام بإبرام الصفقات أو التبادل في أي لحظة، شريطة أن يتلقى أمرين مختلفين، واحد للبيع وآخر للشراء، عند سعر معين، وتتم هذه الطريقة بمرحلتين:⁴⁹

⁴⁸ علي بن الضب، محمد شيخي (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 67.

⁴⁹ المرجع السابق، ص 69.

- الفترة الافتتاحية الاستكشافية قبل الافتتاح: يتم جمع الأوامر قبل الافتتاح رسمياً، ويتم تحديد سعر الافتتاح بناءً على أوامر السعر الأفضل ويحدد بالسعر النظري الأفضل للافتتاح وأوامر السعر المحدد.
- الفترة ما بعد الافتتاح: تتم الصفقات بناءً على سعر الافتتاح الذي يحقق التوازن عند تلاقي العرض والطلب، وأوامر البيع بالسعر المحدد المقيدة هي التي تكون السعر الأدنى مساو لسعر التوازن، أما أوامر الشراء ذات السعر المحدد المنفذة تكون السعر من الأعلى هو سعر التوازن ويتم استخدام الحاسوب على أن يكون التنفيذ وفق طريقة *FIFO* الداخلة أولاً وينفذ أولاً.

3.5. العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية:

من أهم العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية نذكر:

- الظروف الاقتصادية المحلية والدولية (الأزمات) بما فيها من نمو اقتصادي، أسعار الصرف... الخ؛
- السياسة النقدية المنتهجة وتمثل أساساً في معدلات الفائدة، كمية النقود؛
- السياسة المالية: الضرائب، الإنفاق الحكومي والاستثمار، كلها أمور قد تمس مباشرة أصحاب الفائض أو أصحاب العجز؛
- العوامل المتعلقة بالبورصة وأمورها التنظيمية، ك شروط الوسطاء ووجود سيطرة السوق والتنظيم؛
- سمعة الشركة وطاقمها الإداري؛
- المحللون الماليون وآرائهم والدراسات؛
- نوعية المعلومات المقدمة للمحللين وسائل الاتصال؛
- سياسة توزيع الأرباح، وحكومة مجلس الإدارة؛
- مستوى النتائج المحققة والمحتملة؛
- الاستقرار السياسي والظروف السياسية؛
- المتعاملون وسلوكهم وبنية السوق المالية.

6. مؤشرات الأسواق المالية:

1.6. مفهوم مؤشرات البورصة:

يمثل المؤشر البورصي قيمة محفظة عند فترة ما وتطورها، ويسمح بتحديد العائد لهذه المحفظة بين تاريخين مختلفين، وفي هذا الصدد يعكس المؤشر قيمة المحفظة المكونة من N سهم وبطريقة حساب مختارة (ترجيح) مع اختيار تاريخ مرجعي (سنة الأساس) كلها عناصر تسمح بحساب المؤشر.⁵⁰

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق، حيث نميز بين نوعين من المؤشرات: مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر دوجنز لمتوسط الصناعة، ومؤشر 500 لستاندرد آندبور، ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة ومن أمثلتها مؤشر دوجنز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندرد آندبور لصناعة الخدمات العامة. يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما. وطالما أن نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة. فإنه إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة. فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس مال ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.⁵¹

2.6. إستخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، والتي يمكن إيجازها فيما يلي:⁵²

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه المقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه بعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (المستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر؛
- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في

⁵⁰ المرجع السابق، ص 75.

⁵¹ منير إبراهيم هندي (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، ص 265.

⁵² المرجع نفسه، ص 270.

السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق؛

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل في 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 النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

3.6. كيفية حساب المؤشر:

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق رأس المال إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس وهي كالتالي:⁵³

1.3.6. ملائمة العينة:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن تكون مصدر السوق الأساسي حيث يتم تداول الأوراق المالية.

2.3.6. الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. وهناك ثلاثة مراحل شائعة لتحديد الوزن النسبي، الأول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل

http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/90/90_develop_bridge27.pdf⁵³

سهم داخل المؤشر، وأخيرا مدخل القيمة أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

3.3.6. إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحتسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر.

4.3.6. طرق حساب المؤشر:

يتم حساب المؤشر اعتماد على عملية الترجيح وهي إعطاء أهمية للشركة التي تدخل في حساب المؤشر ضمن العينة، وهناك نوعان للترجيح:

-الترجيح على أساس السعر؛

-الترجيح على أساس القيمة.

1.4.3.6. الترجيح على أساس السعر:

وفقا لهذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، ومن أهم الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر.

$$Int = \sum_{i=1}^n P_i \times S_i \dots\dots (1 - 2)$$

$$S_i = P_i / \sum P_i \dots\dots (2 - 2)$$

حيث أن:

$$I_{nt} = \text{المؤشر في الفترة } t.$$

$$S_i = \text{معامل الترجيح}$$

$$P_i = \text{سعر السهم } i \text{ في الفترة } t$$

$$\sum P_i = \text{هو مجموع أسعار الأسهم التي تدخل في تكوين المؤشر.}$$

2.4.3.6. الترجيح على أساس القيمة:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، رغم ذلك فإنها تتحيز للأسهم ذلت القيمة السوقية الأكبر.⁵⁴ هذا المؤشر عبارة على رقم قياسي تعطي له قيمة مبدئية افتراضية عادة ما تكون من مضاعفات 10.

$$In = \sum_{i=1}^n [P_i \times n_i / \sum P_i \times n_i] \cdot 10 \dots (3 - 2)$$

حيث أن:

$$n_i = \text{عدد أسهم الشركة}$$

$$p_i \times n_i = \text{القيمة السوقية للشركة؛}$$

$$n = \text{عدد الأسهم المكونة للمؤشر (عدد الشركات)}$$

$$10 = \text{القيمة المبدئية الافتراضية أعطية للمؤشر عند تكونه.}$$

4.6. المؤشر العام للبورصة:

لكل بورصة من بورصات الأوراق المالية مؤشر يقاس به الأداء العام لها ذلك بجانب مؤشرات الأداء التفصيلية مثل عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية (رأس المال السوقي) لها وعدد أسهمها ومتوسط حجم التداول وعدد الصفقات وإلى غير ذلك من المؤشرات التحليلية. فمؤشر داوجونز بالولايات المتحدة يحتوي على ثلاثين ورقم مالية تمثل 30% في المئة من بورصة نيويورك، أما مؤشر ستاندرد آندبور 500 (S&P500) فيحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 في المئة من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك كما يوجد مؤشران آخران لها هما (S&P100) و (S&P400). والرقم بجانب المؤشر عادة يعني عدد الشركات التي تدخل في حسابه، أما فرنسا فقد اشتهرت بمؤشر كاك 40 (CAC 40) الذي يتكون من أربعين ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس. مثلما اشتهرت ألمانيا بمؤشر داكس (DAX) الذي يتكون من ثلاثين ورقة مالية تمثل 70% من رأس المال السوقي للبورصة. الجدول الموالي يوضح أهم مختلف المؤشرات العامة للبورصات الأجنبية والعربية.

⁵⁴ بوكساني رشيد (2006)، معوقات أسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص 116.

الجدول رقم (2-1): أهم مختلف المؤشرات العام للبورصات الأجنبية والعربية

المؤشر العام	البورصات
<i>S&P 500</i>	نيويورك
<i>CAC40</i>	فرنسا
<i>DAX</i>	ألمانيا
<i>FT_30</i>	لندن
<i>Nikkei</i>	طوكيو
<i>KSE30</i>	الخرطوم
<i>CMA</i>	مصر
<i>BSE</i>	البحرين
<i>KSE</i>	الكويت
<i>AL_QUDS</i>	فلسطين
<i>ASE</i>	الأردن
<i>MASI</i>	المغرب
<i>NCFEI</i>	السعودية
<i>CBQ</i>	قطر
<i>NBAD</i>	الإمارات
<i>BVM</i>	تونس

المصدر: أزهرى الطيب الفكي أحمد (2017)، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص 147.

5.6. مؤشرات مستوى الأداء:

لقياس مستوى أداء الأسواق المالية يتم الاعتماد على العديد من المؤشرات والتي من أهمها ما يلي:⁵⁵

1.5.6. مؤشر معدل القيمة السوقية:

القيمة السوقية هي عبارة عن مجموع قيمة رأس مال الشركات المدرجة بالسوق، وتحسب قيمة المؤشر من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالية للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدولة.

⁵⁵ أزهرى الطيب الفكي أحمد (2019)، أسواق المال، دار الجنان، الطبعة الأولى، الأردن، ص 148.

ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم العرض الكلي بالسوق، وبالتالي فهو يقيس مقدرة الدولة في التأثير على تحركات رؤوس الأموال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي من خلال السياسات المالية والنقدية والضريبية التي تشجع إنشاء شركات المساهمة العامة وإدراجها بالسوق المالي.

2.5.6. مؤشر السيولة:

يقصد به القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، ويمكن أن تقاس سيولة السوق بعدة مؤشرات، لكن يعتبر مؤشر نسبة حجم التداول ومؤشر معدل الدوران الأكثر استخداما، فمن خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، نتحصل على مؤشر نسبة حجم التداول، وهو يشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، ويعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، في حين نتحصل على مؤشر معدل الدوران من خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة على قيمة رأس المال السوقي، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.⁵⁶

3.5.6. المؤشر العام لأسعار الأسهم:

يستخدم هذا المؤشر للتعرف على الاتجاهات السوقية وحركة الأسعار ككل. فهو يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق حيث يتم قياسه من مجموعة من الأوراق المالية التي تمثل كافة قطاعات السوق، وبالتالي فإن ارتفاعه وانخفاضه بالضرورة يعني ارتفاع أو انخفاض في السوق ككل.

4.5.6. مؤشرات عدد الشركات:

يقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، ويستخدم هذا المؤشر للتعرف على مستوى حجم السوق من ناحية كبره وصغره، بالتزامن مع مؤشر القيمة السوقية، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي قيمتها السوقية صغيرا أو العكس.

7. كفاءة الأسواق المالية:

1.1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

يقصد بمفهوم كفاءة الأسواق المالية مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة. أو تصل

⁵⁶ بصيري محفوظ (2016)، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وآثارها على التنمية الاقتصادية دراسة حالة-بورصة الجزائر-خلال الفترة (2001-2015)، مجلة معارف صادرة عن جامعة البويرة، العدد 21، ص10.

جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، حيث تؤدي هذه العلاقة إلى تحقيق السعر العادل للورقة المالية محل التداول، والسوق الكفؤ هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية.

والمقصود بالسعر العادل هو ذلك السعر الذي تتساوى عنده القيمة الحقيقية للورقة المالية مع القيمة السوقية، وعلى هذا الأساس فإن الكفاءة تعني توفر البيانات والمعلومات بالكمية والنوعية والوقت لكافة المستثمرين. مما ينعكس على أسعار الأسهم المتداولة في السوق، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحصيل المعلومات والوصول إلى نتائج بشأن قيمة الأسهم. أي عدم فسح المجال لأي مستثمر أن ينتهز فرصة حصوله على معلومات أو بيانات معينة لتحقيق عائد غير طبيعي، لأن الأسعار في السوق المالي يجب أن تكون أسعار التوازن وتتحرك صعوداً وهبوطاً استجابة للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق المالية عن الأوراق المالية أي عن الشركات المصدرة لها.⁵⁷

2.7. أنواع كفاءة السوق المالية:

يمكن أن نميز بين الأنواع التالية من الكفاءة:

1.2.7. السوق ذات الكفاءة الكاملة:

الكفاءة التامة هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السريعة للأصول المتداولة وتحقق ذلك يستدعي الشروط التالية:⁵⁸

- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليها الكفاءة المعلوماتية وبذلك تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استناداً لتجانس معلوماتهم؛
- انعدام القيود على التعاملات: مثل تكاليف المعاملات أو الضريبة وعدم وجود قيود كمية للمعاملة (الأوامر) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين؛
- العدد الكبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الهيمنة لأحدهم على السوق؛
- الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار؛

ونظراً لصعوبة تحقيق هذه الشروط دفعة واحدة، خاصة مع وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وإمكانية واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتأثير على أسعار الورقة المالية بواسطة صفقاتهم الواسعة، فإن الكفاءة التامة لا تتحقق، وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية.

³¹ دريد كامل آل شبيب (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 73.

⁵⁸ مصطفى يوسف كافي وآخرون (2017): مرجع سبق ذكره. ص 84.

2.2.7. السوق ذات الكفاءة الاقتصادية:

إن الكفاءة الاقتصادية للسوق المالية هي مدى تأثير السوق الكفؤ باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف ودرجة تقبل المخاطر من قبل المستثمرين، وتسد الكفاءة الاقتصادية للسوق المالية على فرصة أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وعليه يتطلب منه الدخول في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات الكافية على الأوراق المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط عند اتخاذ القرار وتحقيق هذا الهدف.

وتفرض الكفاءة الاقتصادية أنه من المنطقي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، وهذا ما يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة من القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت.

انطلاقاً من ذلك تعرف كفاءة السوق المالية على أنها تلك السوق الذي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة وتحقق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق وبعادلة، ويؤدي على تساوي القيمة السوقية للأوراق المالية مع القيمة الحقيقية لها.⁵⁹

3.2.7. كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجيدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون المتعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره.

4.2.7. كفاءة التشغيل:

يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق هامش ربح.⁶⁰

3.7. مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

قدم فاما (FAMA) ما بين عامين (1970-1976) جهوداً متميزة من أجل جعل قضية سوق رأس المال الكفؤ واقعاً عملياً ملموساً، من خلال تحديد ثلاثة مستويات لكفاءة بورصة الأوراق المالية وهي كالتالي:⁶¹

⁵⁹ دريد كامل آل شبيب (2012)، مرجع سبق ذكره ص 77.

⁶⁰ مصطفى يوسف وآخرون (2017)، مرجع سبق ذكره ص 210.

⁶¹ محمد علي إبراهيم العامري، 2013، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص 174.

1.3.7. السوق الكفاء بدرجة ضعيفة:

وهي السوق التي تعكس فيها الأسعار جميع المعلومات التاريخية ذات العلاقة بالورقة المالية وحجم التداول والفائدة قصيرة الأجل بجانب متغيرات أخرى، لذا لا يمكن للمشاركين في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية (إضافية) طبقاً لمعلومات الأسعار أو الفوائد التاريخية.

2.3.7. السوق الكفاء بدرجة نصف قوي:

وفيه تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة وكذلك المعلومات الجديدة، وتحتوي المعلومات جميع المعلومات عن السياسات المالية للشركة والإعلان عن الأرباح والإعلان عن التغيير في الطرائق المحاسبية وغيرها من المعلومات العامة المتاحة لجميع المشاركين في السوق بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، ولذا فإن المشاركين في السوق ليس لهم إمكانية لتحقيق عوائد غير اعتيادية بالاعتماد على تحليل المعلومات العامة أو بعد الإعلان عن المعلومات الجديدة والتي تصبح متاحة إلى جميع المشاركين، وعند حصول تباطؤ في تعديل أسعار الأوراق المالية للإعلان عن المعلومات الجديدة يمكن الاستفادة من هذا التباطؤ من قبل قسم المشاركين لتحقيق عوائد غير اعتيادية من بيع وشراء الأسهم العادية بعد الإعلان عن المعلومات الجديدة مما يشير إلى عدم كفاءة السوق المالية بشكل كامل للشكل نصف القوي.

3.3.7. السوق الكفاء بدرجة قوي:

بموجب هذا الشكل للكفاءة، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة، والمعلومات الخاصة، ولا يمكن لأي مشترك من تحقيق عوائد غير اعتيادية باستخدام المعلومات العامة أو الخاصة، على الرغم من الجدل في أن بعض المتطلعين في السوق قد يمتلكون معلومات إضافية ذات قيمة، قبل أن تصبح تلك المعلومات متاحة إلى الآخرين. وتعد الأسعار السوقية للأوراق المالية بموجب هذا الشكل من الكفاءة أسعاراً حقيقية مادامت جميع المعلومات العامة والخاصة تعكس في الأسعار السوقية.

إن لكفاءة السوق المالية مضاميناً هامة بالنسبة لعملية تقييم الأسهم العادية، ففي ظل السوق المالية الكفوءة بالشكل الضعيف يكون التباين كبيراً بين السعر السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم العادية في حين أن التباين بين القيمة الحقيقية وبين السعر في السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي مساوياً للصفر، أي بمعنى أن أسعار السوق هي في توازن مستمر، ومن ثم فإن سعر السهم العادي يساوي قيمته الحقيقية في أي وقت.

الفصل الثالث: الأوراق المالية التقليدية

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها تمثل السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق، هذه الأوراق المالية هي صكوك أو سندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء شائع من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو حق عليه في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات أو حق في العائد فقط، مثل حصص التأسيس، وتكون قابلة للتداول بالبيع أو الشراء في أسواق رأس المال⁶²، وعليه سيتم التركيز في هذا الفصل على توضيح أنواع هذه الأوراق المالية من خلال العناصر الأساسية التالية:

- ماهية الأسهم؛

- ماهية السندات؛

- تقييم الأسهم والسندات؛

- مخاطر الاستثمار في الأسهم والسندات.

1. ماهية الأسهم:

سنتعرض في هذا العنصر إلى تعريف الأسهم، أنواعها، وقيمتها.

1.1. تعريف الأسهم:

السهم هو ورقة مالية تثبت لحاملها حق الملكية في جزء من رأس مال الشركة، يتم إصدارها عند تأسيس الشركة أو في حالة رفع رأس مالها، حيث قد تكون مساهمة حامل السهم في شكل عيني أو نقدي⁶³.

السهم هي صكوك ملكية متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها وتخول له ممارسة حقه في الشركة ولا سيما حقه في الحصول على الأرباح⁶⁴.

كما يعرف السهم على أنه وثيقة مستقلة تعطى للمساهم، وتتضمن المعلومات الخاصة بالشركة مثل إسم الشركة، ومقدار رأس مالها وجنسيته، ومركزها الرئيسي، ورقم السهم وقيمتها الاسمية، واسم صاحبه إن كان سهمًا إسميًا أو يكتب فيه أنه لحامله⁶⁵.

2.1. أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى نوعين هما:

⁶² شعبان محمد إسلام البرواوي (2002)، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، ص84.

⁶³ Erwan Le Saout (2013), Introduction aux Marchés Financiers, Economica, 4e édition, paris, p57.

⁶⁴ محمد فرح عبد الحليم (2013)، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، الطبعة الثانية، اليمن، ص52.

⁶⁵ أحمد بن محمد الخليل (2004)، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي، السعودية، ص48.

1.2.1. الأسهم العادية:

السهم العادي هو عبارة عن مستند ملكية يمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة العامة المصدرة له⁶⁶.

تتميز الأسهم العادية بالخصائص التالية:⁶⁷

- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكيين لهذه الشركة؛
- حامل السهم العادي يحصل على عائد متغير طبقاً لما تحققه الشركة من ربح؛
- من المفترض أن يكون العائد على السهم العادي أعلى من الفائدة على السند باعتبار أن أصحاب الأسهم العادية يحصلون على كل الأرباح المتبقية بعد سداد الالتزامات الأخرى؛
- تعتبر المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك الخاصة بالسندات، على اعتبار أن أصحابها لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى؛
- توزيعات الأرباح على المساهمين متوقفة على قرار الجمعية العمومية للمساهمين، بمعنى إذا كانت الشركة بحاجة إلى تمويل إضافي، فقد تقرر الجمعية العمومية توزيع جزء من الأرباح فقط أو عدم إجراء توزيعات على الإطلاق؛
- عند تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة، إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى؛
- يعطي حامل السهم العادي الحق في نقل الملكية بدون موافقة الشركة أو باقي المساهمين، كما يتمتع أصحاب الأسهم العادية بأولوية الشراء للأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس مالها⁶⁸.

1.2.2. الأسهم الممتازة:

- يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك السهم العادي، تجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي أهمها⁶⁹:
- أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته؛
 - لا يحق لجملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح، إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات؛
 - الأولوية لجملة الأسهم الممتازة شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة؛

⁶⁶ أزهرى الصيب الفكي أحمد (2018)، مرجع سبق ذكره، ص140.

⁶⁷ محروس حسن (1993)، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، ص14، متوفر على الموقع الإلكتروني لكتب عربية: www.Kotobarabia.com.

⁶⁸ محمد فرج عبد الحليم (2013)، مرجع سبق ذكره، ص53.

⁶⁹ إبراهيم الكراسنة (2010)، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ص17.

من ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في كون:

- أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية؛
 - لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم من أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة نصيبهم منها، الذين يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات؛
 - حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل صعبة؛
- هناك عدة مزايا تعود على الشركة من اعتمادها على الأسهم الممتازة من أهمها أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات، وأن توزيعات محدودة بمقدار معين، كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو ما يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة. رغم هذه المزايا إلا أن الأسهم الممتازة لا تخلو من عيوب من أهمها: أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، وذلك بحكم أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة، وبالتالي لا تحقق من ورائها الشركة وفرات ضريبية، إلى جانب أن أصحاب الأسهم الممتازة يطالبون بمعدل مرتفع من العائد بسبب تعرضهم لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضين.

3.1. قيم الأسهم:

للسهم قيم تختلف بحسب ما يعتبر به⁷⁰:

1.3.1. القيمة الاسمية:

وهي القيمة المبينة في الصك، والقيمة الاسمية لمجموع الأسهم تشكل رأس مال الشركة، وهي القيمة التي يدفعها المساهم لقاء حصة لاشتراكه في الشركة.

2.3.1. قيمة الإصدار:

وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال. هذه القيمة يتم الاكتتاب بها على مستوى السوق الأولية، حيث أن الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية يعرف بعلاوة الإصدار.

⁷⁰ أحمد بن محمد الخليل (2004)، مرجع سبق ذكره، ص 62.

3.3.1. القيمة الحقيقية (العادلة):

وهي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها، فإذا ربحَت الشركة وأصبح لها أموال إحتياطية ارتفعت قيمة السهم الحقيقية، وأصبحت أعلى من القيمة الاسمية، مع العلم أنه إذا لم تكن للشركة ديون فإن أصولها تعادل رأس مالها، وتكون القيمة الحقيقية للسهم مساوية لقيمته الاسمية.

4.3.1. القيمة السوقية:

هي القيمة التي تتحدد في سوق الأوراق المالية، وهي عرضة للتقلبات، ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً لعوامل كثيرة، منها مدى سلامة المركز المالي للشركة ونجاح مشروعها، مقدار الأرباح التي تمنحها الشركة، وقانون العرض والطلب، والظروف السياسية والاقتصادية للدولة، والمضاربات على الصعود أو النزول.

5.3.1. القيمة الدفترية أو المحاسبية:

وهي تتمثل في قيمة السهم داخل دفاتر المؤسسة، والتي يمكن الحصول عليها من خلال قسمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة.⁷¹

2. ماهية السندات:

تضمن هذا العنصر لتعريف السندات، أنواعها، خصائصها ومزاياها، وقيمتها.

1.2. تعريف السندات:

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معني من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.⁷²

كما تعرف السندات على أنها صكوك قابلة للتداول والتي تصدرها الشركات أو المؤسسات، ويمثل الصك قرضاً طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب.⁷³

السند عبارة عن صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند، وهو استثمار يدر دخل ثابت أو متغير، حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقاً طوال مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية للسند (الأصل) عند حلول أجلها أو في تاريخ الاستحقاق.⁷⁴

⁷¹ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد (2003)، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، ص190.

⁷² [https://universitylifestyle.net/%D9%85%D8%A7%D9%87%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%AE%D8%B5%D8%A7%D8%A6%D8%B5%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B1/Consulté le 20/8/2020](https://universitylifestyle.net/%D9%85%D8%A7%D9%87%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%AE%D8%B5%D8%A7%D8%A6%D8%B5%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B1/Consulté%20le%208/2020)

⁷³ قاسم محمد حزم الحمود (2016)، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها، مجلة العلوم والبحوث الاسلامية صادرة عن جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 11، العدد (1)، ص3.

2.2. أنواع السندات:

توجد أنواع متعددة للسندات، تختلف فيما بينها حسب تاريخ استحقاقها، الجهة المصدرة لها، وطبيعة معدل فائدتها، والتي يمكن إيجاز أهمها على النحو التالي:

1.2.2. من حيث طبيعة معدل الفائدة:

وتنقسم إلى:⁷⁵

1.1.2.2. سندات ذات معدل ثابت:

تعتبر من السندات الكلاسيكية، لحاملها الحق في الحصول على عائد ثابت (فائدة ثابتة) طوال فترة حياة القرض مع إسترجاع قيمة القرض عند تاريخ الاستحقاق، مع الملاحظة أنه عندما ترتفع معدلات السوق فإن سعر السندات ذات معدل ثابت ينخفض والعكس صحيح في حالة إنخفاض معدلات السوق، فإن سعر هذه السندات يرتفع: مما يدل على أن مصدر هذا السند سيحمل تكلفة الفرصة البديلة في حالة إنخفاض معدلات الفائدة.

2.1.2.2. سندات ذات معدل متغير :

يسمح هذا النوع من السندات بتوزيع فائدة (كوبون) متغير حسب معدل الفائدة السائد في السوق، حيث تكون مراهنات كل من المصدر والمكتتب متعاكسة حول تغيرات معدلات الفائدة. ففي حالة ارتفاع المعدلات، فإن المكتتب سيحقق أرباحا، في حين تتحمل المصدر تكاليف إضافية. والعكس صحيح في حالة انخفاض المعدلات. وعليه سيفصل المصدر السندات ذات معدل متغير على حساب السندات ذات معدل ثابت في حالة توقعه لانخفاض المعدلات، أما المكتتب سيتوجه نحو السندات ذات معدل متغير إذا توقع ارتفاع المعدلات.

3.1.2.2. سندات ذات فائدة (كوبون) صفري:

يتميز هذا النوع من السندات بكونه يدر تدفقا نقديا واحدا فقط عند تاريخ الاستحقاق، حيث يتكون هذا التدفق النقدي من الفوائد والقيمة المسترجعة من رأس المال. تختلف السندات ذات الكوبون الصفري عند السندات الكلاسيكية، من حيث عدم تسديدها للفائدة (كوبون). وتنتج مكافأة حاملها من الفرق بين سعر الشراء وسعر استرجاع قيمة السند.

⁷⁴ بورصتي القاهرة والإسكندرية، (بدون سنة)، أساسيات الاستثمار في السندات، مطبوعة تعليمية، ص4.

⁷⁵Erwan Le Saout (2013), opcit, pp 40-43.

4.1.2.2. السندات المرتبطة بالمعيار النقدي:

وهي سندات تتميز بكون أن مبلغ الفائدة وقيمة السداد تكونا تبعاً لتطور مؤشر سعري، الذي يمكن أن يتمثل في سعر مادة أولية (البتروول مثلاً) التضخم (مؤشر أسعار الاستهلاك) أو رقم أعمال لشركة معينة.

5.1.2.2. سندات المشاركة:

وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في ارباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطيع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلى بهذه الطريقة.⁷⁶

2.2.2. من حيث الجهة المصدرة:

وتتمثل فيما يلي:⁷⁷

1.2.2.2. سندات حكومية:

وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، وهي ذات فوائد ثابتة غالباً، يتم طرحها للاكتتاب العام وتداول بالطرق التجارية وقد تكون دائمة بحيث لا تحدد الحكومة تاريخاً لسدادها، ولكن أصحابها يحصلون على فوائد ثانية ومحددة كل سنة أو ستة أشهر، وإما مستهلكة بمعنى أن لها أجلاً محدداً لتسديد قيمتها، تتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر وتمتعها بدرجة عالية من السيولة وإعفائها من الضرائب.⁷⁸

2.2.2.2. سندات الهيئات الدولية والإقليمية:

ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسات الإقليمية، وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.

3.2.2.2. السندات الادخارية:

وهي سندات غير القابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهناً لصالح الغير وتشتري تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملتها لاسترداد قيمتها، ومن الطبيعي أن ينخفض عائدها كلما رغب المستثمر (حاملها) إستعادة أمواله قبل بلوغ الاستحقاق.

4.2.2.2. شهادات الاستثمار:

⁷⁶ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان (2019)، الأوراق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد، الجزائر، ص200.

⁷⁷ المرجع نفسه، ص 194-195.

⁷⁸ شعبان محمد إسلام البرواري (2002)، مرجع سبق ذكره، ص 132.

وهي سندات تصدرها البنوك لصالح الحكومة، وهي تتضمن ثلاثة أنواع:

أ. سندات مدتها عشر سنوات، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة، حيث يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية مضاف عليها ما تراكم من الفوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.

ب. سندات تعطي لصاحبها الفوائد المحققة من الشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الاصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

ت. شهادات ذات جوائز تجرى عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتماداً على الينايب ولا يترتب عليها فوائد ثانية لحاملها.

3.2.2. من حيث تاريخ الاستحقاق:

وتشمل السندات التالية:⁷⁹

1.3.2.2. السندات القابلة للتحويل:

وهي السندات التي تحول لصاحبها في تاريخ محدد أجلا حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً، حيث يتحول حامل السند من دائن للشركة إلى شريك مساهم، أما إذا لم يرغب في التحويل فيكون من حقه إسترداد قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

2.3.2.2. السندات ذات التاريخ المحدد:

وهي السندات المنصوص في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد ومعين، ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ.

3.3.2.2. سندات السلسلة:

وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الاستحقاق وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حين تنتهي من سداد كل السندات.

4.3.2.2. السندات القابلة للاستدعاء أو الإصغاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو طريق ترقيمها وتستحق بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة وتسمى بعلاوة الإصدار، وتتناقض هذه العلاوة بطول مدة الاستحقاق.

⁷⁹ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 197.

4.2.2. من حيث أجلها:

وهي ثلاثة أنواع:⁸⁰

1.4.2.2. سندات قصيرة الأجل:

وهي سندات لا يتجاوز أجلها عاما واحداً وهي مجنّدة من طرف المستثمرين.

2.4.2.2. سندات متوسطة الأجل:

وهي السندات التي تتجاوز السنة ولا تتعدى السبع سنوات على حسب من أصدرها، وتكون فائدتها أعلى من الفائدة التي تعطى على السندات قصيرة الأجل.

3.4.2.2. سندات طويلة الأجل:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويلية طويلة الأجل، لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة بالأجلين القصير والمتوسط.

3.2. خصائص ومزايا السندات:

هناك العديد من الخصائص التي تميز السندات عن الأسهم وهي:⁸¹

- أن السندات تعد من الالتزامات طويلة الأجل (دين على الشركة) ولا تعد من مكونات رأس المال، وعليه فليس لحامل السند الحق في التدخل في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعية العامة؛
- لحامل السند الحق في استرداد قيمة السند في الميعاد المحدد المتفق عليه عند الإصدار، حيث تنقطع صلته بعد ذلك بالشركة، أما حامل السهم فلا ترد له قيمة سهمه دامت الشركة قائمة؛
- لحامل السند بصفته دائناً للشركة الحق في الحصول على فائدة ثانية سنوياً بصرف النظر عن نتيجة عمليات الشركة من أرباح أو خسائر، على عكس حامل السهم فإن أرباحه متغيرة تتوقف على نتيجة عمليات الشركة وعلى قرارات الجمعية العامة؛
- إن لحامل السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده عند التصفية، قبل أن يحصل حامل السهم على شيء؛

⁸⁰ المرجع نفسه، ص 202.

⁸¹ أمين السيد أحمد لطفى (2000)، المحاسبة في الاسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، ص 134.

- تمثل السندات استثمارًا مضمونًا بالمقارنة بأسهم رأس المال، حيث عادة ما يقتني السندات المستثمرون متجنبوا المخاطر، بينما يقتني الأسهم المستثمرون الراغبين في تحمل المخاطر، نظير الحصول على عوائد أكبر، لذلك يكون سعر الفائدة على السندات أقل من معدل الفائدة على أسهم رأس المال؛

عادة ما تفضل شركات المساهمة سياسة إصدار السندات بدلاً من طرح الأسهم الجديدة عند حصولها على الأموال اللازمة، وذلك نظرًا لما تتمتع به من مزايا يمكن إيجازها فيما يلي:⁸²

- تجنب مشاركة مساهمين جدد في إدارة شركات المساهمة، حيث أن إصدار سندات جديدة لا يترتب عليه مشاركة حملة السندات في إدارة الشركة المساهمة؛

- إن إصدار سندات لا يترتب عليه مشاركة حملة السندات لحملة الأسهم في الأرباح الفائضة؛

- إمكانية المتاجرة على حقوق المساهمين أو ما يعرف بالرفع المالي، حيث لا تلجأ الشركات المساهمة عادة إلى سياسة الاقتراض من الغير عن طريق إصدار السندات إلا إذا كانت تتوقع عائدًا على استثمار الأموال المقترضة أكثر من قيمة الفوائد التي ستدفعها إلى حملة السندات؛

- تعالج فوائد السندات كمصروفات بواسطة الشركة المصدرة عند تحديد الأرباح الخاضعة للضريبة أما التوزيعات التي تدفع إلى المساهمين فهي لا تعتبر من عناصر المصروفات، وكلما كانت معدلات الضريبة على أرباح الشركات مرتفعة كلما كان ذلك دافعًا لتلك الشركات على استخدام السندات بدلاً من الأسهم عند حاجتها إلى رأس مال إضافي طويل الأجل.

4.2. القيم التي تصدر بها السندات:

نميز بين ثلاث حالات يمكن أن تباع بهم السندات:⁸³

- أن تباع السندات بالقيمة الاسمية التي أصدرت بها وهذا في حالة اعتقاد المستثمرين بأن معدل الكوبون لهذه السندات يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات؛

- تباع السندات بخصم على القيمة الاسمية، ويكون ذلك في حالة ما إذا كان معدل الكوبون لتلك السندات أقل من مثليه لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطر، وبذلك يعتبر هذا الخصم تعويض للمستثمر الذي سيدفع فعليًا قيمة أقل من القيمة الاسمية عند الشراء ولكنه يحصل على القيمة الإسمية كاملة في تاريخ الاستحقاق؛

⁸² المرجع نفسه، ص135.

⁸³ رامي محمد كمال (2019)، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، الطبعة الأولى، المكتب الاسلامي، السعودية، ص65 .

- تباع السندات بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية، وهذا في حالة كون معدل الكوبون لهذه السندات أعلى من مثليه للسندات التي على نفس المستوى من المخاطر وفي هذه العلاوة تعويض للشركة.

وتتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعاً أو هبوطاً بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والاسهم، حيث هناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية، فإذا إرتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند نتيجة القيمة السوقية للسند نحو الانخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع ما لديهم وايداع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر، وإذا انخفضت أسعار الفائدة المصرفية، ترتفع القيمة السوقية للسند، ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على فائدة أعلى، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية⁸⁴. الجدول الموالي يوضح الفرق بين السندات والأسهم

الجدول رقم (3-2): الفرق بين الأسهم والسندات

الأسهم	السندات
صك يمثل جزءاً من رأس المال.	صك يمثل جزءاً من القرض، ولا تدخل قيمته في رأس المال.
حامله مساهم.	حامله دائن وليس مساهم.
يصدر قبل التأسيس وبعده.	يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال.
كل شركة مساهمة لها أسهم.	لا يلزم أن تكون للشركة المساهمة سندات.
للمساهمين حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية	لحامله ليس له حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية
قد يفقد المساهم حصته بسبب ديون الشركة أو إفلاسها (يتحمل الخسائر).	صاحب السند لا تقع عليه أية مخاطر، لان حصته مضمونة (لا يتحمل الخسائر).
لحامل السهم الحق في ربح متغير إذا حققت الشركة أرباحاً.	لصاحب السند الحق في فائدة ثابتة لا تتغير سواء ربحت الشركة أو خسرت.
لا تسدد قيمته إلا عند تصفية الشركة.	للسند وقت معين لسداده.
حامل السهم ليس له الأولوية في الحصول على قيمة السهم عند إفلاس الشركة إلا بعد تصفية مجمل ديونها.	لحامل السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده عند إفلاس الشركة.

المصدر: من إعداد الباحثة

⁸⁴ نفس المرجع السابق، ص 71.

3. تحليل الأسهم :

تستند عملية تحليل الأسهم على التحليل الأساسي والتحليل الفني والذي يمكن إيجازهما في ما يلي

1.3. التحليل الأساسي:

يرتكز هذا التحليل فكرة أن أسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على صعيد الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع وانتهاء الظروف ونشاط الشركة نفسها.

فالتحليل الأساسي هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة ألخ، ومن الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب كونه يعتبر غير علمي لأنه في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضعها التنافسي في السوق فإنه لم من الصعب الحصول على صورة واضحة عن هذه الشركة باستخدام هذا الأسلوب، رغم ذلك فإنه يعتبر من الأدوات الشائعة ويستخدم على نطاق واسع من قبل كثير من المستخدمين.⁸⁵

تستند فلسفة التحليل على تحليل ثلاثة مستويات: على مستوى الاقتصاد الوطني على مستوى القطاعات الاقتصادية وعلى مستوى الشركات، بمعنى أن التحليل الأساسي يعني بدراسة الوضع الاقتصادي العام للبلد ثم القطاع حتى يصل إلى الشركة المراد الاستثمار فيها والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للشركة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره. الجدول الموالي يلخص المؤشرات المالية الأساسية.

الجدول رقم (3-3) المؤشرات المالية الأساسية وهدف من تحليلها.

المؤشرات	أنواعها	الهدف من تحليلها
القوائم المالية	- قائمة الميزانية - قائمة الدخل - قائمة الأرباح المحتجزة	الكشف عن أداء الشركة التاريخي واتخاذها أساس للأداء في المستقبل
معايير المقارنة	- المعيار الصناعي - معيار الاتجاه	تساعد في الحكم المبدئي على مكانة الشركة في القطاع مع الكشف عن مواطن ضعف حالة الشركة ومواطن قوتها.
المؤشرات المالية	<u>1. مؤشرات السيولة:</u> - نسبة التداول: الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	تعكس قدرة الشركة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل.

⁸⁵ الطاوس حمدوي (2017)، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر (حالة الجزائر)، الطبعة الأولى دار الاعصار العلمي، الأردن، ص 156.

	<p>-السيولة السريعة: أصول متداولة - المخزون / الخصوم المتداولة</p>	
<p>تدعون مدى اعتماد الشركة على الدينون (القروض) في هيكل المالي</p>	<p>2. نسب الرافعة المالية: -نسب المديونية: مجموع الأصول/مجموع الخصوم -نسب الدينون إلى حقوق الملكية: مجموع الأصول/حقوق الملكية -مضاعف الملكية: مجموع الأصول / مجموع حقوق الملكية -نسبة تغطية الأرباح للفوائد: الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ الفوائد</p>	
<p>تدعون مدى كفاية الأداء والربحية للشركة على المدى الطويل وذلك بناء على كفاءة استخدام الموارد المتاحة لها .</p>	<p>3. مؤشرات الكفاءة التشغيلية: -دوران الحسابات المدنية صافي المبيعات / الحسابات المدنية -معدل فترة التحصيل: الزبائن/المبيعات -دوران المخزون: تكلفة البضاعة المباعة/المخزون -دوران الأصول الثابتة . صافي المبيعات/صافي الأصول الثابتة -دوران مجموع الأصول صافي المبيعات /مجموع الأصول</p>	
<p>تدعون الأداء الكلي للشركة من خلال قياس فعالية سياسات إدارة الشركة الاستثمارية، التمويلية، والتشغيلية .</p>	<p>4. مؤشرات الربحية التشغيلية: -نسبة هامش صافي الدخل: صافي الدخل /صافي المبيعات -معدل العائد على الاستثمار ROI: صافي الدخل /مجموع الأصول -معدل العائد على حقوق الملكية ROE:</p>	

	صافي الدخل/حقوق الملكية	
<p>وهي نسب التقييم وتعتبر ذات أهمية لحملة الأسهم، للمستثمرين المحتملين في الأسهم، محللي الأوراق المالية، مصارف الاستثمار، وحتى للدائنين.</p>	<p>5. مؤشرات السوق المالية:</p> <p>- ربحية السهم الواحد: EPS صافي الدخل / عدد الأسهم العادية المصدرة - نسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحية السهم: سعر السهم في السوق المالي / ربحية السهم - القيمة الدفترية للسهم: حق الملكية / عدد الأسهم العادية المصدرة - القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم - المقسوم النقدي للسهم: مجموع المقسوم النقدي للأسهم العادية / عدد الأسهم العادية المصدرة. - نسبة توزيع الأرباح: المقسوم النقدي للسهم / ربحية السهم - عائد المقسوم: المقسوم النقدي للسهم / السعر الحالي للسهم في السوق - معدل العائد على الاستثمار في السهم: سعر البيع - سعر الشراء + المقسوم النقدي / سعر الشراء نسبة توبين: القيمة السوقية للموجودات / التكلفة المقدرة للاستبدال</p>	
تقيس مدى التوسع والتقدم الذي تحققه الشركة على مر الزمن.	مؤشرات النمو:	

المصدر: ملخص عن: محمد علي إبراهيم العامري (2013)، إدارة المحافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن.

2.3. التحليل الفني:

يهدف التحليل الفني بالدرجة الأولى إلى التعرف على اتجاه الأسعار وكشف أي إشارة تنبئ باحتمال تغير مسارها بأسرع وقت ممكن، حتى يمكن الاستفادة بذلك بقدر المستطاع في اتخاذ قرارات الشراء والبيع في أنسب الأوقات بهدف تقليل المخاطر وتعظيم الأرباح.

يعتمد التحليل الفني على قراءة التاريخ لاستشراف المستقبل، فهو يعني بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل بيانات الماضي لبناء التوقعات المستقبلية التي على أساسها يتم اتخاذ قرارات الشراء والبيع بهدف تحقيقه أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل المخاطر، فالرسم البياني للأسعار يصور حالة السوق ووضع المشترين والبائعين، وهو يرصد حركة التداول بالسوق ويوضح الاتجاه، فالخلل الفني يكون بمقدرته استشراف المستقبل بنجاح كبير نسبياً فمما لا شك فيه أن التحليل الفني يساعد المضارب على التحليل من المخاطر واغتنام الفرص المناسبة لدخول السوق وهي التي تكون فيها فرص الربح مرتفعة وتقل فيها احتمالات الخسارة، ويقوم التحليل الفني على أربعة أعمدة رئيسية هي:

- القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب؛
- العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب متعددة، منها العقلاني ومنها غير العقلاني؛
- الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره؛
- التغييرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تغير من اتجاه الأسعار.⁸⁶

تتكون التحليل الفني من ثلاثة عناصر رئيسية وهي⁸⁷

-بيانات التحليل الفني:

تمثل بيانات السوق المدخلات أو المادة الأولية للتحليل الفني التي يعتمد عليها في عملية التحليل، ويهتم التحليل الفني بالبيانات التي يوفرها السوق نفسه باعتباره أفضل من يعبر عن نفسه من غيره وتتضمن البيانات السوقية التي يعتمد عليها التحليل النفسي العناصر الأساسية التالية: السعر، الحجم التداول المفتوحة، مع الإشارة إلى أن، هذه الأخيرة تخص سوق المستقبلات فقط .

-أدوات التحليل الفني:

وهي الطرق التي يستخدمها المحلل الفني لتحليل ومعالجة بيانات السوق بغرض الوصول إلى الأهداف المرجوة، وتضم أدوات التحليل الفني مجموعتين رئيسيتين: الأشكال البيانية (الخراط) والمؤشرات الفنية الرياضية أو الإحصائية .

-أهداف التحليل الفني:

⁸⁶ عبد المجيد المهيلمي (2004)، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ص 47.

⁸⁷ بن لطرش خالد (2018): اختبار مدى تنبؤية ورجحية التحليل الفني للأوراق المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 22.

وتتمثل في مخرجات التحليل الفني، أي نتيجة التحليل وغياته، وهي التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل، إذ يسعى التحليل الفني من وراء تحليل بيانات السوق إلى التنبؤ في مراحل مبكرة بالاتجاه المستقبلي للأسعار من خلال محاولة التعرف على نقاط تحول (تغير) الاتجاه الحالي، بشكل يسمح للمستثمر باتخاذ القرار الملائم (الشراء البيع) وفي الوقت المناسب.

يرتكز التحليل الفني من أجل القيام بعمله على مجموعة من المؤشرات التي تساعد على استنباط دلالات فنية صحيحة، وتزيد قدرته على قراءة وتحليل مختلف الأشكال والخرائط الفنية نذكر من بين هذه المؤشرات:⁸⁸
-المؤشرات الفنية:

وهي تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في معادلات خاصة، من أجل الحصول على بيانات المؤشر المحتسب، وبالتالي توفير منظور مختلف لتحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة من إدراكها على الخرائط. الجدول الموالي يلخص أهم هذه المؤشرات.⁸⁹

الجدول (3-4): بعض المؤشرات الفنية للتحليل الفني

المؤشرات	الهدف منه
مؤشر القوة النسبية	يستخدم للكشف عن حالة الأسهم ما إذا كانت تمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها فهو مفيد في تحديد تقلبات الأسعار إذ يتغير في المجال ما بين 0 و 100.
الزخم	وهو يقيس معدل تغير سعر السهم أي سرعة حركتها ونسب صعودها أو هبوطها، فكلما زاد سعر السهم كلما زاد الزخم، وكلما كانت زيادة سعر السهم سريعة، كلما كانت زيادة الزخم أكبر، وبمجرد أن يتباطأ معدل تغير السهم يتباطأ الزخم. ويقاس بالفرق بين سعر الإقفال اليومي وسعر الإقفال ل(ن) يوم.
مؤشر تدفق الأموال	وهو يقيس تذبذب وتحركات زخم الاتجاه، ويتميز بكونه يعطي وزنا مرجحا لتدفقات الأموال أو قيمة التداول، فهو مؤشر جيد لقياس قوة تدفق الأموال الداخلة والخارجة على الورقة المالية، ويعمل على مقارنة تدفقات الأموال الموجبة مع تدفقات الأموال السالبة.

المصدر: ملخص عن متاجر وبيداد قادري علاء الدين (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 5

⁸⁸ متاجر وبيداد، قادري علاء الدين (2017): التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم، دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمال للأوراق المالية، مجلة الامتياز البحوث الاقتصاد والإدارة صادرة عن جامعة الاغواط، المجلد 1، العدد 2 ص 22

- الدعم والمقاومة:

تعتبر مستويات الدعم والمقاومة معياراً أساسياً لتوقيت الدخول والخروج من سوق الأسهم، فهي تمثل حقيقة الصراع بين المشتريين والبائعين، حيث يقصد بالدعم بأنه مستوى السعر الذي يعتقد أنه قوى الطلب (المشتريين - الثيران bull) هي التي تتحكم بالسهم، وبالتالي تتغلب على قوى العرض بما يمنع السعر من الانخفاض أكثر، أما المقاومة فهو السعر الذي يعتقد أن قوى العرض (البائعين - الدببة bear) هي التي تتحكم في السهم، وبالتالي تتغلب على قوى الطلب بما يمنع السهم من الارتفاع أكثر.

3.3 الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

يمكن تلخيص الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني في الجدول الموالي .

الجدول (3-5): الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

التحليل الفني	التحليل الأساسي
لا يعني بتحديد السعر الحقيقي، فهو لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانا أو معلومات مالية لظروف الشركة، بل يتصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، لتحديد التوقيت المناسب للقرار الاستثماري، فحركة السعر في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركة السعر المستقبلية.	يعتمد على الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، وظروف الشركة وذلك من أجل تحديد سعر السهم الحقيقي الذي ينبغي أن يباع به السهم.
سهل وسريع وبالإمكان تطبيقه من قبل أي شخص على العديد من الأسهم، فهو يتطلب دراسة قليلة وسهل في الاستخدام خاصة في ظل استخدام الكمبيوتر، مما يتيح لوضع الرسوم أن يكون أكثر مواكبة للتطورات المالية ومتماشيا مع شتى الأسهم.	يطلب جهد ووقت وصعب الفهم بالنسبة لغير الممارسين للتحليل.
يسعى المحللون الفنيون إلى تقدير أسعار الأوراق المالية بدلا من القيم الحقيقية.	يقوم المحللون الأساسيون بتقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية.
يكون التركيز أكبر على أسعار الورقة المالية وحجم التداول.	يصب كامل اهتمامه على الأداء التشغيلي للشركة أداء الصناعة والأرباح.
يحاول التنبؤ بالتغيرات القصيرة الأجل (التداول القصير)، أي يكون التركيز على الفترة القصيرة الأمد	يكون التنبؤ بالأسعار للفترة الطويلة الأجل، أي يكون تركيزه على تحليل أداء الشركة للفترة طويلة الأجل.

في تحليل العرض والطلب التي ستؤثر على سعر السوق.	
يعتمد على الأسعار الماضية وحجم التداول للتعرف على الحركة المستقبلية للأسعار ومعرفة اتجاه السوق فيما إذا كان حالة شراء أو بيع.	يستعمل مفاهيم الأرباح ومقسوم الأرباح وتوقعات معدلات الفائدة وتقييم مخاطرة الشركة لتحديد أسعار الأسهم المستقبلية والأداء المستقبلي للشركة.
يعتبر التحليل الفني أن السوق 80% منه سيكولوجي و20% منطقي.	يعتبر التحليل الأساسي أن السوق 20% منه سيكولوجي و80% منطقي.
يشير للإجابة عن سؤال متى لأن التحليل الفني أداة لتوقيت السوق أي متى يتم شراء أو بيع الأسهم	يشير إلى الإجابة عن سؤال ما هو السهم الذي يتم اختياره؟ أي اختيار أسهم أفضل شركة

المصدر: محمد على إبراهيم العامري (2013)، مرجع سبق ذكره، ص 302.

4. تقييم الأسهم والسندات:

1.4. نماذج تقييم الأسهم:

تختلف نماذج تقييم الأسهم وتتنوع بذكر منها:

1.1.4. نموذج خصم التوزيعات النقدية:

يعتبر هذا النموذج أكثر النماذج استخدامًا في تقييم الأسهم العادية، لأن التوزيعات تعد أساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، ويطلق على النموذج (التحليل الأساسي)، لأن الهدف الرئيس من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم العادلة المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة زمنية متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية وفقا للصيغة الآتية: ⁹⁰

$$p_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t} \dots\dots (4-3)$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم.

D_t : توزيعات الأرباح في نهاية الفترة t .

K : معدل العائد المطلوب (معدل خصم).

يوجد لهذا النموذج ثلاث حالات لتقييم الأسهم المبنية على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية.

⁹⁰كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، (2013): قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية، المركز القومي للبحوث، السعودية المجلد 9 العدد (29)، ص 10.

1.1.1.4. نموذج النمو الصفري:

أن أساس هذا النموذج هو أن توزيعات الأرباح المستقبلية ثانية، لا تنمو طوال حياة الشركة، بمعنى أن صاحب السهم يحصل على أرباح ثانية سنويًا خلال حياة الشركة حتى يتم تصفيتها، وذلك لأن معدل النمو السنوي لتوزيعات الأرباح يساوي صفر، يمكن حساب القيمة السهم وفق المعادلة التالية:⁹¹

$$p_0 = \frac{D_t}{k} \dots\dots (5-3)$$

2.1.1.4. نموذج النمو الثابت:

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح المستقبلية تنمو بشكل ثابت حيث يمكن إيجاد القيمة الحقيقية للسهم من خلال استخدام نموذج كوردون وشايبورو، والقائم على أساس أن معدل نمو توزيعات الأرباح المستقبلية ثابت إلى الأبد، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الآتية:⁹²

$$p_0 = \frac{D_t}{k-g} \dots\dots (6-3)$$

حيث أن:

g: معدل نمو توزيعات الأرباح.

وفقا لهذا النموذج، فإنه إذا قيم سهم معين، فإن سعره يمثل القيمة الحقيقية للسهم (السعر العادل) من وجهة نظر المستثمر الذي يملكه، فإذا كان السعر المتداول للسهم المعني (أي القيمة السوقية له) أكبر من سعر الحقيقي (العادل)، فهذا يعني أن السهم مقيم أعلى من قيمته، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، وإذا أقدم المستثمر على بيع السهم، سيجعل جانب العرض يتفوق على جانب الطلب، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم حتى يصل إلى القيمة الحقيقية (العادلة). إما إذا كان السعر السائد للسهم في السوق أقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء، وأن إقدام المستثمر على شراء السهم، سيجعل جانب الطلب يتفوق على جانب العرض، ومن ثم سيرتفع سعر السهم حتى يصل إلى قيمته الحقيقية.

⁹¹ المرجع نفسه، ص 11.

⁹² هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى (2010)، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد صادرة عن جامعة بغداد، العدد 81، ص 8.

3.1.1.4. نموذج النمو المتعدد:

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح المستقبلية للشركة لا تبقى بدون نمو، كما أنه لا يمكن استمرار نموها بشكل ثابت طوال حياة الشركة، لأنه في بداية كل شركة تنمو توزيعات الأرباح بشكل كبير، ثم يبدأ معدل نمو التوزيعات بالانخفاض حتى يستقر عند معدلات نمو متقاربة،

ويمكن حساب القيمة الحقيقية (العادلة) وفق المعادلة الآتية:⁹³

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{\hat{P}}{(1+k)^n} \dots\dots (7-3)$$

حيث أن:

\hat{P} = سعر السهم العادي في الفترة n

n = فترة النمو غير العادية.

وعليه يتم تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية:

- تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو؛

- تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة؛

- تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسعر السهم المتوقع في

نهاية النمو غير الثابت: حيث يكون مجموع تلك القيم مساوياً للقيمة الحقيقية لسهم.⁹⁴

2.1.4. نموذج التقييم المحاسبي:

يعتمد نموذج التقييم المحاسبي على حقوق الملكية لتقييم الأسهم، من خلال ربط الأرباح والتوزيعات والقيمة الدفترية لحق الملكية بالقيمة الحقيقية (العادلة) للسهم. حيث استخدم ohlson مفهوم الربح الباقي كبديل عن الربح غير العادي، والذي يشير إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه في بديل استثماري آخر، كما أن قيمة السهم تتحدد بخصم التوزيعات النقدية المستقبلية، إلى جانب أن الفائض الصافي الذي يربط بين التوزيعات النقدية من ناحية والقيم المحاسبية الأصلية الناتجة عن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من ناحية أخرى

⁹³ إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح (2016)، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية الصادرة عن جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 17 العدد 2، ص 12.

⁹⁴ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 166.

حيث يتم ترحيل الباقي من الأرباح بعد توزيع جزء منها إلى حق الملكية إما في الاحتياطات أو إلى الأرباح المحتجزة، مما يشكل زيادة في القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ومنه يتم احتساب القيمة الحقيقية لسهم وفق المعادلة التالية:⁹⁵

$$p_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \dots\dots (8-3)$$

حيث أن:

p_t : سعر السهم في بداية الفترة t

b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t

x_t^a : يمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t

$\alpha_1 \alpha_2$: معاملات النموذج

v_t : المعلومات الأخرى حول الأرباح المتبقية المستقبلية المتوقعة التي تم ملاحظتها في نهاية الفترة t ، لكن لم يتم الاعتراف بها محاسبياً علم أن:

$$\alpha_1 = \frac{w}{(R-w)} \alpha_2 = \frac{R}{(R-w)(R-y)} \dots\dots (9-3)$$

حيث أن:

R : معدل تكلفة رأس المال.

w, y : معاملات الثبات.

3.1.4. نموذج Gordon Shapiro:

يسمح هذا النموذج بربط قيمة الأصل المالي مع توزيعات الأرباح المتوقعة للسنة المقبلة، كما يسمح بتحديد

معدل نمو الأرباح g ، حيث يعطى هذا الأخير بالعلاقة التالية:

g : معدل إعادة الاستثمار x معدل المردودية الاستثمارات الجديدة.

إذا كان معدل التوزيع (d) ومعدل مردودية الاستثمارات الجديدة ثابتين، فإن معدل نمو توزيعات الأرباح،

كذلك سيكون ثابت وقيمة السهم حسب النموذج عندها سيكون كما يلي:

$$p_0 = \frac{d \times BpA_1}{r - (1-d)RNi} \dots\dots (10-3)$$

حيث:

BpA : ربحية السهم الواحد.

⁹⁵César Medeiros Cupertino Paulo Roberto Barbousa Lustosa (2004), the ohls on model of evaluation of companies: tutorial for Use, BRAZILIAN BUSINESS REVIEW, Vol 1, NO1, p7.

RNi : مردودية الاستثمارات الجديدة.

إذا كانت المؤسسة تستخدم استثمارات ذات مردودية مساوية RNI لتكلفة رأس المال (I) فإن سعر السهم سيكون كما يلي:

$$p_0 = \frac{BEN_1}{r} \dots\dots (11-3)$$

حيث:

BEN : الأرباح السنوية للسهم الواحد.

هذا السعر يتناسب فقط مع المؤسسات التي تحقق أرباح ثانية على الأسهم، وتوزع كامل هذه الأرباح أي (d=1)⁹⁶

4.1.4. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو جزء من النظرية الاقتصادية المعروفة باسم نظرية سوق رأس المال، وتشمل أيضا تحليل الأوراق المالية، نظرية إدارة المحافظ الاستثمارية والنظرية المعيارية التي تدرس تصرفات المستثمرين في اختيار الأسهم المشتركة لمحافظهم الاستثمارية، في ظل مجموعة من الافتراضات والتي يمكن ايجارها على النحو التالي:⁹⁷

- المستثمرون ينفرون من المخاطرة؛
- يسعى المستثمرون بعقلانية ورشادة لتكوين محافظ كفوّة، أي محافظ متنوعة بشكل كامل؛
- جميع المستثمرين لديهم آفاق زمنية متطابقة للاستثمار، أي فترات عقد متوقعة؛
- جميع المستثمرين لديهم توقعات متطابقة حول متغيرات مثل معدلات العائد المتوقع، وكيف يتم إنشاء معدلات الرسالة؛
- لا يوجد تكاليف المعاملات؛
- لا توجد ضرائب ذات صلة بالاستثمار، ومع ذلك قد يكون هناك ضرائب على أرباح الشركات؛
- معدل إقراض المال هو نفس تكلفة اقتراض المال؛
- السوق يتصف بالكفاءة، والسيولة، أي يمكن للمستثمرين شراء والبيع بسهولة.

من الواضح أن هذه الافتراضات لا تتحقق بالكامل في العالم الحقيقي، مما يجعل صحة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF) محل تقييم، في حين أن فرضية كمال السوق والسيولة ليست محققة بالكامل في الواقع

⁹⁶ نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، (2018)، تقييم المؤسسات دروس وتطبيقات محلولة، الدار الجزائرية، الطبعة الأولى، ص110.

⁹⁷ علي بن الضب، محمد شيخي (2017)، مرجع سبق ذكره، ص637.

العملي، حيث توجد تكاليف صفقات. وعلى العموم، يعمل نموذج(MEDAF)على تقييم المردودية المتوقعة (العائد المتوقع) من أصل مالي بدلالة المخاطرة، حيث يمكن استخدام هذا العائد كمعدل خصم في تقييم الأصل. ويحسب معدل العائد المتوقع وفقا للمعادلة التالية:⁹⁸

$$E(R_i) = R_F + (E(R_m) - R_F)B_i \dots\dots (12-3)$$

حيث:

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب للورقة لمالية.

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة مثل معدل السندات الحكومية.

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

$(E(R_m) - R_F)$: علاوة مخاطرة السوق.

B_i : معامل بيتا، وهو يشير إلى حساسية (استجابة) عوائد الاصل إلى التقلبات في عوائد السوق، بمعنى تغيير عوائد الأصل المفسرة بالتغير في عوائد السوق، كما يدل على حصة المخاطر النظامية في مجمل المخاطر المرتبطة بالأصل، وبهذا يطلق عليه معامل الخطر النظامي الذي يقاس وفق المعادلة التالية:⁹⁹

$$B_i = \frac{COV(R_i.R_m)}{VAR(R_m)} \dots\dots (13-3)$$

حيث أن:

$COV(R_i. R_m)$: التباين المشترك بين عوائد السهم وعوائد السوق.

$VAR(R_m)$: تباين عوائد السوق.

علما أن إذا كان:

$B_i < 1$ هذا يعني أن عوائد السهم تستجيب بقيمة أقل لتقلبات عوائد السوق وفي نفس الاتجاه؛

$B_i > 1$ هذا يعني أن عوائد السهم تستجيب بقيمة أكبر لتقلبات عوائد السوق وفي نفس الاتجاه؛

$B_i = 1$ هذا يعني أن عوائد السهم تستجيب لتقلبات عوائد السوق بنفس القيمة وفي نفس الاتجاه؛

$B_i < 0$ هذا يعني أن عوائد السهم وعوائد السوق يتغيران في الاتجاه المعاكس؛

$B_i > 0$ هذا يعني أن عوائد السهم وعوائد السوق يتغيران في نفس الاتجاه.

⁹⁸ Pascal Barneto, Georges Gregorio 2017, Finance, L'essentiel En Fiches, DUNOD 4^{ème} édition, Paris, P15

⁹⁹Idem, p13.

5.3.4. نموذج مضاعف الربحية:

يعرف هذا النموذج بنسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحية، فإذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي (10)، هذا يعني أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات المستثمرين في الأسواق المالية تتجه نحو النمو السريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق وأيضاً تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته بانخفاض معدل نمو الشركة. فتكون النسبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع، والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم. وعليه فإن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاماً على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم. ويمكن حساب هذه القيمة الحقيقية للسهم وفقاً للمعادلة التالية:¹⁰⁰

$$p = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(eps)}{(1+r_s)^n} \dots\dots (14-3)$$

حيث أن:

p : سعر السهم الحقيقي.

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps : نصيب السهم الواحد من الأرباح.

m : مضاعف الربحية.

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{\text{ربحية السهم في السوق}} \times 2 \dots\dots (15-3)$$

علماً أن ربحية السهم في السوق:

$$eps = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم}} \dots\dots (16-3)$$

6.1.4. نموذج نظرية تسعير المراجعة:

تنطلق نظرية تسعير المراجعة من نموذج المؤشر، الذي يفترض أن تقلبات عائد السهم ترتبط بمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، ويمكن تفسير تقلبات هذا الأخير بسبب التغيرات في عدد من العوامل التي

¹⁰⁰ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان(2019)، مرجع سبق ذكره، ص 183.

تؤثر على السوق ككل، وعليه تنقسم المخاطر إلى مخاطر منتظمة (سوقية) لا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر غير منتظمة (خاصة بالشركة) والتي يمكن تجنبها من خلال التنوع. تقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات وهي على النحو التالي:

- في حال التأكد يفصل المستثمرون العائد الأعلى على العائد الأقل.
- يمكن التعبير عن العملية العشوائية المولدة لعوائد للأسهم بتابع خطي لعدد من العوامل أو مصادر الخطر.
- يوجد عدد كافي من الأوراق المالية في المحفظة لتكوين محافظ وتحديد المخاطر الخاصة بكل ورقة، والتي تختلف عن مصادر خطر الأوراق الأخرى.
- السوق المالي الكفؤ، سوق يضمن عدم وجود فرص لتحقيق الأرباح غير العادية من خلال عمليات المراجعة.
- لا توجد تكاليف بخصوص الضرائب والمعاملات، ولا توجد قيود للبيع على المكشوف.
- ويقصد بالمراجعة: اكتشاف الأوراق المالية غير مسعرة بشكل صحيح، أي التي تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية، والعمل على شراء الأوراق الأولى وبيع الأوراق الثانية في نفس الوقت، لتحقيق أرباح مضمونة وخالية من المخاطر.

ويتم تحديد عائد السهم وفق المعادلة التالية:¹⁰¹

$$\overline{R}_1 = \widehat{R}_1 + (\overline{R}_m - \widehat{R}_m) B_i + \varepsilon_i \dots\dots (17-3)$$

حيث أن:

\overline{R}_1 : معدل العائد المحقق على السهم i ؛

\widehat{R}_1 : معدل العائد المتوقع على السهم i ؛

\overline{R}_m : معدل العائد المحقق على السوق؛

\widehat{R}_m : معدل العائد المتوقع على السوق؛

B_i : حساسية السهم لمجموع عوامل السوق؛

ε_i : تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم.

2.4. نموذج تقييم السندات:

تعتبر عملية تقييم السندات أسهل من عملية تقييم الأسهم، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة ودقة تحديد وتقدير التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السندات والمتمثل في مقدار الفوائد الدورية الثانية المعروفة.

¹⁰¹ أوجين برينغهام، مشيل إيرهاردت (2009)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ، السعودية، ص 319.

1.2.4 نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية:

وهنا التقييم يكون على سندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس سنوي¹⁰².

$$p = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1+k_s)^n} + \frac{M}{(1+k_s)^n} \dots\dots (18-3)$$

حيث:

p : القيمة الحالية لسند.

K : معدل الخصم.

I : الفائدة المدفوعة سنويا.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n

n : فترة الاحتفاظ بالسند.

2.2.4. نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية:

وهنا التقييم يكون على السندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس نصف سنوي وعليه تتم القيام بما يلي:

- نحول سعر الفائدة السنوي إلى سعر فائدة نصف سنوي بالقسمة على 2.

- نصب عدد السنوات حتى فترة الاستحقاق في 2.

- نعدل مبلغ الفوائد السنوي بقسمته على 2.

ومنه:¹⁰³

$$p = \sum_{t=0}^n \frac{I}{(1+k_s)^n} + \frac{M}{(1+k_s)^n} \dots\dots (19-3)$$

حيث:

p : القيمة الحالية لسند.

K : معدل الخصم.

I : الفائدة المدفوعة لكل نصف سنة.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n

n : فترة الاحتفاظ بالسند مقدرة بمدة نصف سنوية.

5. مخاطر الاستثمار في الأسهم والسندات:

¹⁰² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان(2019)، مرجع سبق ذكره، ص 204.

¹⁰³ نفس المرجع السابق، ص 206.

1.5. مخاطر السندات:

يتعرض مصدري السندات (المقترضين)، وكذلك المستثمرين المشترين لهذه السندات (المقرضين) لمجموعة من

المخاطر تتمثل فيما يلي:

■ بالنسبة للمستثمر:

- عدم قدرة مصدري السندات على السداد؛
- عدم القدرة على استرداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق؛
- تغيير أو انحراف أسعار السندات بسبب التغيرات التي تحدث في أوضاع السوق وأسعار الفائدة؛
- عدم قابلية السندات للبيع في السوق، ومن ثم انخفاض القدرة على توفير السيولة اللازمة نتيجة تقلب أحوال السوق، وانسحاب صناع السوق؛
- التقلبات في أسعار الصرف في حالة الاستثمار في السندات بالعملة الأجنبية؛
- المخاطر المرتبطة بالعائد، حيث توجد علاقة ارتباطية بين العائد والمخاطرة فكلما ارتفع العائد زادت المخاطر والعكس صحيح.

■ بالنسبة لمصدر السند:

- تتمثل أهم هذه المخاطر في أسعار الفائدة، حيث تكون معظم السندات ذات أسعار ثابتة، ولذلك فإن مصدر السند لا يحصل على أي ميزة عند اتجاه أسعار الفائدة إلى الانخفاض. وإزاء مجموعة المخاطر السابقة، قد يطلب من المشروع تقديم بعض الضمانات عند إصداره للسندات، وتتمثل أهم هذه الضمانات فيما يلي:
- تقديم تقديرات دقيقة وسليمة الإيرادات والمصروفات التي تؤكد مستقبلاً؛
 - تقديم تقديرات للمقبوضات والمدفوعات تؤكد وجود فوائض نقدية في موعد استحقاق الدين أو أقساطه، أو الموعد المحدد لاستهلاك جزء من الأسهم الممتازة؛
 - تقديم ضمانات عينية في شكل عقارات أو أراضي؛
 - تقديم ضمانات تفيد زيادة القيمة السوقية لممتلكات الشركة عن ديونها في حالة تصفية المشروع¹⁰⁴.

¹⁰⁴ عصام عبد الغنى علي، أحمد عبد المنعم شفيق، (2010)، إدارة الأسواق الدولية الاستراتيجية والدوافع وثقافات إتمام الصفقات وإدارة المخاطر واتخاذ القرارات، مركز التعليم المفتوح. بجامعة بنها، مصر، ص 224.

2.5. مخاطر الأسهم:

بلا شك أن الاستثمار في الأسهم له مخاطر كبيرة، منها ما تحتمه طبيعة الاستثمار التجاري بجميع أشكاله، نتيجة وجود عنصر المخاطرة التي ما أقدم الشخص على الاستثمار في تجارة معينة، ومنها ما هو خاص بالأسهم ذاتها، والمعروف أن تداول الأسهم بشكل عام يعتبر أكثر خطراً من بعض سبل الاستثمار الأخرى كونه يمر بمراحل صعود وهبوط من الصعب التنبؤ بها. كما أن الاستثمار في الأسهم يتطلب من المستثمر الثقة في قدرة غيره على التصرف برأس ماله، هذه الثقة قد لا تكون دائماً في محلها، فليست كل إدارات الشركات ناجحة أو حتى نزيهة، بل أنه نظراً لطبيعة الشركات المساهمة والتي تخلي مسؤولية إدارتها من عواقب سوء الإدارة، فقد لا يكون لدى إدارة الشركة الدفع القوي لحسن التصرف بما لديها من أموال وقد لا يكون تحكم جيد في المصروفات الإدارية للشركة، أو قيام إدارة الشركة بتقديم تقارير خاطئة للإعطاء انطباع جيد عن الشركة، وبالتالي لابد من أخذ جودة مجلس الإدارة والمدبرين التنفيذيين وحسن سمعتهم بالاعتبار عند الإقدام على الاستثمار في أي شركة¹⁰⁵.

ومن بين أنواع المخاطر التي يتعرض لها ملاك الأسهم الممتازة نذكر:

- عدم الحصول على الأرباح المنصوص عليها في الإصدار، ومن ثم عدم تحقيق العائد؛
- مزاحمة الممولين الدائنين للشركة، والذين قدموا أموالهم في تاريخ لاحق لإصدار الأسهم الممتازة إذا تعرضت الشركة المصدرة للتصفية؛

في حين تتمثل أهم المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية في:

- عدم الحصول على عائد، وعدم استرداد الأموال المستثمرة عند التصفية، فالمساهم العادي آخر المطالبين بالأرباح؛
- انخفاض قيمة الأسهم نتيجة أي تصرف متعمد من جانب إدارة الشركة، كأن يتم إصدار أسهم جديدة، وتقوم ببيعها لمن يرغب بالقيمة الاسمية بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية عن تلك القيمة الاسمية.¹⁰⁶

¹⁰⁵ فهد الحويتماني، (2004)، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، ص32.

¹⁰⁶ عصام عبد الغنى علي، أحمد عبد المنعم شفيق، (2010)، مرجع سبق ذكره، ص226.

الفصل الرابع: الأدوات المالية الحديثة

تعد المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المتطورة بسبب إنتشار مظاهر العولمة ومنها التطور التكنولوجي في الاتصالات والتوسع في عالم الاستثمار والتمويل، إضافة إلى ازدياد ظاهرة تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة وارتفاع حجم الأموال الفائضة، كل ذلك أدى إلى إبتكار أدوات استثمارية غير تقليدية لجني الأرباح ونقل وتوزيع المخاطر والمساعدة على توفير السيولة في السوق المالي، هذا يعني أن المشتقات المالية تستخدم لأغراض المضاربة أو الاستثمار، أو التحوط. وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على هذا النوع من الأدوات المالية الحديثة.

1. مفهوم المشتقات المالية:

المشتق أو الورقة المالية المشتقة أداة مالية تشتق قيمتها من قيمة ورقة مالية أساسية، بمعنى أن قيمة المشتقات المالية تعتمد على قيم متغيرات أخرى أصلية.

تعرف المشتقات المالية: على أنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية، أوراق مالية...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية¹⁰⁷ كما تعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية، تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات، والأسهم، والنقد الأجنبي، والذهب وغيره من السلع.¹⁰⁸

والواقع أن هذين التعريفين لا يكشفان حقيقة هذه المشتقات، وذلك يرجع إلى تعدد أنواعها، واختلاف هذه الأنواع فيما بينها، لكنها تشترك في النقاط الأساسية التالية:

- الكمية المباعة أو المشتراة من الأوراق المالية تكون محددة؛
- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي، ويسمى بتاريخ التنفيذ؛
- تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الصرف الحالي أو سعر الفائدة الحالي، بمعنى أن سعر يكون متفق عليه حالياً؛
- لا يوجد للمشتقات المالية سوق إصدار أي ليس لها قيمة إصدار.

¹⁰⁷ دريد كامل آل شبيب (2009)، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري، الاردن. ص 400.

¹⁰⁸ مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان (2005)، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ص 917.

تستخدم المشتقات المالية لغرضين أساسيين هما: التحوط ضد المخاطر نتيجة التغير في أسعار الأصول، أو لغرض المضاربة والذي سيتم التفاصيل فيها في عنصر لاحق. ويصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين:¹⁰⁹

- الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض التحوط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل البنوك، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد؛

- الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال إستعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والبنوك الفاعلة في الأسواق العالمية؛

2. أنواع المشتقات المالية:

سيتم التركيز على أربع أنواع للمشتقات المالية وهي: العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات، عقود الخيارات.

2.1. العقود الآجلة: Forward Contracts

تعرف العقود الآجلة على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين¹¹⁰ حيث يكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من الشركات، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

في العقد الآجل يلتزم فيه البائع بتسليم الأصل المالي للمشتري في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه في وقت التعاقد ويطلق عليه سعر التنفيذ، حيث أنه في العقود الآجلة يتم دفع قيمة العقد وقت الاتفاق.

2.2. العقود المستقبلية: Futures Contracts

على غرار العقد الآجل، فإن العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، لكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات نمطية (معيارية) معينة للعقد.

¹⁰⁹ نفس المرجع السابق، ص 919.

¹¹⁰ طارق عبد العالي حصاد (2001)، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، ص 30.

ويخص ذلك حجم العقد بمعنى الكمية والنوعية المرغوب في شرائها أو بيعها من الأوراق المالية، تاريخ التنفيذ، وهو الوقت المستقبلي المحدد لدفع الثمن واستلام الأصل، سعر تنفيذ العقد الذي يحدد وقت إبرام العقد. ويمكن تلخيص الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-6): الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- التداول خارج البورصة.	- التداول من خلال البورصة.
- عقود شخصية، يتم التفاوض بين طرفي العقد على شروطه.	- لها صفة النمطية (جميع الشروط عدا السعر والكمية ليست محلاً للتفاوض).
- ليس لها سوق ثانوي.	- لها سوق ثانوي.
- ليست مجالاً للمضاربة، لأنها يلتزم فيها الطرفان بالتسليم والتسلم.	- مجال للمضارين غرضهم اغتنام فرصة وجود تغيرات سعرية، بهدف تحقيق الأرباح.

المصدر: من إعداد الباحثة

2.3. عقود المبادلات Swaps:

تعرف عقود المبادلات على أنها "إلزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد"¹¹¹.

وتحدد عقود المبادلات طبيعة الأصل وقيمة المدفوعات والسعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها وفترة العقد. من أكثر أنواع عقود المبادلات شيوعاً هي عقود مبادلة أسعار الفائدة، وعقود مبادلة العملات.

في عقود مبادلات أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثانية وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة)، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثانية مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة) بمعنى آخر، فإن هذا النوع من المبادلات قائم على تغير سعر الفائدة ثابت بسعر فائدة متغير ¹¹²LiBor

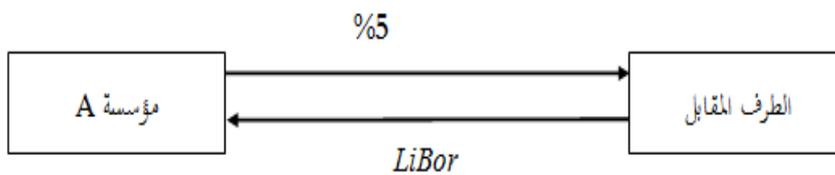
¹¹¹ دريد كامل آل شبيب (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 420.

¹¹² LiBor: هو سعر الفائدة التي تبين البنوك في السوق الدولية، يستخدم في عملية الإقراض بين البنوك.

أما في عقود مبادلات العملات، يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر الداخل في المعاملة، وذلك بغرض تبادل كمية متساوية من عملة أخرى. وكل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة، وهذه الفوائد المدفوعة، يمكن أن تكون إما بأسعار ثنائية أو بأسعار عائمة (متغيرة)¹¹³.

وتجدر الإشارة، أنه إذا كانت العقود المستقبلية يتم على أساسها دفع قيمة العقد في تاريخ مستقبلي، فإن عقود المبادلات ينتج عنها دفع وإستلام تدفقات نقدية على عدة فترات¹¹⁴.

الشكل رقم (4-7): عقد مبادلات أسعار الفائدة



يتضح من خلال هذا الشكل أن المؤسسة A تدفع بسعر فائدة ثنائية قدرة 5%، وتسلم بسعر فائدة متغير *LiBor*، تعتبر البنوك من أكثر المؤسسات استفادة من إبرام هذه العقود خاصة إذا كان سعر الفائدة على الودائع متغيراً، وسعر الفائدة على القروض ثابت، مما يعرضها لمخاطر معتبرة في حالة ارتفاع أسعار الفائدة، أين ينجر عنها ارتفاع تكلفة الودائع، في ظل ثبات أن أسعار الفائدة على القروض، مما ينتج عنه انخفاض في الناتج الصافي البنكي، وبالتالي تعمل البنوك على تغطية هذه المخاطر بإبرام عقد مبادلات لأسعار الفائدة، حيث يسمح لها باستبدال سعر الفائدة الثابت على القروض بسعر فائدة متغير.

2.4. عقود الخيارات:

هو عقد بين مشتري وبيع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً، ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك لشراء أو بيع الأصول محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي إلتزام من جانبه تجاه الطرف الآخر.¹¹⁵

¹¹³ طارق عبد العالي حصاد (2001)، مرجع سبق ذكره، ص 239.

¹¹⁴ John Hull, Christophe Godlewski, Maxime Merli (2012), *Gestion des risques et institutions financières*, 3^{ème} édition, PEARSON, France, p98.

¹¹⁵ سمير عبد الحميد رضوان حسن (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، ص 135.

يجمع عقد الخيار طرفين لها توقعات متعاكسة، يسمح للمشتري بشراء أوراق مالية بالسعر الحالي الذي يسمى سعر التنفيذ مهما كانت أسعارها المستقبلية على أن يتم ذلك في تاريخ لاحق أو خلال فترة زمنية محددة في المقابل يدفع للبائع تعويض يسمى بالمكافأة في حالة عدم تنفيذه لهذا العقد يسمى هذا النوع بخيار الشراء.

أما في خيار البيع فإنه يسمح للبائع ببيع كمية من الأوراق المالية بسعرها الحالي (سعر التنفيذ)، على أن تتم عملية البيع في تاريخ مستقبلي، مهما كانت أسعارها المستقبلية، مقابل دفعة للمشتري مكافأة.

يمكن أن يتم تنفيذ عقد الخيار خلال فترة زمنية معينة محددة عند إبرام العقد بين الطرفين. وهو ما يعرف بالخيار الأمريكي، كما يمكن تنفيذه عند تاريخ مستقبلي محدد سلفاً، بمعنى أنه لا يحق لحامل العقد تنفيذ هذا الأخيرة بين الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد وتاريخ نهاية العقد.. وهو ما يعرف بالخيار الأوروبي.

وبغرض التبسيط سوف نركز على خيار الشراء وخيار البيع من خلال أمثلة توضيحية.

مثال 1:

مستثمر يريد أن يكون عقد خيار شراء 20 سهم، ويتم حيازتها لاحقاً بسعرها الحالي $P_0 = 100$ ، وبتعويض يساوي 7 ون عن كل سهم سواء نفذ العقد أو قام بإلغائه.

المطلوب:

أحسب نتائج هذا العقد على الطرفين في الحالتين التاليتين:

- ارتفاع الأسعار إلى 140 ون.

- انخفاض الأسعار إلى 80 ون.

الحل:

- صاحب الخيار (المشتري): هو مستثمر يتوقع ارتفاع الاسعار لاحقاً يعقد صفقة شراء بالسعر الحالي، بشرط أن تنفذ الصفقة متوقف على مدى تحقق توقعاته، وهذا ما يعني أنه يملك قرار تنفيذ العقد أو إلغائه على حسب تحقق توقعاته.

- محرر الخيار (البائع): وهو الطرف الذي يتوقع انخفاض الأسعار لاحقاً ويراهن على عدم تنفيذ الصفقة الاستفادة من المكافأة التي تحصل عليها سواء تم التنفيذ الصفقة أو إلغائها.

1- في حالة ارتفاع الأسعار إلى 140 ون:

- صاحب الخيار (المشتري) توقعاته تحققت، هذا يعني أنه سينفذ العقد.

النتيجة:

$$[\text{سعر السوق} - \text{سعر التنفيذ} - \text{المكافأة}] \times \text{عدد الأسهم}$$

ومنه:

$$660 = 20 \times [7 - 100 - 140]$$

ومنه نتيجة صاحب الخيار هي 660ون

- محرر الخيار(البائع): مجبر على التنفيذ.

$$[\text{سعر التنفيذ} - \text{سعر السوق} + \text{المكافأة}] \times \text{عدد الأسهم}$$

النتيجة:

ومنه:

$$660 - = 20 \times [7 + 140 - 100]$$

2- في حالة انخفاض الاسعار إلى 80ون:

صاحب الخيار(المشتري): لا ينفذ العقد لأن توقعاته بارتفاع الأسعار لم تتحقق، ويمكنه شراء هذه الأوراق المالية

بسعرها السوقي وهو 80ون، لكنه مجبر على دفع المكافأة لمحرر الخيار(البائع)

$$\text{النتيجة: ون} -140 = -7 \times 20$$

- محرر الخيار: مجبر على عدم التنفيذ، وبالتالي يتحصل على المكافأة

$$\text{النتيجة: ون} 140 = +7 \times 20$$

الجدول الموالي يوضح لنا خيار الشراء في حالة ارتفاع وانخفاض الاسعار المستقبلية (P_n)

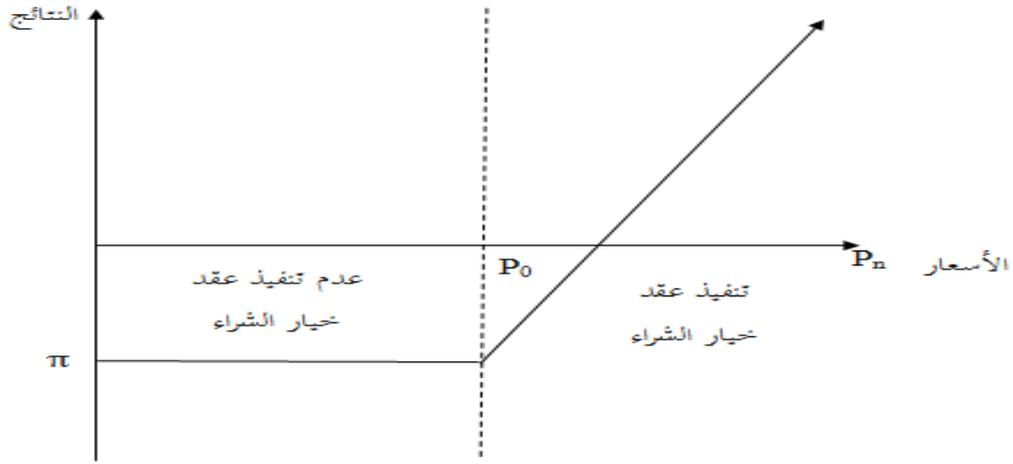
الجدول رقم(4-7): أثر خيار الشراء على طرفي العقد في حالة تغير الأسعار المستقبلية

$P_n > P_0$	$P_n < P_0$
<ul style="list-style-type: none">- توقعاته تحققت.- ينفذ الصفقة.- نتائجه متزايدة رغم دفعه للمكافأة.	<ul style="list-style-type: none">- توقعاته لم تتحقق.- عدم تنفيذ الصفقة.- مجبر على دفع المكافأة.- إمكانية شراء الأصل المالي بسعر السوق.	صاحب الخيار
<ul style="list-style-type: none">- لم تتحقق توقعاته.- مجبر على التنفيذ.- خسائره متزايدة رغم حصوله على المكافأة.	<ul style="list-style-type: none">- توقعاته تحققت.- مجبر على عدم تنفيذ الصفقة.- يحصل على المكافأة.- غير مضطر للبيع.	محرر الخيار

المصدر: من إعداد الباحثة

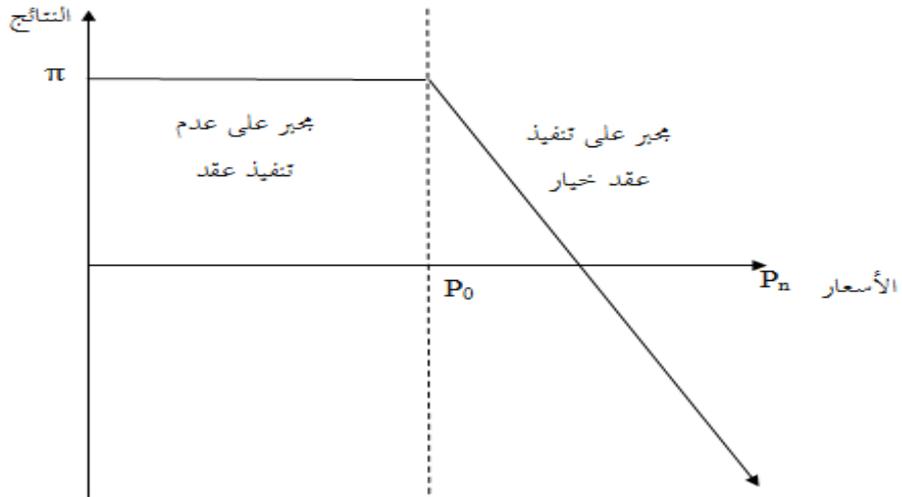
بناءً على هذا الجدول يمكن رسم التمثيل البياني لكلا الطرفين وذلك على النحو التالي:

الشكل رقم (4-8): التمثيل البياني لصاحب خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحثة

الشكل رقم (4-9): التمثيل البياني لمحرر خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحثة

مثال 2:

مستثمر يريد أن يكون عقد خيار بيع يشمل 20 سهم، حيث يتفق مع المشتري على بيعها بسعرها الحالي $P_0 = 100$ لاحقًا على أن يكون مقدار المكافأة 7 ون عن كل سهم.

المطلوب:

أحسب نتائج العقد على الطرفين في الحالتين التاليتين:

- ارتفاع الأسعار إلى 140 ون.

- انخفاض الأسعار إلى 80 ون.

- صاحب الخيار (البائع): هو مستثمر يتوقع انخفاض الأسعار مستقبلاً، فيعقد صفقة بيع بالسعر الحالي، بشرط أن تنفيذ الصفقة متوقف على تحقق توقعاته، وهو من يملك قرار التنفيذ من عدمه وفي كلتا الحالتين مجبر على دفع مكافأة لمشتري.

- محرر الخيار (المشتري): مستثمر يراهن على عدم تنفيذ الصفقة لأن توقعاته مبنية على ارتفاع الأسعار مستقبلاً، وذلك من أجل حصوله على المكافأة.

1- في حالة ارتفاع الأسعار إلى 140 ون

صاحب الخيار: توقعاته لم تتحقق وبالتالي لن ينفذ الصفقة، ومجبر على دفع المكافأة لمحرر الخيار

$$\text{النتيجة: ون } -140 = -7 \times 20$$

محرر الخيار: مجبر على عدم تنفيذ الخيار ويتحصل على المكافأة

$$\text{النتيجة: ون } +140 = +7 \times 20$$

2- في حالة انخفاض الأسعار إلى 80 ون:

- صاحب الخيار: توقعاته تحققت وبالتالي ينفذ العقد.

$$\text{النتيجة: } \left[\text{سعر التنفيذ} - \text{سعر السوق} - \text{المكافأة} \right] \times \text{عدد الاسهم}$$

$$\text{ومنه: } 260 = 20 \times [7 - 80 - 100]$$

- محرر الخيار: مجبر على تنفيذ العقد

$$\text{النتيجة: } \left[\text{سعر السوق} - \text{سعر التنفيذ} + \text{المكافأة} \right] \times \text{عدد الاسهم}$$

$$\text{ومنه: } -260 = 20 \times [7 + 100 - 80]$$

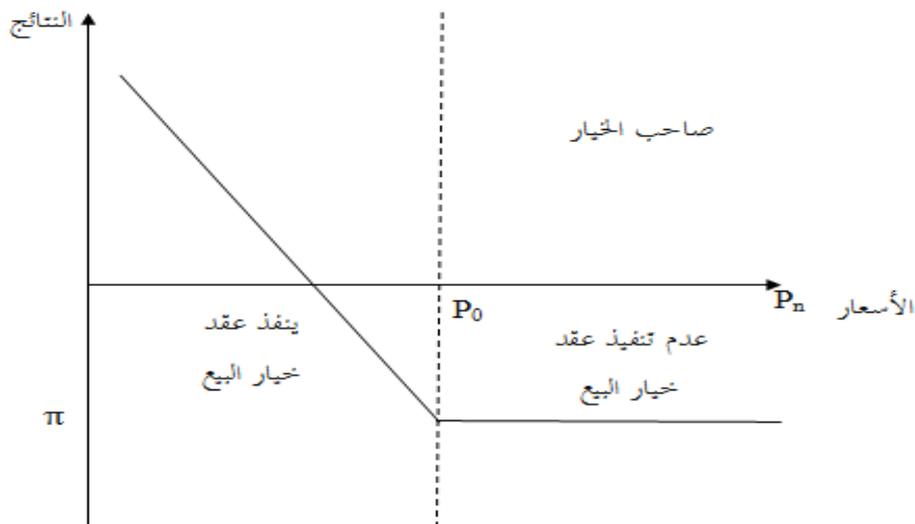
الجدول الموالي: يتلخص لنا أثر خيار البيع على كلا الطرفين في حالة ارتفاع وانخفاض الاسعار المستقبلية
الجدول رقم (4-8): أثر خيار البيع على طرفي العقد حسب تغيرات الاسعار المستقبلية.

$P_n > P_0$	$P_n < P_0$	
<ul style="list-style-type: none"> - لم تتحقق توقعاته. - لا ينفذ العقد. - خسائر ثانية بمقدار المكافأة. - يمكنه بيع الأصول المالية بسعر السوق. 	<ul style="list-style-type: none"> - تحققت توقعاته. - ينفذ العقد. - نتائجه متزايدة رغم دفعه للمكافأة. 	صاحب الخيار (البائع)
<ul style="list-style-type: none"> - توقعاته تحققت. - يجبر على عدم التنفيذ. - يتحصل على مكافأة. - غير مضطر للشراء. 	<ul style="list-style-type: none"> - عدم تحقق توقعاته. - يجبر على تنفيذ العقد. - خسائر متزايدة رغم حصوله على مكافأة. 	محرر الخيار (المشتري)

المصدر: من إعداد الباحثة

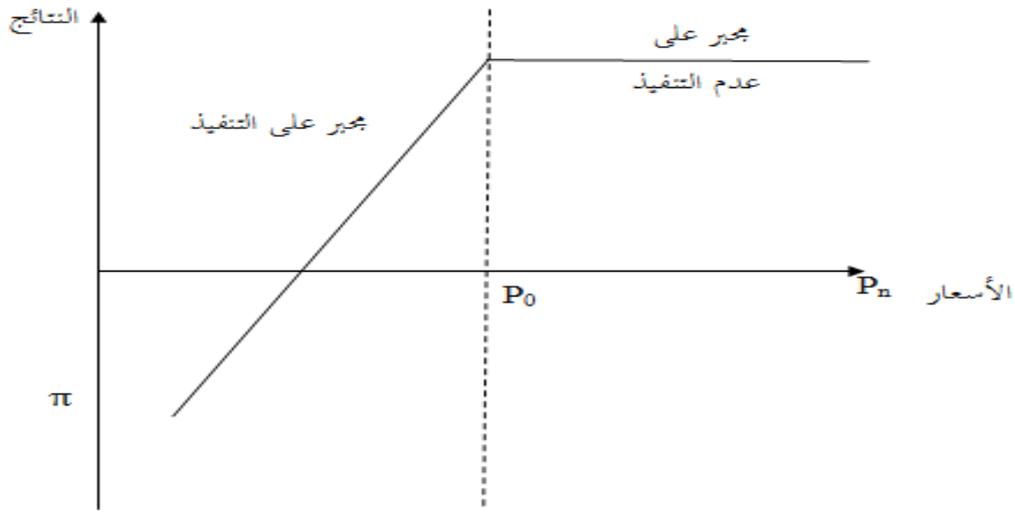
انطلاقاً من هذا الجدول يمكن رسم التمثيل البياني لكلا الطرفين

الشكل رقم (4-10): التمثيل البياني لصاحب خيار البيع



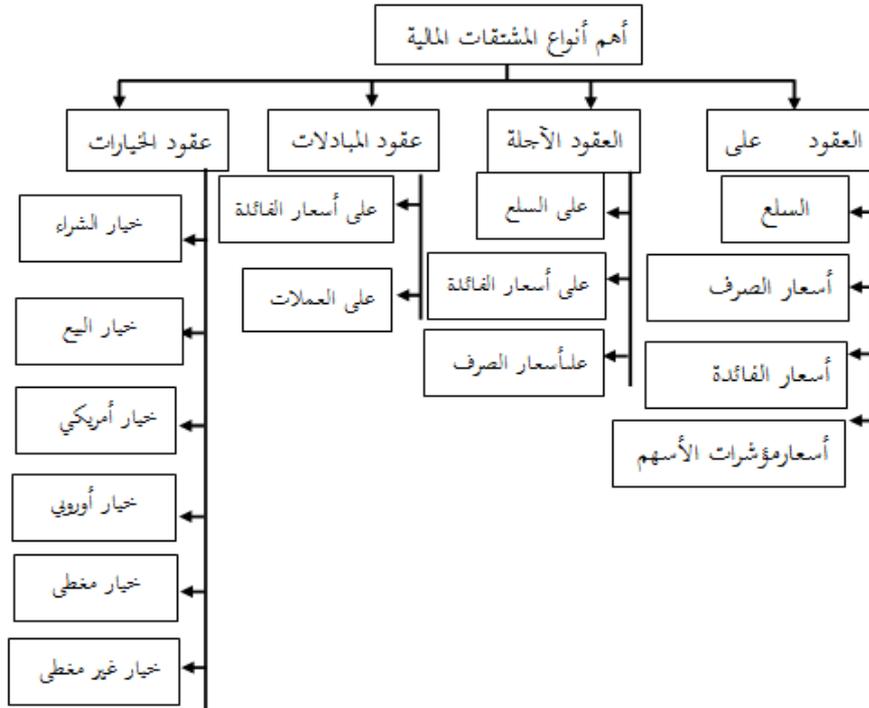
المصدر: من إعداد الباحثة

الشكل رقم(4-11): التمثيل البياني لمحور خيار البيع.



المصدر: من إعداد الباحثة

الشكل رقم(4-12): أهم أنواع المشتقات المالية.



المصدر: من إعداد الباحثة

3. الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات:

يمكن إيجاز الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات في ما يلي¹¹⁶

- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، حيث تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تعبر السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد؛
- أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر حيث تزويد المشتقات المالية المتعاملين عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم؛
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية، حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر التعاقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد؛
- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يعمل المضارب على تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، فيدخل طرفاً في العقد، ممثلاً الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الطرف المقابل، أي الطرف الذي يمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو يرغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه، مما يسمح بإزالة عدم التأكد لدى الطرف الآخر بما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى؛
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، حيث يتميز التعامل في الأسواق الحاضرة أن تنافس فيه، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه؛
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، نظراً لمرونة عقود المشتقات إضافة إلى سيولتها المتميزة.

4. أغراض المتعاملين بالمشتقات المالية:

هناك ثلاثة أغراض للمتعاملين بالمشتقات المالية وهي المضاربة، التغطية، الموازنة.

1.4. استخدام المشتقات المالية في المضاربة:

في الوقت الذي يريد المتحوظون تفادي التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل مالي ما، يريد المضاربون اتخاذ مركز في السوق المالي ولهذا إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو أنه سينخفض.

¹¹⁶ بزاز حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، متوفر على الموقع:

ويمكن إستخدام المشتقات المالية في المضاربة عن طريق محاولة إستغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة، والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات، بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات¹¹⁷.

وعليه فإن المضاربة في عقود المشتقات المالية تتنوع إلى نوعين:

- المضاربة على الصعود:

وتعني شراء الأوراق المالية شراءً آجلاً بسعر معين، على أمل أن يرتفع سعرها في يوم التصفية، بحيث يقوم المضارب عند ذلك ببيع تلك الأوراق بسعر يوم التصفية، ليربح الفرق بين السعرين.

- المضاربة على الهبوط:

وتعني بيع الأوراق المالية بيعاً آجلاً بسعر معين، على أمل أن ينخفض سعرها في يوم التصفية، بحيث يقوم المضارب عند ذلك بشراء الأوراق المالية بسعر التصفية، وتسليمها إلى الطرف الثاني بالسعر المتفق عليه، ليربح الفرق بين السعرين.

ولذلك فإن أغلب المعاملات الآجلة تجري على المكشوف، أي أن البائع لا يملك الأوراق (محل الصفقة) وقت إبرام العقد، وإنما يأمل أن تنخفض الأسعار وقت التصفية، ليقوم بشراؤها وتسليمها للمشتري.

يوجد نوعان من المضاربين في عقود المشتقات المالية:

- المضاربون المحترفون:

وهم من يتخذون من المضاربة حرفة لهم، ويبنون توقعاتهم حول مستقبل الأسعار على خبرة واسعة، ودراية تامة بأحوال السوق، ودراسة عميقة لعوامل ارتفاع الأسعار وانخفاضها؛

- المضاربين الدخلاء:

وهم أشخاص غير متفرغين، يدخلون إلى السوق عندما يلوح لهم أن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح غير عادية، خاصة في أوقات ارتفاع الأسعار، دون أن يكون ذلك مبنياً على خبرة أو دراسة¹¹⁸.

2.4. استخدام المشتقات المالية في التحوط:

تهدف عملية إستخدام المشتقات المالية في التحوط إلى حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة.

¹¹⁷سرامه مريم(2012)، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، دراسة تحليلية: مذكرة ماجستر، جامعة منتوري، قسنطينة ص69.

¹¹⁸مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان(2005)، مرجع سبق ذكره، ص797.

ويمكن استخدام العقود المستقبلية لغرض التحوط، وهذا يأخذ عدة صور:

- التغطية بمركز طويل:

وهو أن يكون هناك مستثمر يحتاج مستقبلاً إلى أصل من الأصول المالية، فيتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، ويطلق على هذا النوع مصطلح التغطية بمركز طويل؛

- التغطية بمركز قصير:

وهو أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر الأصل المالي الذي يمتلكه، أو يتوقع أن يمتلكه، فبعد انخفاض سعر هذا الأصل المالي تتحقق الحماية للمستثمر، وعند ارتفاعه يتضرر المستثمر؛

- التغطية القابلة للتجديد:

تبدو هذه الصورة ضرورية عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية، عندها تتطلب التغطية إبرام عقود مستقبلية بتواريخ استحقاق قصيرة يتم تسويقها قبل تاريخ التسليم، تم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتاريخ لاحق حتى يتم بلوغ نهاية الفترة المحددة لامتلاك الأصل.

- التغطية أصل مختلف:

وتسمى هذه الصورة بالتغطية غير المباشرة وهي تغطية من خلال عقد مستقبلي على أصل يختلف عن الأصل المراد شراؤه أو بيعه؛

1.4. استخدام المشتقات المالية في الترويج:

الترويج هو محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في البورصات المختلفة، وذلك بالشراء في البورصة ذات السعر المنخفض، والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع، وهو ما ينتج عنه ارتفاع السعر في البورصة ذات السعر المنخفض لإزاد طلبات الشراء فيها، في حين تنخفض الأسعار في البورصة ذات السعر المرتفع، وذلك ارتفاع عروض البيع، وتكرار العملية يتم التوازن، وتتقارب الأسعار في البورصات المختلفة التي تتداول فيها نفس الأسهم. وللعقود المبادلة أهمية خاصة بالنسبة لراغب الترويج، إذ تمكنه من تحويل عملة إلى أخرى بشكل مؤقت، حين يشتريها شراء فورياً ثم يبيعها بيعاً آجلاً، وبذلك يتمكن من الحصول على العملة اللازمة له للقيام بعملية الترويج¹¹⁹.

¹¹⁹أمال كامل عبد الله (2004)، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، مصر، ص 270.

5. مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

رغم أن المشتقات المالية استخدمت لغرض التحوط من المخاطر، إلا أن هذا الاستخدام ينطوي على العديد من المخاطر والتي يمكن تلخيصها في ما يلي:¹²⁰

- المخاطر الائتمانية:

وهي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن عدم إلتزام أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية. وقد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر قلق وازعاج للمتاجرين في المبادلات والمشتقات في السوق غير الرسمية؛

- مخاطر السيولة:

تتحقق مخاطر السيولة عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الاقتراض أو التسييل لبعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة إلتزاماته اتجاه الغير، وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمان الأوراق التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المتعاقد عليها في موعدها، في هذه الحالة قد يضطر إلى اقتراض الأوراق محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد؛

- مخاطر الإحلال:

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف على الوفاء بالتزامه خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها؛

- مخاطر التشغيلية:

من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أخطاء أو الغش؛

- مخاطر قانونية:

وترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانوناً، ومعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الإلتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية،

¹²⁰ سمير عبد الحميد رضوان حسن (2005)، مرجع سبق ذكره، ص 332-334.

- مخاطر سوقية:

ذلك أن كل تغير في حركة الأسعار في السوق النقدية (أو الحاضرة) يقتزن بتغير مماثل في أسواق العقود المستقبلية، باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية السوق، وهذا ما يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات؛

- مخاطر تحرك السعر في الاتجاه العكسي للتحوط:

إن احتمال تحرك سعر الأصل، أو أسعار الصرف، أو العكسي للتحوط أمر وارد، وهو ما يدل على أن التحوط قد يكون ينتج عنه خسائر.

الفصل الخامس: عائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

لكي يحقق المدير المالي أهداف المؤسسة بتعظيم سعر السهم، فلا بد أن تكون لديه القدرة على تقييم العوامل الأساسية التي تؤثر وتحدد سعر السهم وهي: العائد والمخاطرة. وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى العائد على الاستثمار وأنواعه وطرق قياسه بالنسبة للورقة المالية وكذا المخاطرة وأنواعها وطريقة قياسها.

1. ماهية العائد على الاستثمار:

1.1 تعريف العائد:

العائد هو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، فالعائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، وقد يكون العائد على شكل عوائد فعلية أو عوائد مؤقتة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر في تحقيقها مستقبلاً، حيث ينجم عن كل استثمار عائد قد يكون إيجابياً أو سلبياً، إذ أن الزمن يعد المتغير الذي يخلق التوازن بين الرغبة في التحقيق العائد المتوقع والقدرة على تحمل المخاطر، وترتبط نسبة نجاح الاستثمارات بدرجة المخاطر التي تتعرض لها، وعليه فهناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر أي كلما زاد العائد زادت المخاطرة¹²¹.

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل، وكلها غير مؤكدة. وبالتالي إمكانية زيادة الثروة من أجل استهلاك أكبر في المستقبل ومنه فإن العائد هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة هذا الاستثمار¹²².

2.1 أنواع العائد وطرق قياسه:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية للعوائد:

1.2.1 العائد الفعلي:

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منها، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي.

¹²¹ دريد كامل آل شبيب(2012)، مرجع سبق ذكره، ص 96.

¹²² أمين السيد أحمد لطفى(2005)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ص10.

ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد عن الاستثمار معرفة التغيير في السعر. أي الفرق بين سعر الشراء والبيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر للحظتين زمنيتين وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة وحسب وفقا للعلاقة التالية:¹²³

$$R_{it} = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0} \dots (20 - 5)$$

حيث:

R_{it} : العائد الفعلي (المحقق)

P_0 : سعر الشراء

P_1 : سعر البيع

D : التوزيعات

إن الاستثمار الفردي لعدد من السنوات يعطي أحيانا معدلات عادة مرتفعة في بعض السنوات أو منخفضة خلال سنوات أخرى، لذلك سيكون التحليل مطلوباً ليس فقط بمستوى عائد كل سنة، وإنما يجب أن يتضمن صورة عن مؤشرات عائد الاستثمار للفترة بكاملها وذلك من خلال احتساب متوسط معدل العائد السنوي لفترة تتضمن عدد من السنوات، لذا فإن لمجموعة من معدلات العوائد السنوية لاستثمار فردي معين يتم قياسه بناء على العلاقة التالية:¹²⁴

$$\bar{R}_t = \frac{\sum R_n}{n} \dots (21 - 5)$$

حيث:

\bar{R}_t = المتوسط الحسابي للعائد.

$\sum R_n$ = مجموع العوائد السنوية للفترة.

n = عدد السنوات .

¹²³ Josette peyrard (1973) : *Risque, Rendement et évaluation des actifs financiers, Journal de la société statique de paris, tome 114, P 3.*

¹²⁴ مؤيد عبد الرحمن الدوري (2010)، إدارة الاستثمار والمخاطر الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ص 58.

2.2.1. معدل العائد المتوقع:

هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل، وبالمفهوم العام له هو المعدل أو الوسط الحسابي لمعدلات العائد المتحققة، ولهذا المعدل للعائد أهمية كبيرة في الاستثمارات المادية والمالية، أو يقارن مع معدل العائد المطلوب، وعندما يزيد معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب يكون لاستثمار إيجابي ومقبول.¹²⁵

ويتم قياس العائد المتوقع لاستثمار معين وفقا للمعادلة التالية:¹²⁶

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n P_i \times R_i \dots (22 - 5)$$

حيث أن:

$$E(R_i) = \text{معدل العائد المتوقع للاستثمار}$$

$$R_i = \text{القيمة الممكنة للاستثمار وفقا لاحتمالات حدوثها.}$$

$$P_i = \text{احتمال حدوث القيم الممكنة للعائد.}$$

$$n = \text{عدد القيم المتوقعة للعائد.}$$

3.2.1. معدل العائد المطلوب:

هو المعدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم، أو التعويض عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال، والمخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار. أن هذا المؤشر هو الهدف لعموم المستثمرين في الأسهم، إذ يترتب عليه تقدير القيمة الحقيقية لها، ويحسب أو يقدر معدل العائد المطلوب للاستثمار بالأسهم العادية من إضافة معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_F) المتمثل بمعدل الفائدة على حوالات الخزينة أو معدلات الفائدة على ودائع التوفير إلى علاوة مخاطرة السهم العادي ($ER_m - R_F$).^{B_i}

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + (معدل عائد محفظة السوق المالية - معدل العائد

الخالي من المخاطرة) × معامل بيتا.

حيث أن:

- معدل العائد الخالي من المخاطرة:

¹²⁵ محمد علي إبراهيم العامري (2013)، إدارة محافظ الاستثمار الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ص31.

¹²⁶ مؤيد عبد الرحمن الدوري (2010)، مرجع سبق ذكره، ص63.

هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعاً منها حوالات الخزينة، فتتعدم المخاطرة لهذه الاستثمارات إذ يتساوى معدل العائد المتحقق لهذه الاستثمارات مع معدل العائد، المتوقع منها، ولهذا فإن معدل عائدها يسمى بمعدل العائد الخالي من المخاطرة.

-معدل عائد محفظة السوق المالية:

هو المتوسط لمعدلات العائد المتحقق للأسهم في السوق المالية، موزوناً بقيمتها السوقية أو الدفترية، ولهذا المعدل أهمية كبيرة في الاستثمارات المالية، وعادة ما يكون منشور في الكثير من نشرات الأسواق المالية.

-معامل بيتا للسهم B_i :

يحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المحققة وعوائد محفظة السوق المالية، وبموجبه تجرى مفاضلة الاستثمار بالأسهم إذ يتوقف عليه تحديد معدل العائد المطلوب من الأسهم، وكذلك تحديد قيمتها في السوق المالي، إذ أن معامل بيتا المرتفع يؤول إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للاستثمار بالأسهم والانخفاض في قيمتها ويحصل العكس بالنسبة لمعاملات بيتا المنخفضة، ومعامل بيتا السوق المالية يساوي (واحد صحيح) دائماً¹²⁷

2. ماهية المخاطرة:

إن المستثمر الطبيعي غالباً لا يفضل ولا يجذب المخاطرة، والمستثمر بتطلع دائماً إلى الاستثمارات التي تعطيه عائداً أعلى بأقل درجة من المخاطر. ولكن هذا المستثمر لا يمانع في تحمل بعض المخاطر لكن بالمقابل يتوقع الحصول على أعلى عوائد من جراء تحمله هذه المخاطر.

2.1. تعريف المخاطرة:

تعني المخاطر في الاستثمار بشكل عام احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما احتمال توقع خسائر رأسمالية.¹²⁸ من الصعوبة تحديد معدل العائد المتوقع الحصول عليه بدقة. ولذلك فإن المستثمر يصنع إطاراً للتوزيع الاحتمالي للعائد، وهذا التوزيع يتضمن جانبين الأول هو مقدار العائد المحتمل الحصول عليه، والثاني هو مقدار المخاطرة التي يتعرض لها العائد المطلوب، وهذان المتغيران هما أساس اتخاذ القرار الاستثماري فالمخاطر هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، وبذلك نستطيع القول بأن المخاطرة هي مقدار التغير الحاصل في العوائد

¹²⁷ محمد علي إبراهيم العامري (2010)، مرجع سبق ذكره، ص33، ص34.

¹²⁸ وليد صافي، أنس البكري (2009)، مرجع سبق ذكره، ص173.

المتوقعة في المستقبل بسبب ظروف المشروع أو الظروف الخارجية عن سيطرته، وتعرف المخاطرة بأنها "التغيير في العائد الفعلي مقارنة بالعائد المتوقع. فكلما كان التغيير أكبر كان خطر الاستثمار أعلى والعكس صحيح.¹²⁹

على أساس المخاطرة، يصنف المستثمرون إلى ثلاثة أنواع كما يلي:¹³⁰

- المحبون للمخاطرة: وهم المستثمرون الذين يقبلون مخاطرة: وهم المستثمرون الذين يقبلون مخاطر عالية على أمل الحصول على عائد عالي؛

- الكارهون للمخاطرة: وهم الذين يرضون بعائد بسيط نظير تحمل مخاطر بسيطة، وقد أثبتت الكثير من الدراسات التحليلية أن معظم المستثمرون كارهون للمخاطرة.

- المحايدون: وهم مجموعة من المستثمرين الذين تتساوى لديهم المخاطرة وعدم المخاطرة.

2.2. أنواع المخاطر:

يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير المنتظمة.

1.2.2. المخاطر المنتظمة:

يعرف المهتمون بالدراسات المالية أن المخاطر المنتظمة أو ما يسمى بالمخاطر العامة أو السوقية تصيب كل الموجودات الحادثة في السوق. بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة معينة، أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها. مثل حالات الإضراب العام أو الحروب أو الانقلابات أو حالة كساد أو حالات تضخم أو تغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو غيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها. وذلك فإن هذا النوع من المخاطر إنما يسهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع.

تتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله؛

- تؤثر في جميع المؤسسات العاملة، لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية؛

- لا يمكن تجنبها بالتنوع، ولكن يمكن الحد من شدتها، من خلال العائد المتوقع؛

- يمكن قياسها بمعامل بيتا.

¹²⁹ دريد كامل آل شبيب (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 101

¹³⁰ مصطفى يوسف كافي (2014)، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية دار مؤسسة رسلان، سوريا، ص 214.

تنشأ المخاطر المنتظمة بفعل الأعمال التشغيلية لمنشأة الأعمال، والتي تتأثر بفعل عوامل خارجة عن سيطرتها مثل التغيرات في الظروف الاقتصادية وتقلبات الأسعار، كما تؤثر عوامل المنافسة وتبدل أسعار الفائدة السوقية وتوقعات المستثمرين على أداء الاقتصاد وغيرها من العوامل التي تخرج عن سيطرة الإدارة، مما يجعل الأعمال تتعرض إلى مخاطر منتظمة تسمى مخاطر الأعمال حيث تساهم هذه المخاطر في تباين الفوائد.¹³¹

تنتج المخاطر المنتظمة من المصادر التالية:

1.1.2.2. مخاطر معدلات الفائدة:

وهي مخاطر ناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية، بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، حيث تؤثر في جميع الأوراق المالية، لإلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة. فيكون تأثيرها أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة عنه في الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.

2.1.2.2. مخاطر التضخم:

يتعرض الاقتصاد في معظم الدول لموجات تضخمية، يترتب عليها ارتفاع عام في المستوى العام للأسعار باستمرار، وينعكس أثره سلبي على القوة الشرائية لوحدة النقد، ففي حال ارتفاع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم، وتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية، وأكثر الأدوات في الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل. ولمعرفة تأثير معدل العائد على الاستثمار من أثر التضخم يقتصر الأمر الربط بين ثلاث متغيرات أساسية:

-العائد الإسمي على الاستثمار؛

-معدل التضخم؛

-معدل العائد الحقيقي على الاستثمار.

2.1.2.2. المخاطر السوقية:

تشمل تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض جملة الأسهم العادية لهذا النوع من

المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.¹³²

¹³¹ مصطفى يوسف كافي (2014)، مرجع سبق ذكره، ص 24.

¹³² وليد صافي، أنس البكري (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 178.

2.2.2. المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر التي يكون مصادرها خاصة منفردة تتعلق باستثمار معين أو قطاع محدد وتحدث في أوقات غير منتظمة، ولأسباب خارجة عن ظروف السوق ولا يتأثر بها السوق بشكل عام، وفي حالة حدوثها فإن أثارها تكون جسيمة، وتكون درجة المخاطرة عادة مستقلة عن الظواهر الاقتصادية بشكل عام. وهذه المخاطر يمكن تجنبها، فظهور اختراعات جديدة في صناعة معينة يعد مخاطر على تلك الصناعة وعدم كفاءة الإدارة في شركة ما تؤثر على الشركة المذكورة فقط ولا تؤثر على غيرها من الشركات. وهذا معناه أن المخاطر الغير المنتظمة التي تتعرض لها الشركات التي تنتج سلع استهلاكية أو غير معمرة قد تأتي من عنصر المنافسة الذي يؤثر كثيرا على مثل هذه الصناعات، أو مقدار المديونية ومخاطر الرفع المالي وصعوبات التمويل للشركة. وهذا النوع من المخاطر بالنسبة للمستثمر يمكن الحد منه من خلال تنويع محفظة الاستثمارية وتوزيع رأسمالها على عدد من الأوراق المالية ذات معامل ارتباط سالب. إن المخاطر غير المنتظمة هي تلك المخاطر المتبقية من المخاطر الكلية والتي تنفرد بها أداة الاستثمارية معينة أو شركة وتلعب الإدارة دورا فعالا في التأثير عليها.

تشمل هذه المخاطر:

1.2.2.2. المخاطر التمويلية أو درجة الرفع المالي:

ترتبط بنوعية التمويل وهيكل الأصول، وعلى العموم إن زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المستثمرة يعني أن الشركة تتحمل مخاطر دفع كلفة نقدية ثانية بصورة دورية بغض النظر عن تقلب العوائد.

2.2.2.2. مخاطر الائتمان:

والتي تتعلق بمدى التوسع بمنح الائتمان وتراكم الذمم المدنية الممنوحة إلى العملاء، وتكمن المخاطر في عدم قدرة الشركة على تسديد الذمم المدنية أو التأخر في تسديدها وتحولها إلى ديون معدومة.

3.2.2.2. مخاطر السيولة:

أي عدم إمكانية الإيفاء بالتزامات في مواعيدها لصعوبة تسهيل الأصول.

4.2.2.2. مخاطر التشغيل:

وهي تلك المخاطر عن الناجمة تغير مصاريف التشغيل بمقادير أكبر من المتوقع.

5.2.2.2. مخاطر رأس المال:

التي تعني عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات عندما تنخفض القيمة السوقية لأصول الاستثمارات أو الشركة إلى مستوى أقل من القيمة السوقية للالتزامات المترتبة عليها، وترتبط بهذه المخاطر جودة الأصول ومخاطر التشغيل والسيولة ومقدار الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة ومخاطر تسديد الالتزامات الخارجية.

6.2.2.2. مخاطر أسعار الصرف:

أي تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية عندما لا يمكن التنبؤ بأسعار التحويل أو نظرا لتغيرها باستمرار،

7.2.2.2. مخاطر البلد:

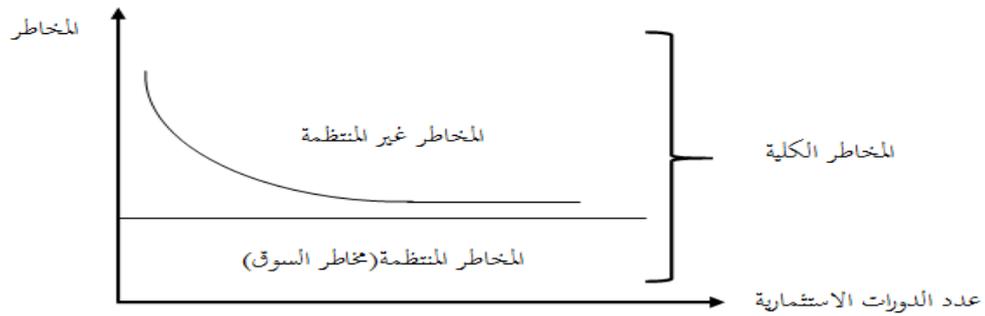
والتي تتمثل في الخسارة الأساسية للفائدة ورأس المال المقترض دوليا بسبب رفض سداد المدفوعات في تاريخ الاستحقاق¹³³.

8.2.2.2. المخاطر الإدارية:

تنتج نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج، التسويق أو الاستثمار ككل، وهذه الأخيرة تنعكس سلبا على القيمة السوقية لأوراق المالية التي تصدرها المنشأة¹³⁴.

إن مجموع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة يمثل إجمالي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات. الشكل الموالي يوضح لنا المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وتأثير توزيع الأدوات الاستثمارية على هذه المخاطر.

الشكل رقم (5-13): المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة



المصدر: دريد كامل آل شبيب(2009)، مرجع سبق ذكره، ص111.

¹³³ دريد كامل آل شبيب(2012)، مرجع سبق ذكره. ص110

¹³⁴ الطاوس حمداوي(2017)، مرجع سبق ذكره، ص239.

نلاحظ أن انخفاض المخاطر غير المنتظمة كلما ازداد عدد الأدوات الاستثمارية وهذا معناه إمكانية تخفيض هذه المخاطر عند التنوع في محفظة المستثمر. ولكن ازدياد عدد الأدوات الاستثمارية بالتنوع لم يؤثر على المخاطر المنتظمة.

3.2. قياس المخاطرة:

تعتبر المخاطر الكلية عن مجموع التباين في معدلات العائد، وتقاس المخاطرة بالتباين. ويعد كل من التباين $\sigma^2 Rj$ أو الانحراف المعياري σRj ، والمقياس الإحصائي الأخر لها هو معامل التباين. ويعد كل من التباين والانحراف المعياري مقياس مطلق للمخاطرة، بينما المقياس الأدق لقياس المخاطرة هو معامل التباين لأنه مقياس نسبي للمخاطرة، وتحسب المخاطرة من التباين في معدل العائد وصيغة حسابها بموجب معامل التباين، التباين، والانحراف المعياري وهي كالآتي:¹³⁵

-معدل الاختلاف:

$$CVRj = \sigma Rj / ERj \dots (23 - 5)$$

حيث أن:

$CVRj$: معامل الاختلاف.

σRj : الانحراف المعياري لمعدل العائد.

ERj : متوسط معدل العائد.

-التباين:

$$\sigma^2 Ri = \sum_{i=1}^n (Ri - \bar{R}_i)^2 / N \dots (21 - 5)$$

-الانحراف المعياري:¹³⁶

$$\sigma Ri = \sqrt{\sum_{i=1}^n (Ri - \bar{R}_i)^2 / N} \dots (22 - 5)$$

¹³⁵ محمد علي العامري (2015)، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ص 372.

¹³⁶ Chirila Viorica (2010), L'évaluation statistique de la performance d'un portefeuille d'actions, editura Sedcom libris, Romania, p50.

-التباين المشترك: 137

$$COV_{RiRj} = \sum(R_i - \bar{R}_i)(R_j - \bar{R}_j)/N \dots (23 - 5)$$

-معامل الارتباط: 138

$$R_{ij} = \frac{\sum \frac{(R_i - \bar{R}_i)(R_j - \bar{R}_j)}{N}}{\sigma_{Ri} \sigma_{Rj}} \dots (24 - 5)$$
$$R_{ij} = \frac{COV_{RiRj}}{\sigma_{Ri} \sigma_{Rj}}$$

التطبيقات:

التطبيق رقم 01:

تتوفر البيانات لتالية المتعلقة بأسعار بيع وأسعار شراء السهم (i) قيمة التوزيعات المحققة:

السنوات	سعر البيع	سعر الشراء	التوزيعات
1	16	15	0.5
2	13	12	1.4
3	11	10	0.4
4	9	10	0.3
5	12	12	1.2
6	20	18	1.5
7	18	20	0
8	14	15	0.1
9	10	12	0.8
10	11	10	1

المطلوب:

حساب معدل العائد المحقق للسهم؟

¹³⁷ Robert Coblaut, Roland Gillet, Georges Hubner (2015), La gestion de portefeuille, Instruments, Stratégie et performance, 2^e édition, de boeck, Belgique, p49 .

¹³⁸ Chirila Viorica(2010), opcit, p 54.

الحل:

$$R_i = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

تطبيقا لهذه العلاقة نتحصل على:

السنوات	$R_i\%$
1	10
2	20
3	14
4	3
5	10
6	19
7	10
8	-6
9	10
10	20

التطبيق الثاني:

تتوفر على معدلات العائد المتحققة للسهمين (أوج).

السنوات	R_i	R_j
1	0.1	0.1
2	0.2	0.16
3	0.14	0.18
4	-0.03	-0.10
5	0.10	0.06
6	0.19	0.12
7	-0.10	0.08
8	00	-0.10
9	-0.10	0.20
10	0.2	0.10

المطلوب:

- 1- أحسب متوسط العائد على السهمين؟
- 2- أحسب تباين عائد السهمين؟
- 3- أحسب الانحراف المعياري لعائد السهمين؟
- 4- أحسب التباين المشترك بين عوائد السهمين؟
- 5- أحسب معامل الارتباط بين عوائد السهمين؟

الحل:

الجدول الموالي يلخص لنا مراحل حساب كل من المتوسط والتباين والتباين المشترك.

السنوات	R_i	R_j	$(R_i - \bar{R}_i)$	$(R_i - \bar{R}_i)^2$	$(R_j - \bar{R}_j)$	$(R_j - \bar{R}_j)^2$	$(R_i - \bar{R}_i)(R_j - \bar{R}_j)$
1	0.10	0.10	0.03	0.0009	0.02	0.0004	0.0006
2	0.20	0.16	0.13	0.0169	0.05	0.0025	0.0065
3	0.14	0.18	0.07	0.0049	-0.01	0.0001	-0.0007
4	-0.03	-0.10	-0.10	0.01	-0.18	0.0324	0.018
5	0.10	0.06	0.03	0.0009	-0.05	0.0025	-0.0015
6	0.19	0.12	0.12	0.0144	0.04	0.0016	0.0048
7	-0.10	0.08	-0.17	0.0289	-0.25	0.0625	0.0425
8	00	-0.10	-0.07	0.0049	0.15	0.0225	-0.0105
9	-0.10	0.20	0.17-	0.0289	-0.25	0.0625	0.0425
10	0.20	0.10	0.13	0.0169	0.05	0.0025	0.0065
Σ	0.7	0.8	/	0.1276	/	0.1895	0.1087

1- متوسط عائد السهمين:

$$\bar{R}_i = \frac{\Sigma R_i}{n} = \frac{0.7}{10} = 0.07 = 7\%$$

$$\bar{R}_j = \frac{\Sigma R_j}{n} = \frac{0.8}{10} = 0.08 = 8\%$$

ومنه: فإن معدل عائد السهم 1 أكبر من معدل عائد السهم 2.

2- حساب تباين عائد السهمين:

$$\sigma^2 Ri = \frac{(Ri - \bar{R}_i)^2}{N} = \frac{0.1276}{10} = 0.01276$$

$$\sigma^2 Rj = \frac{(Rj - \bar{R}_j)^2}{N} = \frac{0.1895}{10} = 0.01895$$

3- حساب الانحراف المعياري لعائد السهمين:

$$\sigma Ri = \sqrt{\frac{(Ri - \bar{R}_i)^2}{N}} = \sqrt{0.01276} = 0.1129 = 11.29\%$$

$$\sigma Rj = \sqrt{\frac{(Rj - \bar{R}_j)^2}{N}} = \sqrt{0.01895} = 0.1376 = 13.76\%$$

ومنه فإن: درجة المخاطر في السهم j هي أكبر من درجة المخاطر في السهم i.

4- حساب معامل التباين المشترك

$$COV_{ij} = \sum(Ri - \bar{R}_i)(Rj - \bar{R}_j)/N = \frac{0.1087}{10} = 0.01087$$

5- حساب معامل الارتباط بين عوائد السهمين

$$R_{ij} = \frac{COV_{RiRj}}{\sigma Ri \sigma Rj} = \frac{0.01087}{(0.1129)(0.1376)} = \frac{0.01087}{0.01546}$$

$$R_{ij} = 0.7031 = 70.31\%$$

هذا يعني أنه توجد علاقة ارتباط قوية بين عوائد السهمين R_{ij}

التطبيق رقم 3:

تتوفر على البيانات الآتية لمعدلات المتوقعة واحتمالية تحقيقها:

R_i	R_j	P_{ij}
0.10	0.10	00
0.20	0.16	0.10
0.40	0.18	0.20
0.20	-0.10	0.30
0.10	0.06	0.4

المطلوب:

- 1- حساب العائد المتوقع ودرجة المخاطرة للسهم i؟
- 2- حساب العائد المتوقع ودرجة المخاطرة للسهم j؟
- 3- أحسب التباين المشترك بين السهمين i وj؟
- 4- أحسب معامل الارتباط بين السهمين i وj؟
- 5- أحسب معامل الاختلاف لكل من السهمين؟

الحل:

1- حساب العائد المتوقع للسهم i:

$$E(R_i) = \sum R_i \times p_j$$

$$E(R_i) = 00(0.1) + 0.1(0.2) + 0.2(0.4) + 0.3(0.2) + 0.4(0.1)$$

$$E(R_i) = 00 + 0.02 + 0.08 + 0.06 + 0.04 = 0.2 = 20\%$$

2- حساب درجة المخاطرة للسهم i:

$$\sigma^2 E(R_i) = \sum P_i (R_i - E(R_i))^2$$

R_i	P_i	$(R_i - E(R_i))^2$	$P_i(R_i - E(R_i))^2$	$(R_i - E(R_i))$
0.1	00	0.01	0	-0.2
0.2	0.1	0	0	0
0.4	0.2	0.04	0.008	0.2
0.2	0.3	0	0	0
0.1	0.4	0,01	0.004	-0.1
Σ	1	/	0.0012	

$$\sigma^2 E(R_i) = 0.012$$

ومنه:

$$\sigma E(R_i) = \sqrt{0.012} = 0.1095 = 10.95\%$$

2- حساب العائد المتوقع ودرجة المخاطرة للسهم j:

R_j	P_j	$(R_j - E(R_j))^2$	$P_j(R_j - E(R_j))^2$
0.10	00	0.054	0
0.16	0.10	0.114	0.0012996
0.18	0.20	0.134	0.0035912
-0.10	0.30	-0.146	0.0063948
0.06	0.4	0.014	0.0000784
Σ	1	/	0.011364

-العائد المتوقع:

$$E(R_j) = \sum R_j P_j$$

$$E(R_j) = 0(0.10) + 0.10(0.16) + 0.2(0.18) + 0.3(-0.10) + 0.4(0.06)$$

$$E(R_j) = 0 + 0.016 + 0.036 - 0.03 + 0.024 = 0.046 = 4.6\%$$

العائد المتوقع للسهم ج أقل من العائد المتوقع للسهم أ.

-درجة المخاطرة:

$$\sigma^2 E(R_j) = \sum P_j (R_j - E(R_j))^2$$

$$\sigma^2 E(R_j) = 0.011364$$

ومنه:

$$\sigma E(R_j) = \sqrt{0.011364} = 0.1066 = 10.66\%$$

هناك تقارب بين درجة المخاطرة للسهمين أ و ج وبالتالي يفضل حساب معامل الاختلاف.

3- حساب التباين المشترك بين السهمين أ و ج:

$$COV_{ij} = \sum P_i (R_i - \bar{R}_i) (R_j - \bar{R}_j)$$

P_i	$(R_i - E(R_i))$	$(R_j - E(R_j))$	$P_{ij}(R_i - \bar{R}_i)(R_j - \bar{R}_j)$
00	-0.1	0.054	00
0.1	0	0.114	0
0.2	0.2	0.134	0.00536
0.3	0	-0.146	0
0.4	-0.1	0.014	-0.00056
1	/	/	0.00476

ومنه:

$$COV_{ij} = 0.00476$$

4- حساب معامل الارتباط بين السهمين أ و ج:

$$R_{ij} = \frac{COV_{ij}}{\sigma E(R_i)\sigma E(R_j)} = \frac{0.00476}{(0.1095)(0.1066)} = \frac{0.00476}{0.01167} = 0.479 = 47.90\%$$

درجة الارتباط بين الأصلين متوسطة.

$$CV = \frac{\sigma E(R)}{E(R)}$$

ومنه:

$$CV_i = \frac{\sigma E(R_i)}{E(R_i)} = \frac{0.1095}{0.2}$$

$$CV_i = 0.5475$$

$$CV_j = \frac{\sigma E(R_j)}{E(R_j)} = \frac{0.1066}{0.046} = 2.31$$

بما أن معامل اختلاف السهم j أكبر من معامل اختلاف السهم i فإن السهم j يكون أكثر خطورة من السهم i.

التطبيق رقم 4:

احتفاظا بمعطيات التطبيق 2 بالإضافة للمعطيات التالية:

-معامل بيتا $R_i=0.5$ ؛

-معامل بيتا $R_j=2$ ؛

-معدل العائد الخالي من الخطر = 5%؛

-معدل عائد محفظة السوق المالية = 7.5%.

المطلوب:

1-أحسب معدل العائد المطلوب لكل سهمين؟

2-أي السهمين تفضل لاستثمار؟

الحل:

1-حساب معدل العائد المطلوب لكل سهمين:

$$R_i = R_F + (R_m - R_F)B_i$$

$$R_i = 0.05 + (0.075 - 0.05)0.5 = 6.25\%$$

$$R_j = 0.05 + (0.075 - 0.05)2 = 10\%$$

2-أي الاستثمارين أفضل:

- طالما معدل العائد المطلوب على السهم j أكبر من معدل العائد المتوقع له يرفض الاستثمار بهذا السهم.

- طالما أن معدل العائد المتوقع للسهم j أو البالغ 7% أكبر من معدل العائد المطلوب ومنه (6.25%) إذن يفضل

الاستثمار به

الفصل السادس: المحفظة المالية: عائد، مخاطر، تنوع، تقييم

يمثل هذا الفصل مدخل لدراسة نظرية المحفظة، من خلال التركيز على مفهوم المحفظة المالية، قياس عائدها ومخاطرها، مع تحديد الحد الكفوء، والمحفظة المثلى، إلى جانب تحديد أثر التنوع في تخفيض مخاطرها، وأخير تقييم أدائها.

1. مفهوم المحفظة المالية:

تعرف المحفظة بأنها مجموعة أو تشكيلة من الأصول، قد تكون حقيقية مثل العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات أو مزيج من النوعين من الأصول، يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنوع مكوناتها¹³⁹

كما تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر والتي تتلائم مع رغبة المستثمر سواء أكان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد.

تعمل إدارة المحفظة على إيجاد تقارب بين أصول المحفظة وتنوع أدواتها ومكوناتها وأهداف المستثمر، حيث أن الهدف الأساسي من تكوين المحفظة الاستثمارية هو توفير أدوات استثمارية ذات عوائد مختلفة وبدرجات مخاطر تتلائم مع اتجاهات المستثمر وتوفير الحماية الكاملة للأموال المستثمرة من المفاجآت غير الموقعة التي تحدث في السوق المالي، وعلى هذا الأساس، فإن إدارة المحفظة هي عبارة عن إدارة الأموال أي توظيفها بهدف تعظيم ثروة المستثمرين بواسطة اختيار أدوات استثمارية تتلائم مع أهداف المستثمر¹⁴⁰

2. أهمية وأهداف المحافظ الاستثمارية:

جاءت أهمية المحفظة الاستثمارية نتيجة للعوامل التالية:

- توفير فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية أو خدمية، أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية؛
- توسيع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين، إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية، نتيجة لانتشار مظاهر العولمة؛

¹³⁹ مؤيد عبد الرحمن الدوري (2010)، مرجع سبق ذكره، ص 199.

¹⁴⁰ دريد كامل آل شبيب (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 283.

- الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلال الأمثل بغرض تحقيق الربح، حتى وان كان الاستثمار في نشاط مختلف عن نشاط الشركة المولدة للأموال؛
- ومن أهم أهداف المحافظ الاستثمارية نذكر:
- تحقيق أقصى ربح ممكن على رأسمال المحفظة؛
- توفير السيولة بالوقت المناسب من خلال اختيار أدوات استثمارية لها القابلية على التحويل إلى نقد بدون خسارة مع ضرورة أن تكون هذه الأدوات سهلة التداول والتحويل إلى نقد؛
- استمرارية التدفقات النقدية إلى المحفظة، وبمعنى الحصول على دخل جاري للمحفظة، وبالتالي حصول المستثمرين على إيرادات جارية ناجمة عن إستثماراتهم المالية؛
- التنوع ويعني تنوع الأدوات الاستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل أداة في رأسمال المحفظة، وبما يحقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة أي الحصول على أكبر عائد بأقل درجة خطر.¹⁴¹

3. نظرية المحفظة الحديثة:

تعني نظرية المحفظة بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين، من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار في الأصول المالية أو المادية، تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة، فتقوده إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعد العائد عند درجة معينة من المخاطرة، أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد وتستند نظرية المحفظة إلى الافتراضات الآتية:

- تجنب المستثمرين للمخاطرة، وبهذا فإن المستثمر رشيد؛
- تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطر؛
- تماثل فترة الاحتفاظ للمستثمرين؛
- إمكانية تجزئة الاستثمارات؛
- إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة.¹⁴²

¹⁴¹المرجع نفسه، ص 289.

¹⁴²محمد علي إبراهيم العامري(2013)، مرجع سبق ذكره، ص 38

1.3. نظرية هاري ماركويتز:

يعد هاري ماركويتز (Harry Markowitz) من أسس مبادئ نظرية المحفظة سنة 1952، ويدور جوهر هذه النظرية حول أثر التنوع المدروس في تخفيض مخاطر المحفظة، وقد قدم نظرية المحفظة الكفوءة، وهي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد، أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، حيث أدت هذه النظرية دورًا مهمًا في تفسير العلاقة بين المخاطرة والعائد، وبموجب هذه النظرية ليس المهم ارتفاع أو انخفاض العائد من أصل معين بل المهم هو العائد من المحفظة ومخاطرتها. وعلى افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة، طور ماركويتز المجموعة الكفوءة أو الحد الكفوء، فقد أوضح بأنه بعدد محدود من الأصول يمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية، إلا أن اهتمام المستثمرين ينبغي أن ينصب على مجموعة محددة من المحافظ الكفوءة التي تشكل منحى الحد الكفوء.

2.3. إسهام توبين بالنظرية:

تمثل تطوير جامس سي توبين (James c. Tobin) لنظرية المحفظة بالعائد الخالي من المخاطرة، لقد تغيرت مشكلة اختيار المحفظة الكفوءة عندما طرح توبين الافتراض الجديد وهو إمكانية المستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة (R_f). وهو معدل عائد لا يحمل أية حالة عدم تأكيد، وبالتالي فإن مخاطرته تساوي صفر، وعليه فإن شكل الحد الكفوء أصبح شكل خط مستقيم يمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور معدل العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفوء لماركويتز.

إن وجود إمكانية للإستثمار في أصل خالي من المخاطرة، قد أدى إلى بروز خط سوق رأس المال (CML)، وأن نقاط هذا الخط أفضل من نقاط المنحنى الكفوء لماركويتز (باستثناء نقطة التماس) لأنها توفر فرص أفضل للمستثمر من حيث العائد والمخاطرة، أما نقطة التماس فهي تمثل محفظة السوق وهي تبين درجة المخاطرة والعائد الذي يحدده السوق بصرف النظر عن توافر فرص الإقراض والاقتراض في السوق.

3.3. إمتداد النظرية-نموذج شارب:

مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي إقترحه وليام أف شارب (William F. Sharpe) إسهامًا كبيرًا في تطوير النظرية، وهو يعرف بأنه نظرية للموازنة بين المخاطرة والعائد، وتبرز أهمية هذا النموذج من أنه يجمع سوية ما بين المخاطرة والعائد في آن واحد، حيث قدم الأساس الكمي لقياس المخاطرة كما تم توضيحه في الفصل الثالث.

4. عائد ومخاطرة المحفظة:

1.4. معدل العائد المتوقع للمحفظة:

لقياس العائد المتوقع لمحفظة إستثمارية، يقتضي توفر معلومات عن متغيرين رئيسيين:

- الأول: وزن المحفظة وهي نسبة مساهمة كل أصل في القيمة الكلية للمحفظة وتحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$w_i = \frac{\text{الثروة المنفقة على الأصل } i}{\text{المجموع الكلي للثروة}} \dots \dots (28 - 6)$$

- الثاني: عائد كل أصل يدخل في تكوين المحفظة، ويتم قياسه على أساس توقعات تحقق ذلك العائد وفقا للتوزيع الاحتمالي وفي ظل الحالة الاقتصادية أو ظروف السوق.

وعليه فإن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية، ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:¹⁴³

$$R_{P_i} = w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_n R_n$$
$$R_{P_i} = \sum_{i=1}^n w_i R_i \dots \dots (29 - 6)$$

حيث أن:

R_p : معدل العائد المتوقع للمحفظة.

w_i : الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة منسوبا إلى القيمة الكلية لأصول المحفظة.

R_i : العائد المتوقع لكل أصل من أصول المحفظة.

N : عدد الاصول في المحفظة.

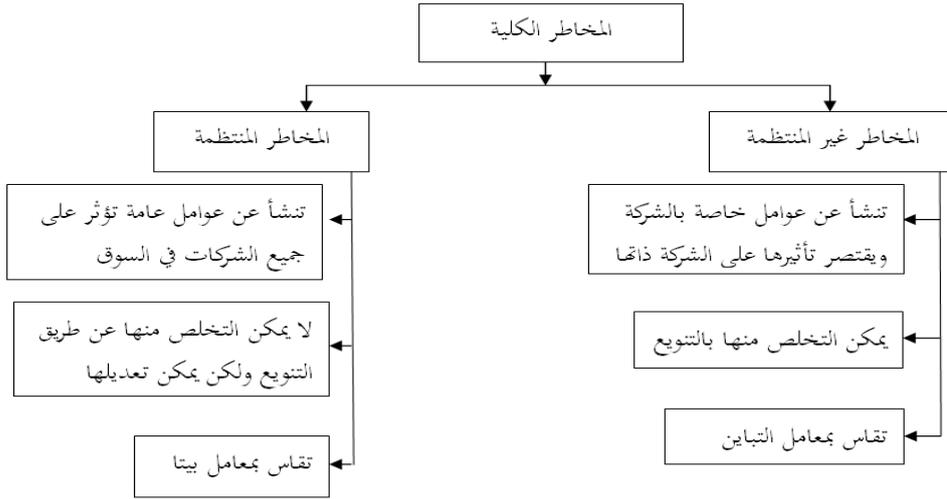
I : ترتيب أصول المحفظة (1,2,3,.....n).

2.4. مخاطر المحفظة:

تحدد نظرية المحفظة مجموعة العائد والمخاطرة التي تحقق أعلى عائد بمستوى معين من المخاطرة، ولما كانت المخاطرة ترتبط بعدم التأكد فيما إذا كان العائد المتحقق سوف يكون مساويا للعائد المتوقع أم لا، لذا قياس التغير في العوائد يكون من خلال إستخدام الانحراف المعياري وهو يعتبر مقياسا للمخاطر الكلية، بينما يقاس التقلب في العوائد بما يعرف بمعامل بيتا وهو مقياس للمخاطر النظامية، وتعرض المحفظة لمخاطر قد تكون منتظمة والغير منتظمة كما تم الاشارة إليها في الفصل السابق. الشكل الموالي يوضح لنا المخاطر الكلية التي تتعرض لها المحفظة المالية.

¹⁴³ مؤيد عبد الرحمن الدوري (2010)، مرجع سبق ذكره، ص 202.

الشكل رقم(6-14): المخاطر الكلية للمحفظة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

لغرض قياس مخاطر المحفظة، يتطلب معرفة مخاطر كل أصل في المحفظة وعوائدهم والوزن النسبي لمساهمة كل أصل في رأسمال المحفظة، ويمكن استخدام المعادلة التالية لهذا الغرض: 144

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij} \dots \dots (30 - 6)}$$

حيث أن:

σ_P : الانحراف المعياري للمحفظة.

$w_j \cdot w_i$: الاوزان النسبية.

$\sigma_i^2 \cdot \sigma_j^2$: تباين عوائد الأصلين i و j .

$\sigma_i \sigma_j$: الانحراف المعياري للأصلين i و j .

R_{ij} : معمل الارتباط بين الأصلين i و j .

¹⁴⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 331

5. المحفظة المثلى:

يقدم نموذج ماركويتز للمستثمر الذي يتجنب المخاطر بناء محفظة متنوعة تعظم رغبة ذلك المستثمر بتعظيم عوائد المحفظة لمستوى مخاطر معينة. وكما ذكرنا سابقاً فإن المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة أو تقلل المخاطر لمستوى معين من العائد.

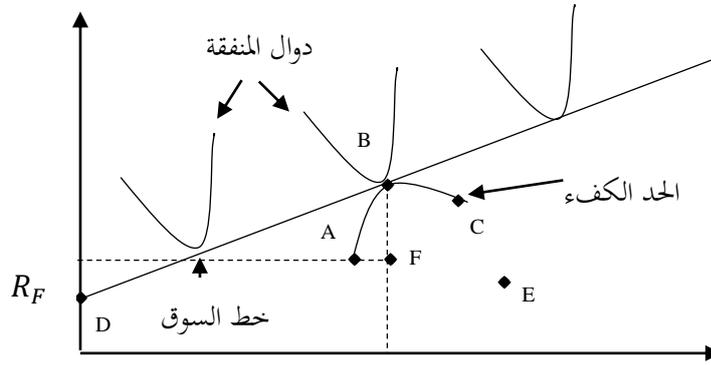
كما يعرف الحد الكفاء بأنه أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين تعطى للمستثمر عائداً أعلى لمقدار معين من المخاطر باعتبارها تمثل محافظ كفاءة (مثلى). بينما أية محفظة أخرى تقدم عائداً أقل لنفس مستوى المخاطر، فإنها تعتبر محفظة غير مثلى، وبالتالي سوف تقع هذه المحفظة تحت الحد الكفؤ.

إن إستعداد المستثمر لتحمل مستوى معين من المخاطر يمكن توضيحه بواسطة منحنيات السواء، حيث يمثل كل منحنى سواء مستوى مختلف لرغبة المستثمر بمجموعة العائد والمخاطرة، وعليه فإن منحنيات السواء على الحد الكفؤ هي التي تحدد المحفظة المثلى للمستثمر¹⁴⁵

مثال توضيحي:

نفترض وجود المحافظ المالية التالية (A,B,C,D,E,F) مكونة من أصول مالية متداولة في السوق المالي، ويمكن الفرق بين كل محفظة وأخرى في نسبة الشروة المنفقة، تسمى هذه المحافظ بالمحافظ المتاحة وتأخذ الشكل التالي:

الشكل رقم (6-15): تحديد المحفظة المثلى



المصدر: من إعداد الباحثة

حسب مبدأ السيادة:

- عند نفس درجة الخطر نختار الأصل الأكبر عائداً؛
- عند نفس مستوى العائد نختار الأصل الأقل خطراً؛

¹⁴⁵ مؤيد عبد الرحمن الدورى (2010)، مرجع سبق ذكره، ص 228.

بتطبيق هذا المبدأ على المنحنى نستنتج أن:

- المحفظة (A) والمحفظة (F) لها نفس مستوى العائد لكن المحفظة (F) أكثر خطورة من المحفظة A، ومنه فإن المحفظة A أكثر كفاءة من المحفظة F؛
- المحفظة (B) والمحفظة (F)، تتميزان بنفس درجة الخطر، لكن عائد المحفظة B أكبر من ذلك الخاص بالمحفظة F، ومنه المحفظة B هي أكثر كفاءة من F؛
- نستنتج بصفة عامة، أن كل المحافظ التي تقع على الخط العمودي الأسفل من B والأسفل من C، أقل كفاءة، لأنها تحقق عائد أقل عند نفس درجة الخطورة؛
- كل المحافظ التي تقع بين A وB لها مستويات متساوية من حيث العائد لكنها تعرض المستثمر لمخاطر أكبر.
- تمثل نقطة التماس بين B ودوال المنفعة تلك المحفظة المثلى تكون مكونة من أصول لها درجات مختلفة من حيث المخاطرة؛

6. التنوع في المحافظ الاستثمارية:

يقصد بالتنوع في المحفظة، تجزأت المبلغ المراد استثماره على عدد معين من الأصول بشكل يسمح بتقليل المخاطر بمعنى آخر البحث عن تركيبة للأصول المالية تسمح بالحصول على أدنى مستوى للمخاطر مقارنة بمخاطر الاستثمار في أصل مالي واحد.¹⁴⁶

إن مبدأ التنوع ينص بأن توزيع الاستثمار على العديد من الأصول سوف يزيل بعض المخاطرة والتي تسمى (بالمخاطر القابلة للتنوع) هي الجزء الذي يمكن إزالته بواسطة التنوع، أما الجزء المتبقي من المخاطر الكلية، هو ذلك المستوى الذي لا يمكن إزالته ببساطة عبر التنوع، وهو ما يسمى بالمخاطر الغير قابلة للتنوع.

وعليه فإنه لا بد من الاختيار الدقيق للأصول الاستثمارية التي تتشكل منها المحفظة، من خلال الربط بين حركة العائد والمخاطر لهذه الأصول، وهو ما يعرف بتنوع ماركويتز، والابتعاد عن مبدأ التعدد وجمع الأصول بصورة عشوائية وهو ما يسمى بالتنوع الساذج.

1.6. التنوع الساذج:

يقوم التنوع الساذج عن مبدأ تعدد الأصول المكونة للمحفظة المالية، وبالرغم من أن هذا المبدأ من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة بسبب اختلاف المخاطر التي تتعرض لها الأصول، إلا أن هذا النوع من التنوع قد أفرز العديد من الصعوبات والسلبيات نذكر أهمها:

¹⁴⁶Erwan Le Saout(2013),Opcit, p253.

- صعوبة إدارة المحفظة، حيث أن تعدد الأصول وتنوعها من حيث الشكل والمصدر يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة من المتخصصين في جميع الأعمال، مما يرفع من تكلفة هذه العملية، ويؤدي إلى تقليل العائد، وهو ما يجعل عملية التنويع غير مجدية؛
- ارتفاع متوسط تكلفة الشراء، بسبب شراء عدد كبير من الأصول الاستثمارية، مما يولد تكلفة خاصة بالعمولات المدفوعة على عقود الشراء؛
- اتخاذ قرارات غير سليمة، من خلال عدم إمكانية إدارة المحفظة بشكل جيد، ويرجع ذلك إلى عدم وجود الخبرات التي تكون على دراية بكل القطاعات الإنتاجية ومختلف الأصول الاستثمارية التي يحتفظ بها داخل المحفظة؛

2.6. تنويع ماركويتز واستخدام معامل الارتباط:

- ركز ماركويتز في شروط التنويع على أهمية معامل الارتباط بين الأصول كأساس في عملية التنويع، حيث تشمل معامل الارتباط العلاقة بين الاتجاهات الصعودية أو الهبوطية لعوائد الأصول الاستثمارية في المحفظة، فكلما كان هناك تنوع في المحفظة كلما أدى إلى تقليل المخاطر ولكن بطريقة نسبية وذلك حسب طبيعة الأصول الاستثمارية التي ستختار لتشكيل المحفظة ودرجة الارتباط بينهم.
- فإذا كان معامل الارتباط موجب بين أصلين مكونين لمحفظة مالية فإن هدف من عملية التنويع بتخفيض المخاطر يقل تأثيره أي سيرتفع مستوى المخاطر وبذلك لا دور لعملية التنويع، أما عندما يكون معامل الارتباط سالب، فسيكون تأثيره على تقليل المخاطر أكبر أي ستخفف المخاطر.
 - وفي ما يلي مختلف الحالات التي يأخذها معامل الارتباط بين أصلين ماليين مكونين لمحفظة مالية:
 - في حالة معامل الارتباط يساوي الصفر ($R = 0$): هذا يعني أنه لا يوجد إرتباط بين الأصلين ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_j^2 + w_i^2 \sigma_j^2 \dots \dots} \quad (31 - 6)$$

- في حالة معامل الارتباط تام وموجب ($R = 1$)

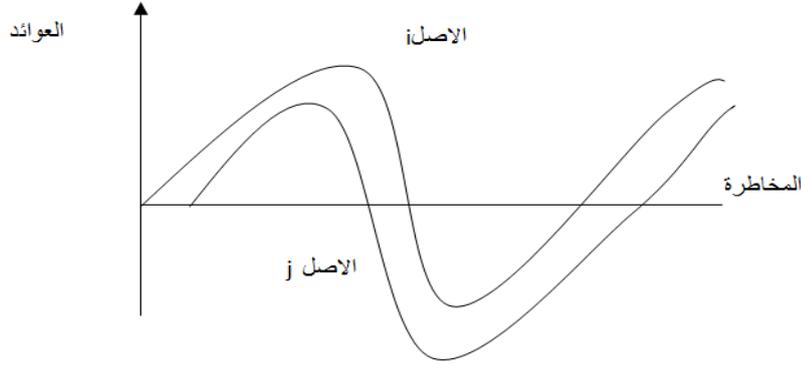
$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j}$$

$$\sigma_P = \sqrt{(w_i \sigma_j + w_i \sigma_j)^2}$$

$$\sigma_P = w_i \sigma_i + w_j \sigma_j \dots \dots \quad (32 - 6)$$

وهو ما يدل على أن عائد الأصل i وعائد الأصل j يتغيران في نفس الاتجاه ولكن ليس بنفس المستوى، الشكل الموالي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة لأصلين ماليين في حالة ارتباط تام وموجب

الشكل رقم (6-16): حالة ارتباط تام وموجب بين أصلين ماليين



المصدر: من إعداد الباحثة

- معامل الارتباط سالب وتام ($R = -1$)

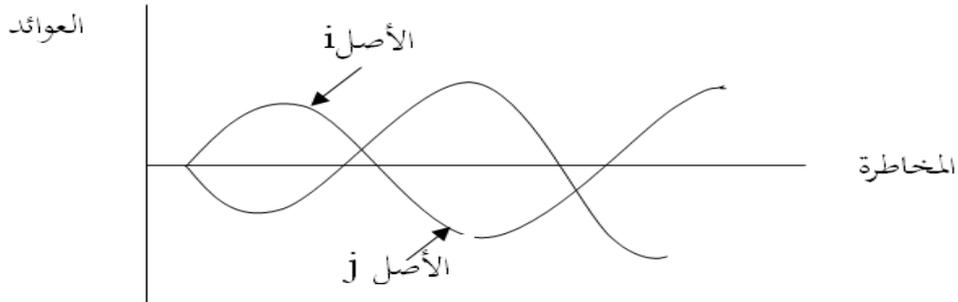
$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 - 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j}$$

$$\sigma_P = \sqrt{(w_i \sigma_i - w_j \sigma_j)^2}$$

$$\sigma_P = w_i \sigma_i - w_j \sigma_j \dots \dots (33 - 6)$$

مما يدل على أن عوائد الأصلين يتغيران في اتجاه معاكس وليس بنفس المستوى. الشكل الموالي يوضح حالة الارتباط التام والسالب لأصلين ماليين.

الشكل رقم (6-17): حالة ارتباط تام وسالب بين أصلين ماليين



المصدر: من إعداد الباحثة

- في حالة معامل الارتباط موجب غير تام: $R \in]0,1[$

هذا يعني أن عوائد الأصول تتغير في نفس الاتجاه لكن قوة العلاقة تقاس حسب قيمة R ، كلما كان R أكبر من 0,5، كانت درجة الارتباط قوية، وكلما كانت أقل من 0,5، كانت درجة الارتباط تميل إلى الضعف.

ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}} \dots \dots (34 - 6)$$

- في حالة معامل الارتباط سالب غير تام:

هذا يعني أن العلاقة عكسية بين عوائد الأصول، وتحدد قوة العلاقة وفق لقيمة R وتأخذ قيمته بالقيمة المطلقة

ومنه:

$$\sigma_P = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 - 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}} \dots \dots (35 - 6)$$

7. مؤشرات تقييم أداء المحافظ المالية:

لقياس مدى إنشاء المحافظ المالية للقيمة هناك عدة مقاييس لذلك نذكر منها: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن، مؤشر فاما.

1.7. مؤشر شارب:

يعتمد هذا المؤشر على قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة كلية ويحسب بالعلاقة التالية:¹⁴⁷

$$I_{SH} = \frac{R_P - R_F}{\sigma_{R_P}} \dots \dots (36 - 6)$$

حيث أن:

R_P : يمثل معدل عائد المحفظة محل التقييم.

R_F : معدل العائد الخالي من الخطر.

σ_{R_P} : الانحراف المعياري لعائد المحفظة.

I_{SH} : نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد، ويعكس أداء المحفظة المالية محل التقييم.

$R_P - R_F$: العائد الإضافي للمحفظة أو علاوة الخطر.

تختلف الأوراق المالية من ناحية المخاطرة والمعبر عنها بالانحراف المعياري، لذلك لا بد من استخدام هذا المؤشر بحذر، حيث يشترط تجانس الأنواع للأوراق المالية للحكم بشكل صحيح ومنه القرار الناجح، وتجدد الإشارة أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع إلى قيود متماثلة، وما

¹⁴⁷Chirila Viiorica(2010), opcit, p70.

يعاب على هذا النموذج أنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء المحفظة مبني على مبدأ التنوع، مما يعني أنه لا وجود للمخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، لتبقى المخاطر المنتظمة (العامة) والتي تقاس بالمعامل B . وهو ما قام به TREYNORS لحساب مؤشرة.

2.7. مؤشر ترينور:

هذا المؤشر يتعامل فقط مع المخاطر السوق (المنتظمة) غير المنصفة لاستثمار معين بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة منتظمة باعتبار أن لا وجود للمخاطر غير المنتظمة بسبب التنوع الجيد للمحفظة المالية، حيث يتم حسابه بالعلاقة التالية:¹⁴⁸

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{B_P} \dots \dots (37 - 6)$$

حيث أن B_P : تمثل بيتا المحفظة الاستثمارية.

إن نموذج ترينور يعالج ذلك الجزء لخطر المحفظة المالية التاريخي والمهم بالنسبة للمستثمرين والذي يقدر على أساس (B_P) ، ولهذا فإنه يمثل مقياس أداء عام يستخدم بغض النظر عن أية أوراق مالية أخرى يمتلكها المستثمر. إن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروباً في الانحراف المعياري لعوائد السوق مقسوماً على معامل الارتباط، فإذا كانت الاستثمارات المقيمة قد تم توزيعها بصورة كاملة ($R = 1$) فإن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروب في الانحراف المعياري للسوق.

3.7. مؤشر جنسن:

اعتمد المؤشران السابقان على الفرق بين عائد المحفظة وعائد الأصل بدون مخاطرة، دون التفرقة بين علاوة الحظر والإجمالية وعلاوة حظر السوق، وهو ما قام به جنسن حسب العلاقة التالية:

$$\alpha = (R_P - R_F) - B(R_m - R_F) \dots \dots (38 - 6)$$

حيث أن:

α : معامل ألفا حسب مؤشر جنسن.

B : معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة.

R_m : معدل عائد محفظة السوق.

من خلال المعادلة، يتضح أن مؤشر جنسن يشير إلى حقيقة هامة، وهي أن كلما كانت المحافظ متنوعة تنوعاً كاملاً، يسهل تفسير معامل "ألفا" حيث أن كان:

¹⁴⁸ خالد وهيب الراوي (2008): إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ص 396.

$\alpha < 0$ ← أداء سيء للمحفظة؛

$\alpha > 0$ ← أداء جيد للمحفظة؛

$\alpha = 0$ ← توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

وعليه فإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يفترض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

4.7. مؤشر فاما:

قام فاما عام 1972 نموذجًا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في المستويات الخطر، وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحني السوق المتوقع كما يلي:¹⁴⁹

$$R_P = R_F + \left(\frac{R_m - R_F}{\sigma_m} \right) \left(\frac{COV(R_P, R_m)}{\sigma_m} \right) \dots \dots (39 - 6)$$

حيث أن:

R_m : العائد المتوقع لمحفظة السوق.

σ_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

$COV(R_P, R_m)$: التباين المشترك بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق.

إن استخدام مؤشر فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين هما:

- تقييم الانتقائية: وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة.

- تقييم الخطر: ويعتبر الجزء الثاني في العلاقة ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المنوعة تنويغًا ساذجًا، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى، وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

¹⁴⁹عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليحنييل، (2017)، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد(1)، ص 105.

التطبيقات:

التطبيق رقم (1):

تتوفر على العوائد المتوقعة لسهمين A و B وفقا لاحتمال حدودها كما يلي:

حالة الاقتصاد	الاحتمال	السهم A	السهم B
جيدة	0,20	0,12	0,16
متوسطة	0,50	0,18	0,16
ضعيفة	0,3	0,05	0,08

المطلوب:

- 1- أحسب العائد المتوقع لكل سهم؟
- 2- أحسب درجة المخاطر لكل سهم؟
- 3- أحسب العائد المتوقع للمحفظة بافتراض أن المبلغ المستثمر في المحفظة سيوزع بالتساوي بين السهمين؟
- 4- أحسب درجة المخاطرة لهذه المحفظة؟
- 5- كيف سيكون العائد المتوقع للمحفظة عندما يكون 60% من المبلغ المخصص للسهم A والباقي للسهم B؟

الحل:

1- حساب العائد المتوقع لكل سهم:

$$E(R_A) = \sum R_A P_i$$

$$E(R_A) = 0,20(0,12) + 0,5(0,18) + 0,3(0,05)$$

$$E(R_A) = 0,129 = 12,9\%$$

$$E(R_B) = \sum R_B P_i$$

$$E(R_B) = 0,2(0,16) + 0,5(0,16) + 0,3(0,08)$$

$$E(R_B) = 0,136 = 13,6\%$$

2- حساب درجة المخاطرة لكل سهم:

$$\sigma_A = \sqrt{\sum P_i (R_A - E(R_A))^2}$$

$(R_A - E(R_A))^2$	$P_i(R_A - E(R_A))^2$	$R_B - E(R_B)$	$P_i(R_B - E(R_B))^2$
-0,009	0,0000162	0,024	0,0001152
0,051	0,0013005	0,024	0,000288
-0,079	0,0018723	-0,056	0,0009408
	$\Sigma = 0,003189$		$\Sigma = 0,001344$

ومنه:

$$\sigma_A = \sqrt{0,003189} = 0,0565 = 5,65\%$$

$$\sigma_B = \sqrt{0,001344} = 0,0586 = 5,86\%$$

3- حساب العائد المتوقع للمحفظة:

على افتراض أن المبلغ المستثمر سيوزع بالتساوي بين السهمين A و B فإن

$$w_A = 0,5 \quad w_B = 0,5$$

ومنه:

$$E(R_P) = \sum w_i E(R_i) = 0,5(0,129) + 0,5(0,136)$$

$$E(R_P) = 0,1325 = 13,25\%$$

4- حساب درجة المخاطرة لهذه المحفظة

$$\sigma_P = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B R_{A,B}}$$

لابد من تحديد معامل الارتباط بين السهمين A و B

$$R_{A,B} = \frac{COV(R_A R_B)}{\sigma_A \sigma_B}$$

$$COV(R_A R_B) = \sum P_i (R_A - E(R_A))(R_B - E(R_B))$$

ومنه:

$(R_A - E(R_A))$	$R_B - E(R_B)$	$P_i(R_A - E(R_A))(R_B - E(R_B))$
-0,009	0,024	-0,0000432
0,051	0,024	0,000612
-0,079	-0,056	0,0013272
		$\Sigma = 0,001896$

ومنه

$$R_{A,B} = \frac{0,001896}{0,0033109} = 0,5726$$

وعليه

$$\sigma_P = \sqrt{(0,5)^2(0,0565)^2 + (0,5)^2(0,0586)^2 + 2(0,5)(0,5)(0,0565)(0,0586)(0,5726)}$$

$$\sigma_P = \sqrt{0,0007980625 + 0,00085849 + 0,0009479107}$$

$$\sigma_P = \sqrt{0,0026044632} = 0,0510 = 5,10\%$$

-5 حساب العائد المتوقع للمحفظة عندما يكون $w_B = 0,4$ ، $w_A = 0,6$

$$E(R_P) = \sum w_i E(R_i)$$

$$E(R_P) = 0,6(0,129) + 0,4(0,136)$$

$$E(R_P) = 0,1318 = 13,18\%$$

التطبيق رقم (2):

توفرت البيانات التالية عن محفظتين استثماريتين تتكون كل منهما من سهمين

المحفظة (2) $E(R_{P_2}) = 11,4\%$				المحفظة (1) $E(R_{P_1}) = 12,2\%$			
معامل الارتباط	الانحراف المعياري	قيمة الاستثمار	السهم	معامل الارتباط	الانحراف المعياري	قيمة الاستثمار	السهم
-0,1	0,3	70000	A	00	0,20	70000	A
	0,5	30000	B		0,30	30000	B

1) أحسب المخاطرة كل محفظة؟

2) بناءً على النتائج المتحصل عليها، ماهي المحفظة المفضلة لمستثمر يتصف بأنه مستثمر متجنب للمخاطرة، لماذا؟

الحل:

1- حساب مخاطرة كل محفظة:

$$\sigma_P = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B R_{A,B}}$$

أولاً- تحديد الأوزان النسبية w_A ، w_B

$$w_i = \frac{\text{الثروة المنفقة على الأصل } i}{\text{مجموع الثروة المنفقة على المحفظة}}$$

ومنه

$$w_A = \frac{70000}{(70000+30000)}$$

$$w_A = 0,7$$

$$w_B = \frac{30000}{(70000+30000)}$$

$$w_B = 0,3$$

ومنه

$$\sigma_{P_1} = \sqrt{(0,7)^2 (0,2)^2 + (0,3)^2 (0,30)^2 + 2(0,7)(0,3)(0,2)(0,3)(0)}$$

$$\sigma_{P_1} = \sqrt{0,0196 + 0,0081} = \sqrt{0,0277}$$

$$\sigma_{P_1} = 0,1664 = 16,64\%$$

$$\sigma_{P_2} = \sqrt{(0,7)^2 (0,3)^2 + (0,3)^2 (0,5)^2 + 2(0,7)(0,3)(0,3)(0,5)(-0,1)}$$

$$\sigma_{P_2} = \sqrt{0,0441 + 0,0225 - 0,0063} = \sqrt{0,0603}$$

$$\sigma_{P_2} = 0,2456 = 24,56\%$$

في ظل أن عائد المحفظة (1) أكبر من عائد المحفظة (2)، وأن خطر المحفظة (1) أقل من خطر المحفظة (2)، فإن

هذا المستثمر سيختار المحفظة (1) لأنها تحقق له أكبر منفعة من المحفظة (2)، وفي إطار أنها أقل مخاطرة من هذه

الأخيرة.

التطبيق رقم (3):

تتكون محفظة إستثمارية من سهمين A و B.

السهم B	السهم A	
30%	70%	w
20%	25%	R
9%	13%	G

المطلوب:

أحسب العائد المتوقع للمحفظة ومخاطرتها على افتراض اختلاف معامل الارتباط وفق البدائل التالية:

$$R = -0,5, R = 0,5, R = 0,8$$

- ماذا تستنتج؟

الحل:

1- حساب العائد المتوقع للمحفظة:

$$E(R_P) = \sum w_i E(R_i) = 0,7(0,25) + 0,3(0,2) = 0,235$$

$$E(R_P) = 23,5\%$$

2- حساب مخاطرة المحفظة في أصل الافتراضات التالية: $R = -0,5, R = 0,5, R = 0,8$

1-2 في ظل: $R = 0,8$

$$\sigma_P = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B R_{A,B}}$$

$$\sigma_P = \sqrt{(0,7)^2 (0,13)^2 + (0,3)^2 (0,09)^2 + 2(0,7)(0,3)(0,13)(0,09)(0,8)}$$

$$\sigma_P = \sqrt{0,008281 + 0,000729 + 0,0039312}$$

$$\sigma_P = \sqrt{0,0129412} = 0,1138 = 11,38\%$$

2-2 في ظل: $R = 0,5$

$$\sigma_P = \sqrt{0,008281 + 0,000729 + 0,002457} = \sqrt{0,011467}$$

$$\sigma_P = 0,1071 = 10,71\%$$

3-2 في ظل: $R = -0,5$

$$\sigma_P = \sqrt{0,008281 + 0,000729 - 0,002457} = \sqrt{0,006553}$$

$$\sigma_P = 0,0809 = 8,09\%$$

نستنتج أنه بالرغم من ثبات معدل العائد للمحفظة، إلا أن اختلاف معامل الارتباط سيؤثر على درجة المخاطرة، فعندما يكون الارتباط موجب تزداد درجة المخاطرة، وعندما يكون الارتباط سالب تنخفض درجة المخاطرة.

التطبيق رقم(4):

تتوفر على المعطيات التالية والمتعلقة بمحفظتين مالييتين ومحفظة السوق.

المحافظ	R_i	B_i	σ_{Ri}
A	0,13	1	0,15
B	0,18	2	0,19
السوق	0,12	1	0,08

إذا علمت أن معدل العائد الخالي من الخطر يقدر ب $R_f=0,08$

بصفتك مسير للمحفظة، ما هي المحافظ التي تنصح بها المستثمر اقتناءها بناء على مؤشرا تقييم أداء المحفظة:

- مؤشر جنسن؛

- مؤشر ترينور؛

- مؤشر شارب.

الحل:

1- على أساس مؤشر جنسن:

$$J_A = R_A - [R_F + (R_m - R_F)] B_A = 0,13 - [0,08 + (0,12 - 0,08)] 1 = 0,01$$

$$J_B = R_B - [R_F + (R_m - R_F)] B_B = 0,18 - [0,08 + (0,12 - 0,08)] 2 = 0,02$$

على أساس نتائج هذا المؤشر ينصح باقتناء المحفظة B.

2- على أساس مؤشر ترينور:

$$T_A = R_A - R_F / B_A = 0,13 - 0,08 / 1 = 0,05$$

$$T_B = R_B - R_F / B_B = 0,18 - 0,08 / 2 = 0,05$$

على أساس نتائج هذا المؤشر، ينصح باقتناء إحدى المحفظتين

3- على أساس مؤشر شارب:

$$S_A = R_A - R_F / \sigma_A = 0,13 - 0,08 / 0,15 = 0,33$$

$$S_B = R_B - R_F / \sigma_B = 0,18 - 0,08 / 0,19 = 0,52$$

على أساس النتائج الخاصة بهذا المؤشر، ينصح باقتناء المحفظة B.

الفصل السابع: سلسلة الامتحانات المحولة

1. الامتحان الأول:

التاريخ: 2016/1/17

المدة : ساعة ونصف

أساتذة المقياس : حمدوش

جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير - سنة ثالثة إدارة مالية

امتحان السداسي الأول لمقياس المؤسسة و الأسواق المالية

التمرين الأول (7 نقاط):

ورقتان ماليتان العائد على كل منهما بتغير تغيرا عشوائيا حسب التوزيع الاحتمالي الآتي:

6	4	12	5	18	عائد الورقة A
1	12	15	-3	0	عائد الورقة B
20	20	20	20	20	الاحتمال %Pi

1- أحسب العائد المتوقع لكل ورقة ؟ وعلق عليه؟

2- أحسب درجة الخطر لكل ورقة مالية؟ وعلق عليه؟

3- أحسب معامل الارتباط بين الورقتين A و B؟ وعلق عليه؟

إذا علمت أن الورقتين A و B تدخلان في تكوين عدة محافظ بنسب مختلفة من الثروة المنفقة عليهما، كما هو مبين

في الجدول الموالي:

7	6	5	4	3	2	1	رقم المحفظة
25-	0	25	50	75	100	125	A%
125	100	75	50	25	0	25-	B%

4/ حدد الثنائية عائد-خطر لهذه المحافظ؟

5/ ما هو امثل توزيع للاستثمار في الورقتين الذي من شأنه تخفيض درجة التباين في عائد المحفظة إلى أقل ما يمكن؟

التمرين الثاني (5,5 نقاط):

1- لكل سوق مالي مؤشر، فما المقصود بالمؤشر؟ اذكر أنواعه؟ وفما تكمن أهميته؟ وما هي كيفية حسابه؟

2- باعتبار مؤشر مكون من ثلاث أسهم A، B، C، تتغير أسعار الأسهم بين الفترتين المبينتين في الجدول الموالي،

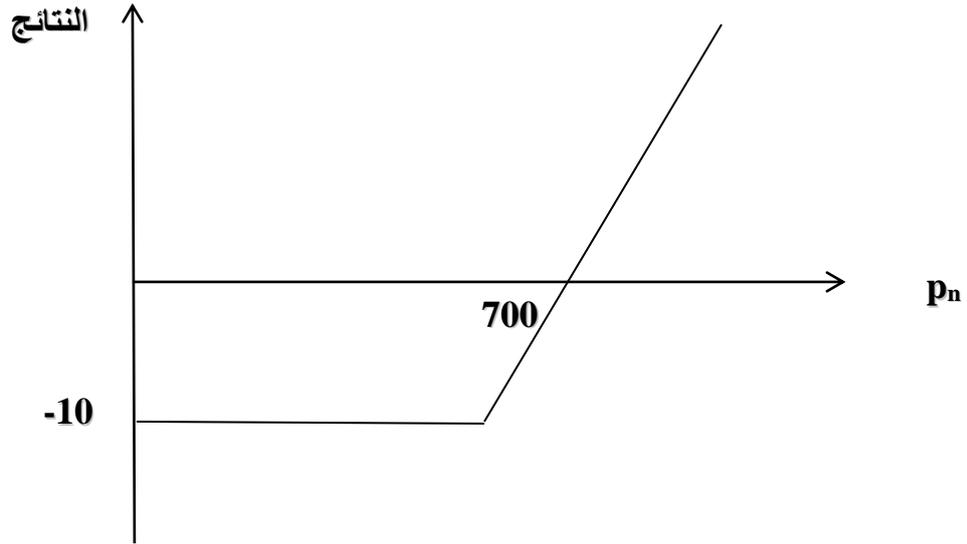
علما أنه أعطيت له قيمة مبدئية سنة الأساس قدرت ب 100 نقطة.

C	B	A	
100	50	25	عدد الأسهم
50	100	75	السعر في الفترة t_0
40	108	80	السعر في الفترة t_1

حدد قيمة المؤشر وفق لطريقة الترجيح على أساس السعر؟

التمرين الثالث (7,5 نقاط):

البيان التالي يمثل وضعية متعامل بالخيارات في السوق الأجل:



1/ حدد دور الخيارات في التخفيض من حدة المخاطر؟ هو نوع هذا الخيار حسب هذا التمثيل البياني؟

2/ ما هي وضعية المستثمر وعلى ماذا يراهن؟

3/ حدد المعاملات المميزة لنتائجه عند: $P_n < 700$ ، $P_n > 700$ ؟

4/ كيف تكون وضعية المستثمر إذا أصبح سعر السهم 750؟

الحل النموذجي للامتحان الأول:

التمرين الأول:

1- حساب العائد المتوقع لكل ورقة مع التعليق عليه:

العائد المتوقع للورقة المالية: $E(R_i) = \sum_{i=1}^n P_i \times R_i$ تطبيقا لهذه العلاقة فإن:

$$9 = E(R_A)$$

$$5 = E(R_B)$$

نلاحظ أن عائد الورقة A أكبر من عائد الورقة B.

2- حساب درجة الخطر لكل ورقة مالية مع التعليق عليه:

$$\sigma^2 E(R_i) = \sum P_i (R_i - E(R_i))^2$$

$$\sigma_A = \sqrt{28} = 5.292$$

$$\sigma_B = \sqrt{50.8} = 7.127$$

ومنه: فإن الورقة B أكثر خطورة من الورقة A.

3- حساب معامل الارتباط بين الورقتين A و B مع التعليق:

$$R = \text{COV}_{A,B} / \sigma_A \sigma_B$$

$$R = 28 / (5.292)(7.127) = 7,415\%$$

ارتباط ضعيل بين الورقة A والورقة B

4/ تحديد الثنائية عائد-خطر لهذه المحافظ:

- المحفظة الأولى: لا يمكن حسابها لأن هناك شرط أن $W_2 = 1 - W_1$

- المحفظة الثانية:

$$= 100\% W_A$$

$$E(R_p) = \sum w_i E(R_i)$$

$$E(R_p) = 9$$

$$\sigma_p = \sqrt{w_i^2 \sigma_i^2 + w_j^2 \sigma_j^2 + 2w_i w_j \sigma_i \sigma_j R_{ij}}$$

$$= \sqrt{28.005} = 5.292 \sigma_p$$

-المحفظة الثالثة:

$$E(R_p) = 8$$

$$\sigma_p^2 = (0.75)^2 (5.292)^2 + (0.25)^2 (7.127)^2 + 2(0.75)(0.25)(5.292)(7.127)$$

$$(0.0175)$$

$$\sigma_p^2 = 19.93. \sigma_p = \sqrt{19.93} = 4.464$$

-المحفظة الرابعة:

$$E(R_p) = 7$$

$$\sigma_p^2 = (0.5)^2 (5.292)^2 + (0.5)^2 (7.127)^2 + 2(0.5)(0.5)(5.292)(7.127) (0.0175)$$

$$\sigma_p^2 = 21.05. \sigma_p = \sqrt{21.05} = 4.58$$

-المحفظة الخامسة:

$$E(R_p)=6$$

$$\sigma_p^2 = (0.25)^2(5.292)^2 + (0.75)^2(7.127)^2 + 2(0.25)(0.75)(5.292)(7.127)$$

(0.0715)

$$\sigma_p^2 = 31.33. \sigma_p = \sqrt{31.33} = 5.59$$

-المحفظة السادسة:

$$E(R_p) = 5$$

$$\sigma_p^2 = 50.79 \quad \sigma_p = \sqrt{50.79} = 7.127$$

-المحفظة السابعة: غير ممكن حسابها لنفس الأسباب المحفظة الأولى.

أفضل محفظة هي المحفظة الثالثة لأنها تحقق أدنى مستوى من الخطر.

التمرين الثاني:

1/ المقصود بالمؤشر، أنواعه، أهميته، كيفية حسابه:

المؤشر: وهو عبارة عن محفظة متكونة من عدد معين من أسهم لأهم الشركات الناشطة في السوق المالي، ويستخدم للاطلاع على وضعية السوق المالي وحركة الأسعار للأوراق المالية داخل هذا السوق.

أنواعه:

مؤشرات عامة: شامل وموسعة عدد متنوع من الشركات المدرجة دون الأخذ بعين الاعتبار طبيعية نشاطها

مؤشرات خاصة: جزئية، وتقيس أسعار قطاع معين أو أجزاء منه.

أهمية المؤشر:

إعطاء وضعية ملخصة عن السوق المالي، إمكانية تقييم معدل العائد المتوقع على ورقة مالية من خلال حساب معدل

عائد السوق، تقييم أداء الأوراق المالية والمخاطر مقارنة بأداء السوق.

كيفية حسابه:

اختيار العينة، عملية الترجيح على أساس (السعر، القيمة)،

حساب قيمة المؤشر على أساس طريقة الترجيح بالسعر

$$Int = \sum_{i=1}^n P_i \times S_i$$

$$S_i = P_i / \sum P_i$$

الأسهم	P _{t0}	S _{t0}	P _{t0} S _{t0}	P _{t1}	S _{t1}	P _{t1} S _{t1}
A	75	0.33	24.75	80	0.35	28
B	100	0.44	44	108	0.47	50.76
C	50	0.22	11	40	0.17	6.8
Σ	225			228		85.56

$$=79.75In_{t0}$$

$$=85.56In_{t1}$$

$$=\frac{85.56-79.75}{79.75} * 100 = 7.28\% \Delta I_n$$

بين الفترتين t_0 و t_1 ، نلاحظ أن قيمة المؤشر عرفت ارتفاع بنسبة 7.28% ويرجع ذلك أساسا ارتفاع أسعار بعض الشركات A و B .

التمرين الثالث:

1- دور الخيارات المالية في التخفيض من حدة المخاطر.

تسمح الخيارات المالية من التحوط ضد انخفاض أو ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ففي حالة ما إذا كان هناك احتمال انخفاض الأسعار في المستقبل على الأصول المالية المتداولة في السوق المالي، يمكن لكل من البائع والمشتري إبرام عقود خيارات (سواء خيار بيع أو خيار شراء) لتجنب حدوث خسائر مالية في المقابل يتحمل صاحب الخيار (البائع أو المشتري) تكلفة إبرام هذا العقد تسمى بالمكافأة وهي إلزام الدفع سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ. نوع الخيار: خيار شراء لأن التنفيذ يكون عندما ترتفع الأسعار، مما يعني أن الخيار مبني على توقعات ارتفاع الأسعار.

2- وضعية المستثمر: صاحب الخيار يراهن على ارتفاع الأسعار وتنفيذ الصفقة.

3- المعاملات المميزة لنتائجه:

• عند $P_n < 700$: عدم تنفيذ الصفقة فصاحب الخيار مضطر لدفع المكافأة.

النتيجة = - المكافأة = -10

• عند $P_n > 700$: يقوم صاحب الخيار بتنفيذ الصفقة لأن توقعاته تحققت

النتيجة = (سعر التنفيذ - سعر السوق - المكافأة) = $P_n - 700 - 10 = P_n - 710$

4- عند ارتفاع الأسعار إلى 750.

النتيجة: $750 - 710 = 40$.

2. الامتحان الثاني:

التاريخ: 22 جانفي 2017

جامعة باجي مختار - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

الأساتذة: حمدوش

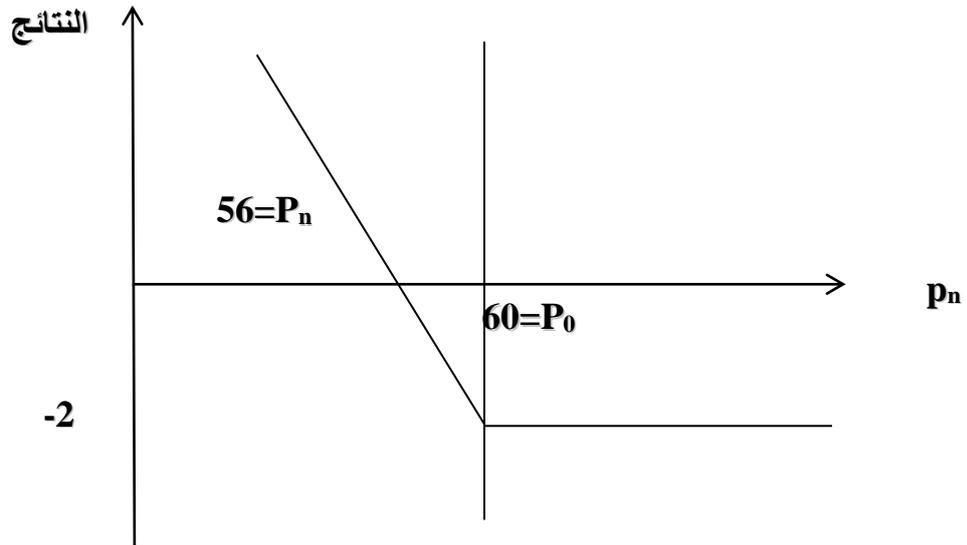
المدة: ساعة ونصف

قسم علوم التسيير السنة الثالثة إدارة مالية

إمتحان السداسي الثاني لمقياس المؤسسة الأسواق المالية

التمرين الأول (5 نقاط):

البيان التالي يمثل وضعية متعامل بالخيارات في السوق الأجل



- ما هو نوع هذا الخيار؟ وما هي وضعية المستثمر؟ وعلى ماذا يرهن؟
- مثل البياني الخاص بالطرف الثاني لهذا العقد؟
- حدد النتائج المترتبة عن هذا الخيار بالنسبة لكلا الطرفين في حالة إنخفاض، وفي حالة إرتفاع السعر إلى 65 ، علما أن عدد الأسهم المتفق عليها هو 10.

التمرين الثاني (6 نقاط):

يريد مستثمر مالي أن يستثمر في محفظة مكونة من أصلين A و B. تتوفر لديك معلومات عن مستوى العوائد المحققة لهذين الأصلين لسنة كاملة كما هي موضحة في الجدول الموالي.

الشهر	1	2	3	4	5	6
الأصل A %	20	20	30	50	80	-40
الأصل B %	20	30	40	20	50	-10
الشهر	7	8	9	10	11	12
الأصل A %	-50	20	50	60	0	-30
الأصل B %	-30	-30	20	30	10	-20

المطلوب:

- حدد متوسط العائد السنوي لهذين الأصلين؟
- حدد تباين عوائد الأصلين؟ ودرجة ارتباطهما؟
- حدد الثنائية عائد- خطر للمحفظة المكونة من هذين الأصلين بنسبة متساوية؟

التمرين الثالث (4 نقاط):

الشركة A مدرجة في السوق المالي، يبين الجدول الموالي أوامر السوق على أسهم هذه الشركة في إحدى الجلسات عبر فترات مختلفة:

الفترات	طلبات الشراء	حدود السعر	عروض البيع	حدود السعر
1	10	5	15	5
2	15	3	22	لأفضل
3	12	4	17	4
4	25	2	5	2
5	20	لأفضل	10	1,5

المطلوب:

- قم بتسعير أسهم هذه الشركة وفق طريقة التثبيت؟ مع تحديد سعر الإقفال وأهميته بالنسبة للمستثمرين؟

التمرين الرابع (5 نقاط):

- إشرح الفكرة التي يستند عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتخفيض خطر المحفظة؟
- حدد أهم الفروقات بين الأدوات المالية التقليدية و الأدوات المالية الحديثة؟

الحل النموذجي للامتحان الثاني:

التمرين الأول:

1- نوع الخيار: هو خيار بيع.

وضعية المستثمر: صاحب الخيار.

يراهن على أن أسعار الأسهم ستخف في المستقبل، وبالتالي يقوم بعقد خيار بيع، على أن يبيع هذه الأسهم بسعرها الحالي.

2- النتائج المترتبة:

$$1-2 \text{ انخفاض الأسعار من } P_0=60 \text{ إلى } P_n = 56$$

صاحب الخيار: ينفذ القرار

$$\text{النتيجة: } (2-56-60) \times 10 = 20 \text{ ون}$$

محدد الخيار: محبر على تنفيذ الخيار:

النتيجة: $(20 - 10 \times (2 + 56 - 60)) = 20$ ون

2-2 ارتفاع الأسعار من $60P_0 = 65P_n$ إلى

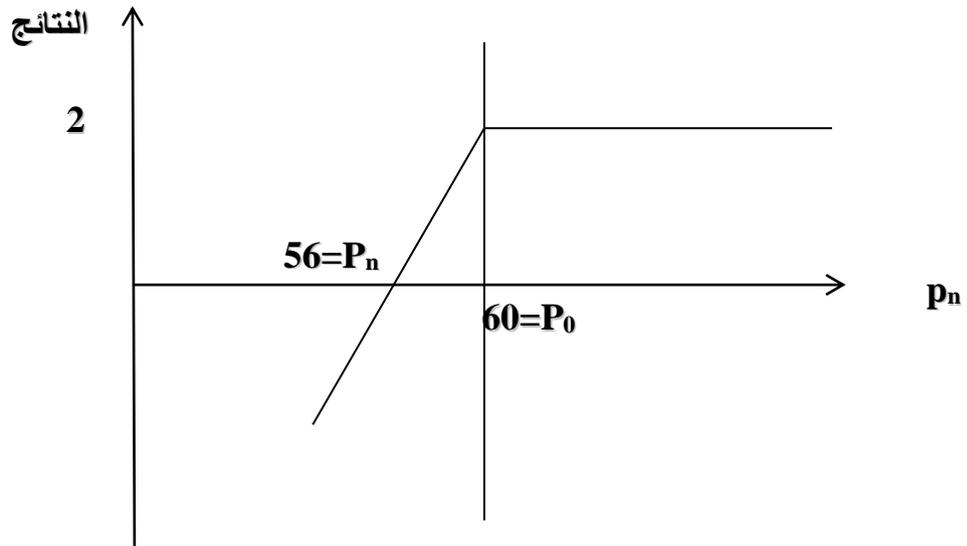
صاحب الخيار: لا ينفذ الصفقة لأن توقعاته لم تتحقق لكنه مجبر على دفع المكافأة لمحرر الخيار

النتيجة: $20 = 10 \times 2$

محدد الخيار: مجبر على عدم التنفيذ يتحصل على مكافأة

النتيجة: $20 = 10 \times 2$

3- التمثيل البياني: لمحدد الخيار



التمرين الثاني:

1/ حساب متوسط العائد السنوي لهذين الأصلين:

$$= \frac{\sum RA}{N} = 17.50\% \bar{R}_A$$

$$= \frac{\sum RB}{N} = 10.83\% \bar{R}_B$$

2/ حساب تباين عوائد الأصلين ودرجة ارتباطهما

$$\sigma_A^2 = 0.1535 = 15.35\% = \sigma_A = 39.18\%$$

$$\sigma_B^2 = 0.0674 = 6.74\% = \sigma_B = 25.96\%$$

$$= \frac{\sum \frac{1}{N} (RA - \bar{R}_A)(RB - \bar{R}_B)}{S_A S_B} = 0.0513 = 5.13\% R_{AB}$$

ارتباط ضعيف بين الأصلين.

3/ تحديد الثنائية عائد- خطر للمحفظة المكونة من هذين الأصلين بنسبة متساوية

$$= W_1 \bar{R}_A + W_2 \bar{R}_B = 0.5(17.50\%) + 0.5(10.83\%) E_p$$

$$E_p = 14.16\%$$

$$\sigma_p^2 = W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B R_{AB} = 0.0579 = 5.79\%$$

$$= 24.06\% \sigma_p$$

التمرين الثالث:

تسعير أسهم هذه الشركة وفق طريقة التثبيت مع تحديد سعر الإقفال وأهميته بالنسبة للمستثمرين

(1) - (2)	التجميع التصاعدي (1)	عروض البيع	التجميع التنازلي (2)	طلبات الشراء	ترتيب حدود السعر
69	69	22	-	-	لأفضل (عروض البيع)
37	47	15	10	10	5
10	32	17	22	12	4
[22]	15	-	37	15	3
[47]	15	5	62	25	2
[52]	10	10	62	-	1.5
[82]	-	-	82	20	لأفضل

يتبين من خلال هذا الجدول أن أقل فارق هو رقم 10، بمعنى أنه يوقف السعر 4، وهي القيمة السوقية لهذا السهم خلال جلسة تداول بطريقة التثبيت ومنه فان سعر الإقفال يساوي 4، ويمثل سعر إفتتاح للجلسة المقبلة. -أهميته: يرضي هذا السعر أكبر عدد من المستثمرين، ويمكن من تنفيذ أكبر عدد من الصفقات.

التمرين الرابع:

1/ الفكرة التي يستند عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتخفيض خطر المحفظة الفكرة تكمن في كون أن المخاطر غير المنتظمة يمكن التخفيض من حدتها بالتنبؤ، ولذلك ركز النموذج على المخاطر المنتظمة التي يقيسها بعامل بيتا Bi.

2/ أهم الفروقات بين الأدوات المالية التقليدية و الأدوات المالية الحديثة

الأدوات الحديثة	الأدوات التقليدية
<ul style="list-style-type: none"> -تشتق من قيمة الأوراق المصدرة -تستخدم أكثر من أجل التحوط ضد المخاطر -ليس لها سوق أولي. -تداول في الأسواق الآجلة -تنفيذ في أوقات لاحقة 	<ul style="list-style-type: none"> -مصدرة من طرف المؤسسة صاحبة الأوراق المالية -تستخدم للاستثمار (الحصول على العوائد) أو للحصول على الموارد المالية. -لها سوق أولي. -تداول في أسواق الحاضرة -تنفذ أوامر الشراء والبيع في وقتها.

3. الامتحان الثالث:

جامعة باجي مختار - عنابة -

التاريخ: 2018/1/21

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

المدة : ساعة ونصف

قسم علوم التسيير - سنة ثالثة إدارة مالية

أستاذة المقياس: حمدوش وفاء

امتحان السداسي الأول لمقياس المؤسسة و الأسواق المالية

التمرين الأول (5,6 نقطة):

الأصول المالية A، B، C، D متداولة في السوق المالي، هذه الأصول من المحتمل أن تحقق معدلات العائد حسب حالة السوق المالي

D		C		B		A		الأصول المالية
15	10	12	8	12	15	14	10	$R_i\%$
50	50	60	40	80	20	50	50	$P_i\%$

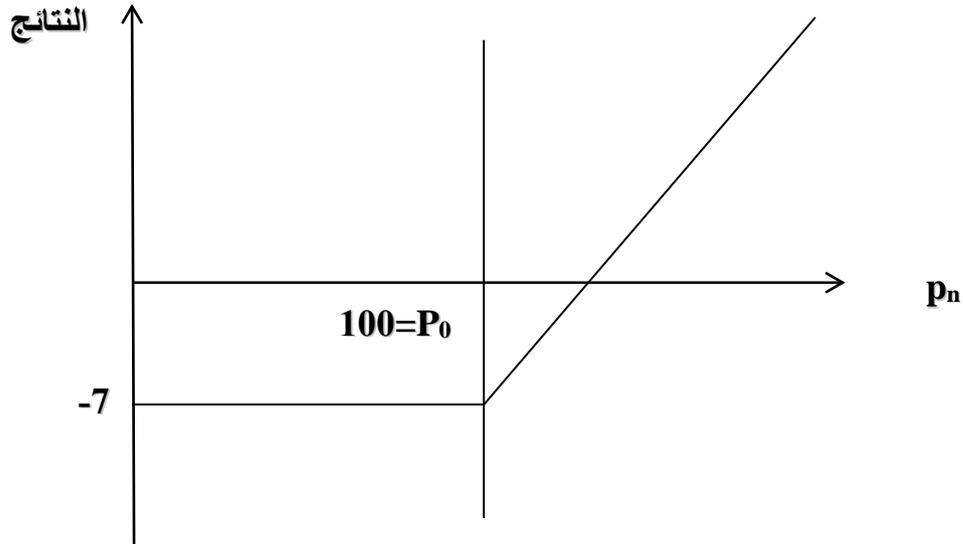
- 1- رتب تفضيل هذه الأصول حسب معيار الخطر؟
نفترض أن الأصول المالية A و B يدخلان في تكوين المحفظة المالية Z، في حين يدخل الأصلان الماليين C و D في تكوين المحفظة المالية Y. علما أن نسب الثروة المنفقة X_i في كل محفظة مالية متساوية بين الأصول.
- 2- أحسب معدل العائد لكل محفظة مالية؟
- 3- أحسب درجة الخطر لكل محفظة مالية؟
- 4- هل أدى التنويع في كل محفظة مالية إلى تقليل الخطر؟

التمرين الثاني (5,5 نقطة):

يلخص الجدول التالي شروط العقد والحركة السعرية المحتملة لأسعار الأسهم

عدد الاسهم: 100				العلاوة $\pi=7$				سعر التنفيذ
								$P_0 = 100$
130	120	110	107	93	90	85	80	P_n سعر السوق

كما يمثل البيان التالي وضعية المتعامل بالخيار الخاص بهذا السهم في السوق الأجل.



- 1- ما هو نوع الخيار؟ ما هي وضعية المستثمر؟ وعلى ماذا يراهن؟
- 2- مثل التمثيل البياني للطرف المقابل في هذا العقد؟ وإشرح في جدول نتائج توقعات الطرفين من هذا العقد؟
- 3- ما هي نتائج هذا الخيار بالنسبة لكلا الطرفين حسب حركة الاحتمالية لسعر السوق؟

التمرين الثالث (8 نقاط):

- ما هي أوجه التشابه والاختلاف بين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية التسعير بالمراجحة؟
- عرف كل من: السوق الثالث، مؤشر سوق المالي، المراجحة؟
- اذكر مختلف الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية؟

الحل النموذجي للامتحان الثالث:

التمرين الأول:

- 1- ترتيب تفضيل هذه الأصول حسب معيار الخطر:

$$\sigma_i = \sqrt{\sum P_i (R_i - E(R_i))^2}$$

$$E(R_i) = \sum P_i R_i$$

$$E(R_A) = 0.12 = 12\%$$

$$E(R_B) = 0.126 = 12.6\%$$

$$E(R_C) = 0.104 = 10.4\%$$

$$E(R_D) = 0.125 = 12.5\%$$

A		B		C		D	
$(R_i - E(R_i))$	$(R_i - E(R_i))^2$	$(R_i - E(R_i))$	$(R_i - E(R_i))^2$	$(R_i - E(R_i))$	$(R_i - E(R_i))^2$	$(R_i - E(R_i))$	$(R_i - E(R_i))^2$
-0.2	0.0002	0.024	0.0001152	-0.024	0.0002304	-0.025	0.0003125
0.02	0.0002	-0.006	0.0000288	0.016	0.0001536	0.025	0.0003125
$\Sigma = 0.0004$		$\Sigma = 0.000144$		$\Sigma = 0.000384$		$\Sigma = 0.000625$	
$\sigma_i = \sqrt{0.0004} = 0.02 = 2\%$		$\sigma_i = \sqrt{0.000144} = 0.012 = 1.2\%$		$\sigma_i = \sqrt{0.000384} = 0.019 = 1.9\%$		$\sigma_i = \sqrt{0.000625} = 0.025 = 2.5\%$	

الترتيب:

D,A,C,B

2- حساب معدل العائد لكل محفظة مالية:

$$E(R_z) = w_A E(R_A) + w_B E(R_B) = 0.5(0.12) + 0.5(0.126)$$

$$E(R_z) = 12.3\%$$

$$E(R_y) = w_C E(R_C) + w_D E(R_D) = 0.5(0.104) + 0.5(0.125)$$

$$E(R_y) = 11.45\%$$

3- حساب درجة الخطر:

$$\sigma_p = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \sigma_A \sigma_B R_{A,B}}$$

حساب $R_{A,B}$

$$R_{A,B} = \sum P_i (R_A - E(R_A))(R_B - E(R_B)) / \sigma_A \sigma_B$$

$P_i(R_A - E(R_A))(R_B - E(R_B))$
-0.000048
-0.000048

$P_i(R_C - E(R_C))(R_D - E(R_D))$
0.00012
0.00012

$$\Sigma = -0.000096$$

$$\Sigma = -0.000024$$

$$R_{A,B} = -0.000096 / 0.00024$$

$$R_{C,D} = 0.00024 / 0.000475$$

$$R_{A,B} = -0.4 = -40\%$$

$$R_{C,D} = 0.505 = 50.5\%$$

ومنه:

$$\sigma_z = \sqrt{(0.5)^2(0.02)^2 + (0.5)^2(0.012)^2 + 2(0.5)(0.5)(0.02)(0.012)(-0.4)}$$

$$= \sqrt{0.0001 + 0.000036 + 0.000048} = \sqrt{0.000088} = 0.00938$$

$$\sigma_z = 0.938\%$$

$$\sigma_y = \sqrt{(0.5)^2(0.019)^2 + (0.5)^2(0.025)^2 + 2(0.5)(0.5)(0.019)(0.025)(-0.505)}$$

$$= \sqrt{0.00009025 + 0.00015625 + 0.000199375} = \sqrt{0.000366375} = 0.019$$

$$\sigma_y = 1.9\%$$

4-التوزيع في كل محفظة:

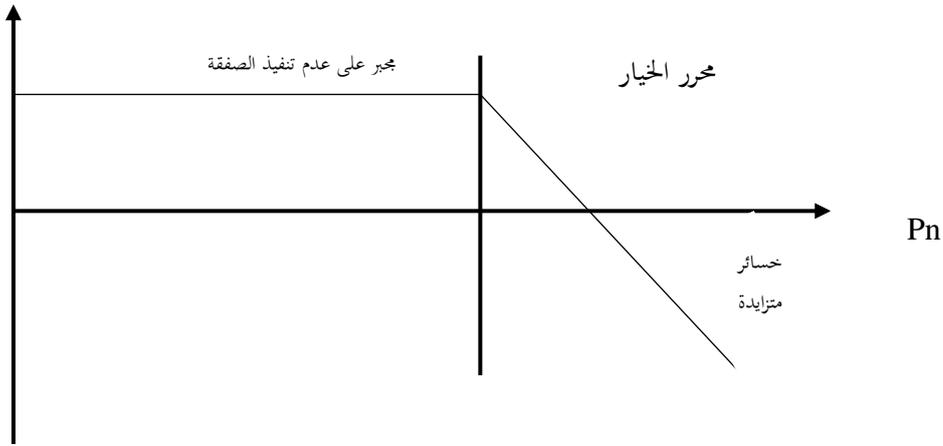
بالنسبة للمحفظة Z ، نعم لقد أدى التوزيع إلى تقليل الخطر، وذلك راجع إلى أن الارتباط بين الأصلين B و A متوسط وبصفة عكسية. أما بالنسبة للمحفظة Y ، فقد يتساوى خطر المحفظة مع خطر الأصل C ، وبالتالي فإن المستثمر الذي يرغب في الاستثمار في الأصل C . أو في المحفظة Y يتحمل نفس مستوى الخطر في المقابل يتحصل على عائد أكبر، أما المستثمر الذي يفاضل بين الاستثمار في الأصل D والمحفظة Y ، فيكون من الأفضل الاستثمار في المحفظة لأنها أقل خطر من الأصل D .

التمرين الثاني:

1-نوع الخيار: هو خيار الشراء.

وضعية المستثمر: صاحب الخيار

يراهن على أن الأسعار سترتفع في المستقبل.



$P_0 < P_n$	$P_0 > P_n$	
<ul style="list-style-type: none"> -تحققت توقعاته -ينفذ الصفقة -يحقق نتائج متزايدة رغم دفعه للصفقة 	<ul style="list-style-type: none"> -لم تتحقق توقعاته -لن ينفذ الصفقة -مخبر على دفع العلاوة -حسائره تمثل في دفع العلاوة -يتجه السوق ويشترى الأوراق المالية المرغوب فيها 	صاحب الخيار

$P_0 < P_n$	$P_0 > P_n$	
-مجرر على تنفيذ الصفقة -نتائج متناقضة رغم تحمله على علاوة	-مجرر على عدم تنفيذ الصفقة -يتحصل على علاوة	مجرر الخيار

3. نتائج هذا الخيار حسب الحركة الاحتمالية لسعر السوق:

صاحب الخيار:

130	120	110	107	93	90	85	80	P_n
2300	1300	300	0	-700	-700	-700	-700	النتائج

$(P_0 > P_n)$ النتيجة: $-\pi \times 100$

$P_0 < P_n$: النتيجة: (سعر السوق - سعر التنفيذ - المكافأة) $\times 100$

مجرر الخيار:

$(P_0 > P_n)$ النتيجة: $\pi \times 100$

$(P_0 < P_n)$ النتيجة: (سعر التنفيذ - سعر السوق + العلاوة) $\times 100$

130	120	110	107	93	90	85	80	P_n
-2300	-1300	-300	0	+700	+700	+700	+700	النتائج

التمرين الثالث:

1/ أوجه الاختلاف والتشابه بين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية التسعير بالمراجحة:

أوجه الاختلاف:

ApT	MEDAF
- تعتمد على مصادر عديدة للمخاطر المنتظمة.	- تعتمد على مصدر وحيد للمخاطر المنتظمة.
- تعتمد على محفظة مراجحة لا ثروة إضافية لها.	- تعتمد على محفظة السوق.
- تفترض المراجحة كأهم افتراض لها.	- الافتراض الأساسي لها هو كفاءة محفظة السوق.
- تعتبر أقرب للواقع.	- تعتبر افتراضاتها بشكل عام غير منطقية.
- غير مقيدة بفترة زمنية محددة بل تصلح لعدة فترات استثمارية.	- يصلح نموذجها لفترة زمنية وحيدة

أوجه التشابه:

- يصف النموذجان معا العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر الاستثمار المحتمل عند التوازن في أسواق رأس المال.

- يعتمد النموذجان على معادلة نموذجية خطية.

- يعتبر النموذجان أن المخاطر يجب أن تأخذ بعين الاعتبار وهي المخاطر المنتظمة.

2/ تعرف كل من:

-السوق الثالث: سوق جزء منه غير منتظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنتظمة، تتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها.

-مؤشر السوق المالي: يبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء السوق المالي أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.
-المراجعة: عملية البيع والشراء في سوقين منفصلين لتحقيق أرباح ناتجة عن فروقات الأسعار بين السوقين.
3/الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

- توفر للأعوان الاقتصادية مصدر للتمويل من خلال طرح أسهم وسندات.
- توفر لأصحاب الفائض المالي(المستثمرين) مجالاً للدخار والاستثمار من خلال شراء الأوراق المالية.
- المساعدة على تحويل الأموال من الفئات ذات الفائض إلى الفئات ذات العجز.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية على طريق طرح أوراق مالية حكومية.

4. الامتحان الرابع:

8 جانفي 2019

جامعة باجي مختار - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - قسم علوم التسيير

أستاذة: حمدوش

المدة: ساعة ونصف

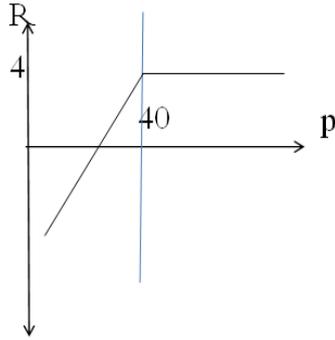
السنة الثالثة ادراة مالية

امتحان السداسي في مقياس المؤسسة والأسواق المالية

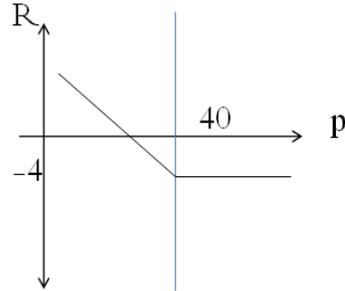
التمرين الأول (5 نقاط):

يمثل الشكل البياني الموالي عقد خيار

الشكل الثاني



الشكل الاول



1/ حدد نوع الخيار؟ حدد طرفي الخيار؟ وعلى ماذا يراهن كل طرف؟

2/ حدد نتائج هذا الخيار على طرفين في الحالتين التاليتين: ارتفاع الأسعار إلى 45، انخفاض الأسعار إلى 34، علما أن عدد الأسهم ضمن هذا العقد هي 200 سهم.

التمرين الثاني (10 نقاط):

1/ حدد السعر الحالي للسهمين A و B ومحفظة السوق ب 120، 1700، 260 على التوالي، علما أن التوزيعات الخاصة بالسهمين A و B تقدر ب 10 و 100 على التوالي تدفع في نهاية كل الفترة. الدراسة التنبؤية لأسعار السهمين وقيمة محفظة السوق موضحة في الجدول الموالي:

الاحتمال %	20	30	30	20
سعر الأصل A	180	150	130	100
سعر الأصل B	2400	2000	1500	2200
قيمة محفظة السوق	360	340	330	250

المطلوب: أحسب:

- الثنائية (عائد - خطر) للسهمين A و B ومحفظة السوق؟
- معامل التباين المشترك بين السهم A ومحفظة السوق، وبين السهم B ومحفظة السوق؟
- معامل الخطر النظامي B_A ، B_B وعلق عليهما؟

2/ نفترض أن السوق المالي يتكون من ثلاثة أصول A_1 ، A_2 ، A_3 ، وأن هناك أصل خالي من الخطر (سند الخزينة) يقدر عائده $R_F = 3\%$ ، العوائد المتوقعة والمبلغ المنفق على كل أصل هي على النحو التالي:

الأصول	A_1	A_2	A_3
المبلغ المنفق (المليار وحدة نقدية)	250	150	100
العائد المتوقع %	3	2,5	5

المطلوب:

- حدد تركيبة محفظة السوق (الوزن النسبي لكل أصل)؟ احسب عائد المحفظة؟
- احسب علاوة المخاطرة السوق؟ حدد معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؟
- بناء على المعادلة السابقة، احسب معامل الخطر النظامي لكل أصل (B_3, B_2, B_1) ؟
- إذا علمت أن المحفظة X تتكون من الأصول السابقة A_1 ، A_2 ، A_3 ، A_F ، وذلك على النحو التالي:

الأصول	A_F	A_1	A_2	A_3	المجموع
المبلغ المنفق على كل أصل	10	45	27	18	100

المطلوب: حدد الوزن النسبي لكل أصل؟ وفقا لمعاملات الخطر النظامي لكل أصل المحددة في السؤال السابق احسب العائد المتوقع E_X وفقا لمعادلة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية علما أن معامل الخطر النظامي لهذه المحفظة B_X يحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$B_3 X_3 + B_2 X_2 + B_1 X_1 + B_F X_F = B_X$$

التمرين الثالث (5 نقاط):

- 1/ يستعين المستثمر عند بناء تنبؤاته حول الأداء المستقبلي لأدواته المالية بعدة مؤشرات وأساليب من بينها التحليل الفني والأساسي، حسب رأيك ما الفرق بينهما، وأيها أهم لبناء تنبؤ أكثر دقة؟
- 2/ ماذا نقصد بأوامر السوق المالي وأهم تصنيفاتها؟
- 3/ أشرح المصطلحات التالية: كفاءة السوق المالي، مؤشر السوق، مبدأ السيادة، تسعير الأوراق المالية؟

الحل النموذجي لامتحان الرابع:

التمرين الأول:

1/ نوع الخيار: عقد خيار بيع

الشكل الأول: صاحب الخيار يراهن على انخفاض الأسعار في المستقبل؛

الشكل الثاني: محرر الخيار يراهن على عدم تنفيذ الصفقة لأن الأسعار حسب توقعاته سترتفع ويتحصل على المكافأة.

2/ نتائج الخيار:

1.2 في حالة ارتفاع الأسعار إلى 45 ون:

صاحب الخيار: لا ينفذ الصفقة لأن توقعاته لم تتحقق

$$\text{النتيجة: } -200 \times 4 = -800 \text{ ون}$$

محرر الخيار: مجبر على عدم التنفيذ

$$\text{النتيجة: } 200 \times 4 = 800 \text{ ون}$$

2.2 في حالة انخفاض الأسعار إلى 34:

صاحب الخيار: تحققت توقعاته ينفذ الصفقة

النتيجة: (سعر التنفيذ - سعر السوق - المكافأة) \times عدد الأسهم

$$(40 - 34 - 4) \times 200 = 400 \text{ ون}$$

محرر الخيار: مجبر على تنفيذ الصفقة

النتيجة: (سعر السوق - سعر التنفيذ + المكافأة) \times عدد الأسهم

$$(34 - 40 + 4) \times 200 = -200 \text{ ون}$$

التمرين الثاني:

1/ حساب ثنائية (عائد - خطر) للسهمين A و B ومحفظ السوق:

R _P	R _B	R _A	الاحتمالات %
-0,0385	0,3529	-0,083	20
0,2692	-0,0588	0,1667	30
0,3077	0,2353	0,3333	30
0,3846	0,4706	0,5833	20

ومنه:

$$E(R_i) = \sum P_i R_i$$

$$E(R_A) = 25\%$$

$$E(R_B) = 21,76\%$$

$$E(R_P) = 24,23\%$$

$$\sigma_i = \sqrt{\sum P_i (R_i - E(R_i))^2}$$

$$\sigma_A = 24,05\%$$

$$\sigma_B = 19,87\%$$

$$\sigma_P = 14,60\%$$

2/ حساب معامل التباين المشترك بين A ومحفظ السوق وبين B ومحفظ السوق:

$$\text{COV}(R_A, R_P) = \sum P_i (R_A - E(R_A))(R_P - E(R_P))$$

$$\text{COV}(R_A, R_P) = 0,0292$$

$$\text{COV}(R_B, R_P) = \sum P_i (R_B - E(R_B))(R_P - E(R_P))$$

$$\text{COV}(R_B, R_P) = -0,0023$$

3/ معامل الخطر النظامي $B_A B_B$

$$B_A = \text{COV}(R_A, R_P) / \sigma_p^2$$

$$B_A = 0,0292 / 0,0213 = 1,3709$$

$$B_B = \text{COV}(R_B, R_P) / \sigma_p^2$$

$$B_B = -0,0023 / 0,0213 = -0,1080$$

التعليق:

عوائد السهم A تستجيب لعوائد السوق استجابة قوية ($B_A > 1$)

عوائد السهم B تستجيب وعوائد السوق تتغيران باتجاه متعاك ($B_B < 0$)

3/ حساب الأوزان النسبية :

مجموع الثروة المنفقة على المحفظة/الثروة المنفقة على الأصل $X_i =$

$$X_1 = 45\% \quad X_2 = 27\% \quad X_3 = 18\% \quad X_F = 10\%$$

ومنه:

$$B_3 X_3 + B_2 X_2 + B_1 X_1 + B_F X_F = B_X$$

$$0,9 = B_X$$

$$E_P = 3\% + B_X 0,25\% = 3,225\%$$

التمرين الثالث:

1/ الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

التحليل الفني	التحليل الأساسي
لا يعني بتحديد السعر الحقيقي، فهو لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانا أو معلومات مالية لظروف الشركة، بل يتصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، لتحديد التوقيت المناسب للقرار الاستثماري، فحركة السعر في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركة السعر المستقبلية.	يعتمد على الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، وظروف الشركة وذلك من أجل تحديد سعر السهم الحقيقي الذي ينبغي أن يباع به السهم.
سهل وسريع وبالإمكان تطبيقه من قبل أي شخص على العديد من الأسهم	يطلب جهد ووقت وصعب الفهم

يقوم بتقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية.	يسعى إلى تقدير أسعار الأوراق المالية بدلا من القيم الحقيقية.
يصب كامل اهتمامه على الأداء التشغيلي للشركة أداء الصناعة والأرباح.	يكون التركيز أكبر على أسعار الورقة المالية وحجم التداول.
يكون التنبؤ بالأسعار للفترة الطويلة الأجل،	يحاول التنبؤ بالتغيرات القصيرة الأجل (التداول القصير)،
يستعمل مفاهيم الأرباح ومقسوم الأرباح وتوقعات معدلات الفائدة وتقييم مخاطرة الشركة لتحديد أسعار الأسهم المستقبلية والأداء المستقبلي للشركة.	يعتمد على الأسعار الماضية وحجم التداول للتعرف على الحركة المستقبلية للأسعار ومعرفة اتجاه السوق فيما إذا كان حالة شراء أو بيع.
يشير إلى الإجابة عن سؤال ما هو السهم الذي يتم اختياره؟ أي اختيار أسهم أفضل شركة	يشير للإجابة عن سؤال متى لأن التحليل الفني أداة لتوقيت السوق أي متى يتم شراء أو بيع الأسهم

2/ أوامر السوق: هي تلك التعليمات التي يصدرها المستثمرون أو المالكون للأوراق المالية إلى الوسطاء.

أهم تصنيفاتها:

- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ؛
- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ؛
- أوامر خاصة مثل أوامر الإيقاف وأوامر حرية التصرف.

3/ أشرح ما يلي:

- كفاءة السوق: تماثل المعلومات لدى كل المستثمرين الماليين أي عدم احتكار المعلومة.
- مؤشر السوق: قيمة محفظة السوق عند فترة زمنية ما يسمح بتحديد العائد لهذه المحفظة ويعكس حالة السوق المالي.
- مبدأ السيادة: عند نفس العائد نختار الأصل الأقل خطرا، وعند نفس درجة الخطر نختار الأصل الأعلى عائدا.
- تسعير الأوراق المالية: إيجاد القيمة السوقية للأوراق المالية، من خلال حجم تداولها بيعا وشراء.

5. الامتحان الخامس:

جامعة باجي مختار - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير / السنة الثالثة إدارة مالية
المدة: ساعة ونصف الأستاذة: حمدوش وفاء
التاريخ: 2020/1/13
امتحان في مقياس المؤسسة والأسواق المالية

التمرين الأول: (5 نقاط)

عرف المصطلحات التالية: المحفظة المثلى، السوق الكفاء، المؤسسة المسعرة، التوليفة المالية الاستثمارية، الوزن النسبي للثروة.

التمرين الثاني: (10 نقاط)

تم تعيينك كمحلل مالي للبنك X، وعليه فقد طلب منك تزويد مجلس الإدارة بمعلومات تسمح لهم بإعادة النظر في تركيبة المحفظة المالية المسيرة من قبلهم. تتوقع أن تكون القيم المستقبلية للأسهم في السوق المالي خلال سنة تابعة للحالة الاقتصادية. وقد تمكنت من تحديد ثلاثة حالات ممكنة: النمو، الاستقرار، التدهور بمستويات احتمالية مختلفة وفقا لما هو مبين في الجدول الموالي:

البيان	الأسعار الحالية	الأسعار المستقبلية في الحالات التالية:		
		النمو	الاستقرار	التدهور
الاحتمالات		30%	50%	20%
السوق	100€	140€	112€	70€
السهم A	25€	50€	20€	17€
السهم B	40€	10€	35€	50€

المطلوب:

- 1- أحسب العائد المتوقع لكل من السوق والسهم A والسهم B؟
- 2- حدد درجة الخطر لكل من السوق والسهم A والسهم B ؟
- 3- حدد درجة الارتباط بين السهمين A و B، والسهم A والسوق، والسهم B والسوق؟
- 4- حسب النتائج المتوصل إليها ما هي التركيبة التي توصي بها مجلس الإدارة؟

التمرين الثالث: (5 نقاط)

إليك المعلومات التالية عن صفقتي خيار بيع وخيار شراء لأسهم، علما أن مقدار المكافأة متساوية بالنسبة للخيارين وهي محسوبة على إجمالي الصفقة.

4800	4600	4400	4200	4000	3800	3600	الأسعار المستقبلية
158,48	158,48	158,48	158,48	158,48	158,48	158,48	المكافأة
							نتائج خيار الشراء بالسعر الحالي الاجمالي 4000
							نتائج خيار البيع بالسعر الحالي الاجمالي 4400

المطلوب:

متى يتم تنفيذ كل خيار؟ وما هي نتائجه بالنسبة لطرفي كل خيار (أكمل الجدول)

الحل النموذجي للامتحان الخامس:

التمرين الأول: عرف ما يلي:

- المحفظ المثلي: هي تلك التوليفة أو الشكلية المتنوعة والمتوازنة من الأصول المالية أو الأدوات الاستثمارية تكون ملاءمة لتحقيقه أهداف المستثمر (مالك المحفظة).
- السوق الكف: هي تلك السوق التي لا يمكن تحقيق صفقات مربحة فيها بالاعتماد على المعلومات، حيث أن هذه الأخيرة تكون متماثلة عند كل المتعاملين على مستوى هذا السوق.
- المؤسسة المسعرة: هي تلك المؤسسة صاحبة الأسهم، والتي قامت بطرحها على مستوى السوق المالي للاكتتاب فيها من قبل المستثمرين، وبالتالي قيمة هذه الأسهم تعكس قيمة هذه المؤسسة. وبالتالي تقول عنها مسعرة.
- التوليفة المالية الاستثمارية: هي عبارة عن محفظة مالية متكونة من مجموعة من الأوراق المالية الاستثمارية. الغرض منها هو تحقيق عائد معين حسب السلوك الاستثماري لصاحبها. ونظرته للمخاطرة.
- الوزن النسبي للثروة: هي ذلك المعدل المحدد بنصيب الثروة المنفقة على أصل مالي معين. مقارنة بمجملة الثروة المنفقة على المحفظة الكاملة ككل.

التمرين الثاني:

1. حساب العائد المتوقع للسوق والسهم A والسهم B

$$R = \frac{P_n - P_0}{P_0} \times 100$$

حساب المرودية:

0.2	0.5	0.3	الاحتمالات
$\times 100 \frac{70-100}{100}$ -30%	$\times 100 \frac{112-100}{100}$ 12%	$100 \frac{140-100}{100} \times$ 40%	السوق P
$\times 100 \frac{17-25}{25}$ -32%	$\times 100 \frac{20-25}{25}$ -20%	$\times 100 \frac{50-25}{25}$ 100%	السهم A
$\times 100 \frac{50-40}{40}$ 25%	$\times 100 \frac{35-40}{40}$ -12.5%	$\times 100 \frac{10-40}{40}$ -75%	السهم B

وعليه

$$=(0.4)(0.3)+(0.12)(0.5)+(0.2)(-0.3)E(R_P) = \sum p_i R_i$$

$$=0.12+0.06-0.06=0.12=12\%R_p$$

$$E(R_A) = (0.3)(1) + (0.5)(-0.2) + (0.2)(-0.32)$$

$$E(R_A) = 0.3 - 0.1 - 0.064 = 0.136 = 13.6\%$$

$$E(R_B) = (0.3)(-0.75) + (0.5)(-0.125) + (0.2)(0.25)$$

$$E(R_B) = -0.225 - 0.0625 + 0.05 = -0.2375 = -23.75\%$$

2. حساب درجة الخطر:

$$\sigma = \sqrt{\sum P_i (R_i - E(R_i))^2}$$

$$\sigma_A = 56,74\%$$

$$\sigma_B = 36,41\%$$

$$\sigma_P = 29,81\%$$

3. تحديد درجة الارتباط بين السهمين A و B، والسهم A والسوق، والسهم B والسوق:

$$R_{i,j} = \frac{\sum P_i (R_i - E(R_i))(R_j - E(R_j))}{\sigma_i \sigma_j}$$

ومنه:

$$R_{A,B} = 33,13\%$$

$$R_{A,P} = -94,96\%$$

$$R_{B,P} = 44,51\%$$

4. بناءً على النتائج المتوصل إليها، أفضل تركيبة هي السهم A والسوق لأنهما يمثلان أقل درجة إرتباط (34%) إرتباط ضعيف، ويحققان أفضل العوائد.

التمرين الثالث:

1. بالنسبة لخيار الشراء: يتم تنفيذه عندما ترتفع الأسعار إلى أكثر من 4000

2. بالنسبة لخيار البيع: يتم تنفيذه عندما تنخفض الأسعار دون 4400

نتائج الخيارات:

4800	4600	4400	4200	4000	3800	3600	الأسعار
641.52	441.52	241.52	+41.52	41.52+	158.48-	158.48-	صاحب خيار الشراء
-641.52	-441.52	-241.52	-41.52	41.52-	158.48+	158.48+	محرر خيار الشراء
-158.48	-158.48	-158.48	+41.52	41.52+	+241.52	641.52+	صاحب خيار البيع
+158.48	+158.48	+158.48	-41.52	41.52-	241.52-	641.52-	محرر خيار البيع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم الكراسنة (2010)، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
2. إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح (2016)، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية الصادرة عن جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 17 العدد 2.
3. أحمد بن محمد الخليل (2004)، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي، السعودية.
4. أزهرى الطيب الفكي أحمد (2019)، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان، الأردن.
5. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي (2011)، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن.
6. أمال كامل عبد الله (2004)، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، مصر.
7. أمين السيد أحمد لطفى (2000)، المحاسبة في الاسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر.
8. أمين السيد أحمد لطفى (2005)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر.
9. أوجين برينغهام، مشيل إيرهاردت (2009)، الادارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ، السعودية.
10. بصيري محفوظ (2016)، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وآثارها على التنمية الاقتصادية دراسة حالة-بورصة الجزائر-خلال الفترة (2001-2015)، مجلة معارف صادرة عن جامعة البويرة، العدد 21.
11. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان (2019)، الأوراق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد، الجزائر.
12. بن لطرش خالد (2018): اختبار مدى تنبؤية وربحية التحليل الفني للأوراق المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف.
13. بورصتي القاهرة والإسكندرية، (بدون سنة)، أساسيات الاستثمار في السندات، مطبوعة تعليمية.
14. بوكساني رشيد (2006)، معوقات أسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر.
15. جميل أحمد توفيق (1987)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت.
16. حسين بني هاني (2002)، الاسواق المالية، طبيعتها تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار المكتبة الوطنية، الأردن.
17. حسين كريم (2003)، ادارة المنظمات: المنظور كلي، دار الحامد، الطبعة الأولى، الاردن.
18. خالد وهيب الراوي (2008)، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن.

19. خليفني عيسى (2003) محاضرات في اقتصاد المؤسسة، مكتبة المنار، الجزائر .
20. دريد كامل آل شبيب(2009)، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري، الأردن.
21. دريد كمال آل شبيب(2012)، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الاردن.
22. ديماء وليد حنا الرضي (2015)، الأسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية، جامعة الدول العربية، مصر.
- 23.رامي محمد كمال (2019)، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، الطبعة الأولى، المكتب الإسلامي، السعودية.
24. زواوي فضيلة(2009)، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر.
25. سرارمة مريم(2012)، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، دراسة تحليلية: مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة.
26. سمير عبد الحميد رضوان حسن(2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر.
27. شعبان محمد إسلام البرواوي (2002)، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق.
28. شمعون شمعون(2005)، البورصة، بورصة الجزائر، دار الأطلس، الجزائر.
29. صالح خالص(1997)، المبادئ الأساسية للمحاسبة العامة والمخطط المحاسبي الوطني، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر.
30. طارق عبد العالي حصاد(2001)، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر.
31. الطاوس حمداوي (2017)، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر (حالة الجزائر)، الطبعة الأولى دار الاعصار العلمي، الأردن.
32. عبد الرزاق بن حبيب(2009)، إقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
33. عبد الغفار حنفي، درسيه فريقياص(2001)، السوق والمؤسسات مالية، جامعة الاسكندرية، مصر.
34. عبد الله عبد الله السنقي (2013)، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء.
35. عبد المجيد المهيلمي (2004)، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ص 47.
36. عبد النافع الزرري، غازي فرح(2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن.
37. عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليحنبل،(2017)، مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد(1).
38. العربي دخوش(2001)، محاضرات في اقتصاد المؤسسة، مطابع جامعة منتوري، الجزائر.
39. عصام حسين (2010)، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن.

40. عصام عبد الغنى علي، أحمد عبد المنعم شفيق، (2010)، إدارة الأسواق الدولية الاستراتيجية والدوافع وثقافات إتمام الصفقات وإدارة المخاطر واتخاذ القرارات، مركز التعليم الفتوح. بجامعة بنها، مصر.
41. علي السلمي (2000)، إدارة الموارد البشرية دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر.
42. علي بن الضب، محمد شيخي (2017)، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.
43. عمر صخري (2006)، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر.
44. عيساوي سهام (2017)، الادوات المالية المشتقة، أهميتها، أنواعها واستراتيجيتها -بورصة-، دار الحامد، الأردن.
45. غول فرحات (2008)، الوجيز في إقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر.
46. فاضل محمد فوزي وآخرون (1999)، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن.
47. فايز الزغبي، محمد إبراهيم عبيدات، (1997)، أساسيات الادارة الحديثة، دار النشر والتوزيع، الأردن.
48. فهد الخويماي، (2004)، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض.
49. قاسم محمد حزم الحمود (2016)، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها، مجلة العلوم والبحوث الاسلامية الصادرة عن جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 11، العدد (1).
50. كزار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، (2013)، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية الصادرة عن المركز القومي للبحوث بالسعودية، المجلد 9 العدد (29).
51. مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان (2005)، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض.
52. متاجر ويداد، قادري علاء الدين (2017)، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم، دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمال للأوراق المالية، مجلة الامتياز البحوث الاقتصاد والإدارة صادرة عن جامعة الاغواط، المجلد 1، العدد 2.
53. محمد أحمد عبد النبي (2009)، الأسواق المالية، الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن.
54. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد (2003)، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية.
55. محمد علي إبراهيم العامري (2013)، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن.
56. محمد علي العامري (2015)، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن.
57. محمد فرح عبد الحليم (2013)، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، الطبعة الثانية، اليمن.
58. محمود محمد الداغر (2005)، مؤسسات أوراق البورصات، دار الشروق، الأردن.
59. محمود يونس وآخرون (2004)، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر.

60. مصطفى يوسف كافي (2014)، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية دار مؤسسة رسلان، سوريا.
61. مصطفى يوسف كافي وآخرون (2017)، أسواق مالية ومصرفية، الطبعة العربية الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن.
62. منير إبراهيم هندي (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر.
63. مؤيد عبد الرحمن الدوري (2010)، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية إثراء للنشر والتوزيع، الأردن.
64. ناصر دادي عدون (1998)، إقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر.
65. نصيب رحم، عماني لمياء، بن علي سمية، (2018)، تقييم المؤسسات دروس وتطبيقات محلولة، الطبعة الأولى، الدار الجزائرية، الجزائر.
66. هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى (2010)، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد الصادرة عن جامعة بغداد، العدد 81.
67. هوشبار معروف (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، الأردن.
68. وليد صافي، أنس البكري (2009)، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن.
69. يقاس وليد، بن دادة عمر (2019)، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، الصادرة عن جامعة المسيلة، المجلة 4، العدد 1.
70. يوسف بن عبد الله الشبيلي (2010)، التأجير التمويلي، دراسة فقهية مقارنة بمشروع نظام الإيجار التمويلي، جامعة الأمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
71. يوسف حسن يوسف (2012)، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر.

المراجع باللغة الأجنبية:

1. César Medeiros Cupertino Paulo Roberto Barbousa Lustosa (2004), *the ohls on model of evaluation of companies: tutorial for Use, BRAZILIAN BUSINESS REVIEW, Vol 1, NO1.*
2. Chantal Bussenault, Martine pretet (2002): *Economie et gestion de l'entreprise, veuibert, 3^{ème} édition, paris.*
3. Chirila Viorica (2010), *L'évaluation statistique de la performance d'un portefeuille d'actions, editura Sedcom libris, Romania.*
4. Erwan Le Saout (2013), *Introduction aux Marchés Financiers, Economica, 4e édition, paris.*
5. Farouk Bouyakoub (2000), *L'entreprise et le financement bancaire, casbah éditions, ALGERIE.*
6. John Hull, Christophe Godlewski, Maxime Merli (2012), *Gestion des risques et institutions financières, 3^{ème} édition, PEARSON, France, p98.*
7. Josette peyrard (1973), *Risque, Rendement et évaluation des actifs financiers, Journal de la société statique de paris, tome 114.*

8. *Pascal Barneto, Georges Gregorio (2017), Finance, L'essentiel En Fiches, DUNOD 4^{émé} édition, Paris.*
9. *Robert Coblaut, Roland Gillet, Georges Hubner (2015), La gestion de portefeuille, Instruments, Stratégie et performance, 2^e édition, de boeck, Belgique.*

المواقع الالكترونية:

1. https://mawdoo3.com/%D8%A8%D8%AD%D8%AB_%D8%AD%D9%88%D9%84_%D9%88%D8%B8%D9%8A%D9%81%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B3%D9%88%D9%8A%D9%82 Consulté le 20/09/2020
2. http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/90/90_develop_bridge27.pdf Consulté le 15/8/2020
3. <https://universitylifestyle.net/%D9%85%D8%A7%D9%87%D9%8A%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA%D8%A3%D9%86%D9%88%D8%A7%D8%B9%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%AE%D8%B5%D8%A7%D8%A6%D8%B5%D9%87%D8%A7%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B1> Consulté le 20/8/2020

4. بزاز حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، متوفر على الموقع: Almohasba.Blogspot.com/2019/02/blog-spot.html. consulté le 16/09/2020.

5. محروس حسن (1993)، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، متوفر على الموقع الالكتروني لكتب عربية: www.Kotobarabia.com.