

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/358284098>

# التقييم قرارات الاستثمار الجزء الثاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

Book · February 2022

CITATIONS

0

READS

703

1 author:



**Kamel Kadhem Al-Kenany**  
Al-Mansour University College

37 PUBLICATIONS 5 CITATIONS

SEE PROFILE

# تقييم قرارات الاستثمار

## الجزء الثاني

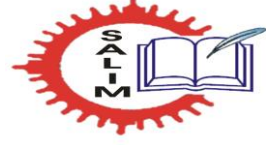
الاستثمار المالي: الادوات والتحليل المالي



أ.د. كامل كاظم بشير الكناني

استاذ التخطيط واستراتيجيات التنمية

2021



# تقييم قرارات الاستثمار

الجزء الثاني

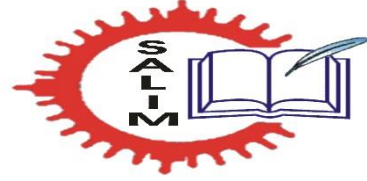
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

أ.د. كامل كاظم بشير الكناني

استاذ التخطيط واستراتيجيات التنمية

1441 هـ / 2021

بغداد



332 ، 632

ك/929. الكناني، كامل كاظم بشير  
قرارات الاستثمار ج/2، كامل الكناني  
بغداد : دار الدكتور ، 2021

~ ص : ~ سم.

العراق- أ- العنوان

م. و 2021/1278

(الفهرسة اثناء النشر)

رقم الايداع في دار الكتب والوثائق ببغداد ( 1278 ) لسنة 2021  
الناشر: دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية.  
العنوان: بغداد- شارع المتنبي- الفرع المجاور لمطبعة الاشبال.  
حقوق الطبع محفوظة للمؤلف

موبايل: 07901978525 - 07706479159





قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا



إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

صدق الله العظيم

سورة البقرة الآية 32



## الاهداء

	<p>الى بلدي العراق.....</p> <p>وهو يخوض معترك الحياة نحو غد أفضل....اللهم أحفظ العراق</p> <p>الى روح والدي (رحمه الله).....</p> <p>إليك يا أحب رجل إلى قلبي.. إليك يا من كلله الله بالهيبة والوقار..</p> <p>إلى من علمني العطاء بدون انتظار</p> <p>الى والدتي .....</p> <p>إليك يا من غرست حبها في قلبي جذراً عميقاً و زرعنتي خيراً</p> <p>وعطاءاً..</p> <p>يا من حصدت الأشواك عن دربي لتمهد لي طريق العلم..</p> <p>الى أخوتي خواتي...</p> <p>إيكم ....أنتم نورٌ يضيء الظلمة عندما افتقد الضياء و الصواب</p> <p>الى زوجتي وابنائي...</p> <p>انتم العيون التي غرست نفسها داخل روحي</p>	
--	---	--



## المقدمة

تُعد الاسواق المالية من المكونات الأساسية لعملية الاستثمار في عالمنا المعاصر، لما تتضمنه من كفاءة استثمارية معبر عنها بالكفاءة الاقتصادية لأدوات الاستثمار المالي في مدى قابليتها للتداول (Negotiability) من عمليات البيع والشراء في الاسواق المالية (البورصة). لقد شهدت هذه الأدوات المالية عبر الزمن مراحل وتطورات حتى وصلت إلى أهمها وأشهرها في العصر الحديث من أسهم وسندات في سوق الأوراق المالية أو ما تتضمنه من أوراق تجارية و ودائع وقبولات مصرفية في اسواق النقد، حيث تمثل الأسهم (حق الملكية على بعض الموارد كالمصانع والشركات )، والسندات ( التي تمثل حق الدائنية تجاه مدين معين )، والنقود ( التي تعطي حائزها حق الحصول على أي سلعة أو خدمة ). وقد تطورت أشكال الأصول المالية الممثلة للملكية ( الأسهم ) مع ظهور الشركات المساهمة، كما تطورت أشكال الأصول المالية الدائنة ( أو المديونية ) مع تطور الأوراق التجارية والسندات.

وفي هذا السياق، لم يقتصر التطور في الاسواق المالية على ظهور هذه الأصول المالية الجديدة ( أسهم وسندات وأوراق تجارية فحسب ) بل ساعد على انتشار تداولها ظهور مؤسسات مالية قوية تصدر هذه الأصول باسمها وبما انعكس ايجاباً في تمتعها بثقة الجمهور إلى زيادة تداول هذه الأسهم والسندات بين الجمهور، كما في ظهور البورصات المالية واتساع مديات تأثيرها على مجمل حركة الاقتصاد الوطني من جهة وظهور المؤسسات المالية الوسيطة (البنوك) وتشعب عمليات التمويل.

وازاء هذه التعددية في الأدوات والمؤسسات المالية، يجد المستثمرون انفسهم جاهدين على التقاط الفرص الاستثمارية المناسبة او الملائمة لهم في عمليات الاستثمار المالي، وبما يتضمن من فرضية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب للفوز بهذه الفرصة الأقرب في تحقيق الهدف الرئيسي للاستثمار في جني الارباح او تفعيل مسارات العمل الاستثماري الناجح لسلسلة من عمليات الاستثمار المنشودة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وانطلاقاً من الواقع الراهن فإن القرار الاستثماري لم يعد مقتصرًا على الاستثمار الحقيقي او العيني (كما جاء في الجزء الاول من هذه السلسلة) في كل ما يرتبط بإنتاج السلع والخدمات، من مشاريع وعقارات وسلع متنوعة، لغرض تحقيق قدر معين من الأشباع لحاجات الانسان فحسب، بل امتد ليشمل آفاقاً أوسع في عملية الاستثمار نحو الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق مالية، بورصات. ان الدور المتصاعد للأسواق المالية في ظل التوجه نحو اقتصاد السوق والعولمة وما رافق ذلك من تطور في وسائل الاتصال والتعامل الالكتروني جعلت منها محفزاً للاستثمار العيني وموازياً له.

لقد أصبح، اليوم، الاستثمار المالي محركاً فاعلاً في اقتصادات الدول على اختلاف أنظمتها الاقتصادية، في نقل رؤوس الأموال من وحدات الفائض المالي الى وحدات العجز المالي بهدف التوظيف في المجالات الاستثمارية المختلفة. وفي ذلك انعكاس لعملية التنمية في حركة رأس المال كفاعل ومولد للفعل الاستثماري بجانبه العيني والمالي. ونظراً لما يمتاز به هذا العنصر الإنتاجي من ندرة نسبية في معظم اقتصادات الدول، وبالذات النامية منها، يمكن تصور الأهمية الاستثنائية في إيلاء هذا العنصر الإنتاجي الاهتمام المطلوب في العملية الاستثمارية، وبالذات عند اتخاذ قرار الاستثمار.

وفي سياق تحليل الاسواق المالية وبما يخدم كفاءة و دقة القرار الاستثماري المتخذ، فانه لا بد من ان يتناول هذا التحليل كيان مهم وحيوي في صيرورة تكوين هذه الاسواق بالاضافة الى المستثمر الفرد، الا وهي الشركات، التي تشكل المحرك الأساسي لعملية الاستثمار المالي سواء في تداول الأوراق المالية او/و في التعامل مع المؤسسات المالية ذات العلاقة واهمها البورصات المحلية او الدولية. ان معرفة الوضع المالي للشركات و فحص مسارها الوظيفي في مدى النجاح او الاخفاق يشكل اضاءة مهمة امام المستثمر في التعامل مع هذه الشركات، وخاصة المساهمة منها، للولوج في عملية الاستثمار المالي.

وانطلاقاً مما ورد اعلاه جاء هذا الجزء ( الثاني) من "تقييم قرارات الاستثمار" عن الاستثمار المالي في محورين أساسيين ؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

• **المحور الاول:** تناول مفاهيم الاستثمار المالي والاسواق المالية ومكوناتها الاساسية في تحليل هذه الاسواق، متطرقين في ذلك الى أهم أدوات الاستثمار المالي والنقدي والأساليب الفنية (الكمية) الأكثر انتشاراً في الاستخدام لتقييم هذه الادوات واختيار الأنسب منها في عملية الاستثمار المالي؛ وهو ما تناولته الفصول الاول والثاني والثالث والرابع من هذا الكتاب.

• **المحور الثاني:** تحليل الوضع المالي أنطلاقاً من اهم أنواع هذا التحليل ثم تحليل هيكل التمويل في الشركات من التنبؤ بالاحتياجات التمويلية للشركات واهم مصادر التمويل والآليات المعتمدة في اختيار الأنسب منها، مع استعراض لأهم النسب التمويلية في تقييم الأداء المالي ، بما في ذلك التنبؤ بحالات التعثر والفشل للشركات في سوق العمل، وهو ما جاء في الفصلين الخامس والسادس من هذا الكتاب.

ومن الله التوفيق





## الفصل الاول أسواق الأوراق المالية

يحظى موضوع الأسواق المالية (Financial market) بأهتمام بالغ في النظم الإقتصادية المعاصرة ، خاصة تلك التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده.

### 1-1 مفهوم الاسواق المالية ، الأهمية والمكونات الأساسية

تستمد الأسواق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة منذ القدم، ولكن السلع هي التي تتغير ويتم التعامل بها على وفق سياقات تتوافق وكل زمان ومكان تبعاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية ، ومن ذلك أدوات التعامل في السوق. هذه الأدوات تكسب أهميتها من طبيعة النظام الاقتصادي القائم ، من النظام السلعي في التعامل مع سلع معينة كالذهب، أو الحبوب أو المنتجات المتنوعة إلى نظام التبادل في الأوراق المالية بين الأفراد والمؤسسات، ومن أهمها البورصات. فما هي الأسواق المالية وما هي أهميتها ومكوناتها الرئيسية ؟

### 1-1-1؛ المفهوم والأهمية والخصائص

#### اولاً؛ مفهوم الأسواق المالية

الأسواق المالية هي المكان الذي يتلقى فيه البائع والمشتري لاجراء تبادلات مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع أو المشتري مدخراً او مستثمراً للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تمويل المدخرات النقدية لأصول إستثمارية أو تمويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى. ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي ونمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال والقوانين، والإجراءات المنظمة للتعامل.

### ثانياً؛ أهمية الأسواق المالية

تتجلى هذه الأهمية في كون السوق المالية حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين؛ والتي يمكن تركيزها في جانبين رئيسيين، هما:

- مؤسسات اقتصادية و أفراد لديهم فائض يحتاجون لمن ينوب عنهم للاستثمار المربح، إما لعدم توفر الخبرة والكفاءة لديهم أو وقتهم لا يسمح لهم بالاستثمار؛ وبالتالي يستطيعون تحقيق عائداً على هذا الفائض من خلال أقراضه الى اشخاص آخرين يرغبون في الحصول على الموارد الحقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والاراضي... الخ. بالمقابل هناك؛

- مؤسسات اقتصادية قادرة ولها الرغبة في الاستثمار لكنها تعاني من عجز في التمويل. وتساعد الأسواق المالية على تنظيم تدفق الاموال من مدخرات الأفراد والوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها اموال فائضة وتحويلها الى استثمارات مفيدة.

وبذلك يمكن القول ان السوق المالي يتضمن تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات المالية بتجميع المدخرات من الأفراد والوحدات الاقتصادية وإقراضها للمشروعات لتمويل عملياتها التجارية و الإستثمارية، اي تفعيل عمليتي الادخار والاستثمار في الاقتصاد الوطني، من خلال<sup>(1)</sup>:

- تسهيل عمليات الاستثمار في جميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الإستثمار العام والخاص، وتكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة، وبما يساهم في تنشيط الإقتصاد الوطني. ان هذه الأهمية تتجلى في تشجيع سوق الأوراق المالية على تنمية الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار.

---

<sup>1</sup> - عبدالنبي، محمد أحمد، "الاسواق المالية الاصول العلمية والتحليل الاساسي"، زمزم ناشرون،

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- تحقيق مصالح البائع والمشتري للحصول على المنافع المرغوبة، ويتجلى ذلك المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)، فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخلاً أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع.

- تعتبر هذه الأسواق أحد القطاعات المهمة في تكوين رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس، في سهولة ويسر. بعبارة أخرى؛ يلجأ الأفراد والمنظمات الذين يرغبون في الحصول على الأموال إلى الأسواق المالية حيث يلتقون إما بشكل مباشر أو غير مباشر مع الأطراف الأخرى ذات الفوائد النقدية.

- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها بما يلي:

- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعتمد عليها بعض الأطراف.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

وبشكل عام فإن مصطلح الأسواق المالية يدل على آليات من الاستثمار أكثر منه موقع مادي أو منظمة، وبالتالي تُصَف الأسواق المالية عادة على أنها نظام يتضمن مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأدوات المالية والإجراءات في جمع المقرضين والمقترضين بغض النظر عن الموقع.

### ثالثاً؛ خصائص الأسواق المالية (الاستثمار المالي)

تتجلى أبرز خصائصها في توفير مايلي:

- وجود ثلاثة أطراف أساسية ؛ بائع ومشتري و وسيط.
- وجود أسواق متطورة للتعامل بها.
- تعطي مالكيها حق المطالبة بالفائدة أو الربح، عند موعد الإستحقاق في السندات، وعند التصفية في حالة الأسهم.
- ليس لها كيان مادي ملموس، فهي لا تحتاج الى مصاريف كثيرة كمصاريف للنقل او الخزن.
- تتسم هذه الاسواق بالتجانس، إذ يتم التداول بين مجموعة سماسرة و/أو وسطاء.
- ارتفاع درجة مخاطرها نتيجة لتذبذب اسعارها تبعاً للعرض والطلب على الأموال.
- جوهر التعاملات في السوق هو الأموال في شكل أوراق مالية أو نقدية .

## 1-1-2 أنواع و مكونات الأسواق المالية

تستخدم الأموال في المشروعات الاقتصادية بشكل عام في مجالين رئيسيين؛ إما في تمويل رأس المال الأساسي أو المستثمر (Invested Capital)، وإما في تمويل رأس المال العامل (Working Capital). وتستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، بينما تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي. وهناك تباين في أغراض التمويل في الحالتين، حيث يمول رأس المال المستثمر بأدوات استثمار طويلة الأجل، عن طريق القروض طويلة الأجل أو إصدارات لأوراق مالية كالأسهم والسندات، أما رأس المال العامل فإنه يمول بأدوات استثمار قصيرة الأجل، كالقروض قصيرة الأجل أو إصدارات قصيرة الأجل كشهادات الإيداع والقبولات المصرفية وأذونات الخزينة، وهو ما سنأتي على ذكره تباعاً.

أولاً؛ تصنيف الأسواق المالية من حيث طبيعة الاواق المالية الى سوقيين رئيسيين هما<sup>(2)</sup>:

1. **سوق رأس المال (Capital Markets)**؛ هي السوق، من المؤسسات والأفراد، التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية قابلة للتداول<sup>(3)</sup>، ذات مدد متوسطة أو طويلة و التي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة من أجل تحقيق عائد او تمويل استثمارات رأسمالية. وأهم أدوات هذه

---

<sup>2</sup> - العامري ، محمد علي ابراهيم؛ " الإدارة المالية"، جامعة بغداد/ كلية الادارة والاقتصاد، 2001، ص67-72.

<sup>3</sup> - تمثل الورقة المالية السلعة التي يجري تداولها بيعاً وشراءً في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الاسواق المالية المعاصرة. الورقة المالية تمثل حقاً قانونياً لحاملها (او المسماة له) في اصل رأسمالي (نقدي او عيني) تجاه جهة الإصدار. ولغرض التبسيط ، فإن المقرض يحصل على ضمان (security) من المقرض كما هو شأن المصرف، لغرض التصرف به عند حلول أجل الاستحقاق وعدم وفاء المقرض بوعده، والتصرف بالضمان يمكن المقرض الحصول على اصل القرض والدخل المتوقع منه خلال مدة الاستحقاق. للمزيد انظر: الداغر، محمود محمد، "الاسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الاردن/ عمان، 2007، ص85

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

الاوراق أو الادوات المالية هي الأسهم (أداة ملكية) والسندات (أداة دين) التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول، وهذه المؤسسات تشكل ما يطلق عليه بـ "سوق رأس المال" والذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين، وأهم مواصفاته:

- استثمارات طويلة الأجل
- مخاطرة مرتفعة نسبياً.
- عائد مرتفع نسبياً.
- سيولة مختلفة.

2. **سوق النقد (Money Market)؛** هي السوق، من المؤسسات والأفراد، التي تتعامل في الأدوات المالية (الاوراق المالية) قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة، حيث يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي بالإضافة إلى السماسرة، و تتصف بالسيولة العالية، وانخفاض درجة المخاطرة. والوظيفة الأساسية لسوق النقد هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل. ومن أمثلة هذه الاوراق أدونات الخزنة والاوراق التجارية والكمبيالات المصرفية وشهادة الایداع، وأهم مواصفات هذا السوق:

- استثمارات قصيرة الأجل.
- مخاطرة منخفضة نسبياً.
- عائد منخفض نسبياً.
- وجود نوع من الحماية لرأس المال المستثمر.
- سيولة عالية.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

جدول (1)

الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال

الأوراق المتداولة في سوق رأس المال طويلة الأجل	الأوراق المتداولة في سوق النقد قصيرة الأجل
1. الأسهم: أ. أسهم عادية ب. أسهم ممتازة 2. السندات: أ. سندات حكومية ب. سندات غير حكومية 3. حقوق الشراء والبيع: أ. حقوق الشراء والبيع التي يصدرها الأفراد. ب. حقوق الشراء والبيع التي تصدرها الشركات.	1. الأموال الفدرالية 2. أدونات الخزنة 3. شهادات الإيداع القابلة للتداول 4. الأوراق التجارية 5. القبولات المصرفية 6. اتفاقيات إعادة الشراء

الأوراق المالية القابلة للتداول، يجب أن يتوفر فيها ميزتين رئيسيتين:

- سوق جاهز ونعني بذلك أن يكون السوق واسعاً (Breadth) وعميقاً (Depth)، والسوق الواسع يتحدد عن طريق عدد المشترين في السوق، أما السوق العميق فإنه يتحدد من خلال قدرته على امتصاص بيع أو شراء كمية كبيرة من ورقة مالية معينة.
- ضمان المبلغ الأصلي للاستثمار، أي أن لا تكون هناك خسائر أو أن تكون خسائر قليلة في قيمة الورقة المالية القابلة للتداول خلال الزمن، ويمكن اعتبار الورقة المالية التي يمكن تحويلها إلى نقد بدون أي إنخفاض في قيمتها الأصلية استثمار قصير الأجل.

ثانياً؛ تصنيف الأسواق المالية طبقاً للاستثمار المالي الى :

1. أسواق المديونية؛ ويتم في هذه الأسواق تداول صكوك المديونية بأنواعها المختلفة مثل السندات وأدونات الخزنة والأوراق التجارية. وتلتزم الجهات المصدرة لهذه

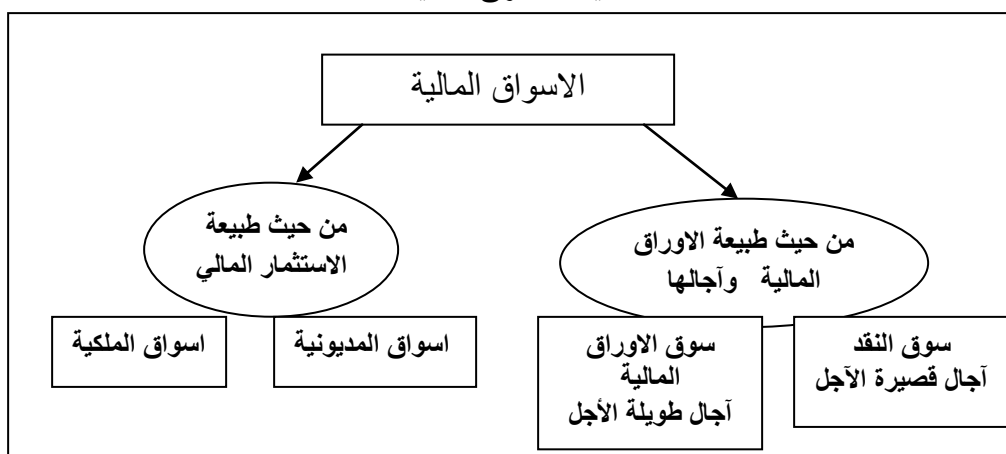
## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

الصكوك بسداد القيمة الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق، بالإضافة الى صرف فوائد بصفة دورية لحملة هذه الصكوك.

2. أسواق الملكية؛ ويتم في هذه الاسواق تداول الاسهم بانواعها ولا يوجد اي التزام على الشركات المصدرة لتلك الاسهم لسداد العوائد أو بسداد القيم الاسمية حيث لا يوجد تاريخ استحقاق لهذه الأسهم. ويتحمل حملة الأسهم درجة مخاطرة اعلى من التي يتحملها حملة السندات، نظراً لأن حملة السندات تتمتع بالاسبقية على حملة الاسهم سواء عند توزيع الأرباح او عند التصفية.

### المخطط (1)

#### تصنيف الأسواق المالية



### 1-1-3 عمليات التبادل في الأسواق المالية

الأسواق المالية هي وسيلة لعرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على اتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الانتاج . أذن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على افضل استخداماتها (الاستثمارات).



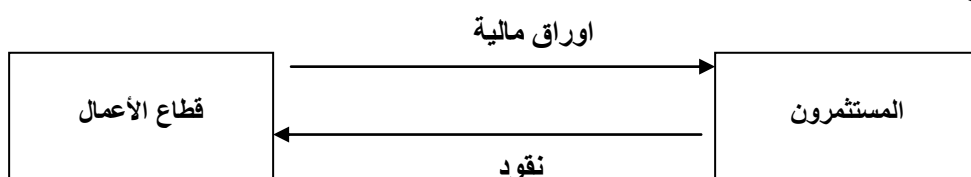
## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

و تساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت والأدوات المالية وذلك لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض الأسباب التالية (4):

- عدم توافر معلومات عند كل طرف بالطرف الآخر .
- عدم وجود الثقة بين الطرفين .
- الاختلاف حول سعر الأموال .
- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال .
- الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار .

وتجري عمليات تحويل الأموال بين المستثمرين والمقترضين من خلال ثلاث طرق أساسية هي:

أ- **عمليات التحويل المباشرة للأموال بالأوراق المالية:** عندما تقوم مؤسسات الأعمال ببيع أسهمها وسنداتها مباشرة للمستثمرين بدون دخول أي وسيط مالي، حيث تسلم مؤسسات الأعمال مباشرة الأوراق المالية للمستثمرين والذي يعطى في مقابل ذلك الأموال الى مؤسسات الأعمال.

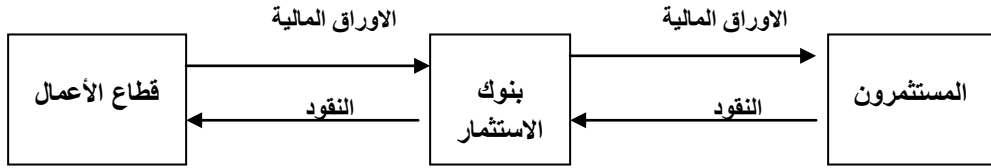


ب- **عمليات التحويل أو التداول من خلال وسيط:** التمويل شبه المباشر: حيث تتم عمليات التداول من خلال وسيط بين المستثمرين و قطاع الأعمال، عندما تقوم الشركات المصدرة للأوراق المالية ببيعها إلى المؤسسات المالية مثل البنوك الإستثمارية، والتي تبيعها إلى المستثمرين في مقابل الحصول منها على نقود وهكذا.

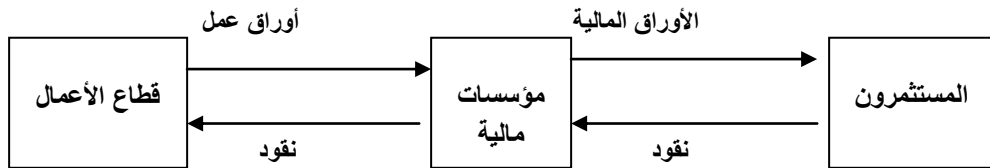
4 - عبد النبي، محمد أحمد، مصدر سابق ، ص23

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---



ت- عمليات التحويل أو التداول من خلال المؤسسات المالية: التمويل غير المباشر؛ تتم عمليات التبادل بين المؤسسات المالية مباشرة وبين المستثمرين مثل قيام البنوك بطرح أسهم وسندات وذلك للحصول على نقد من المستثمرين ، كما في حالة البنك المركزي الذي يقوم بطرح أدونات الخزنة وغيرها.



من العرض السابق يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة ، لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية منها ، حيث يضم السوق المالي الدولي عدد محدود نسبياً من المراكز المالية الدولية الكبيرة التي تتم بواسطتها أغلبية العمليات المالية في العالم.

## 1-2 أسواق الأوراق المالية : سوق رأس المال (Capital Markets)

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وجاء انتشار الشركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض بروز حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى الى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الامر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في اعقاب ذلك في أبنية خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية: البورصة.

في فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في اوائل القرن التاسع عشر، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

### 1-2-1 مفهوم و أهمية أسواق الأوراق المالية

#### اولاً؛ مفهوم سوق الأوراق المالية

أسواق الأوراق المالية هي البورصات أو هي أسواق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات. وسوق رؤوس الأموال هو كأي سوق آخر، لكن سلعته الأساسية هي الأصول المالية. و السوق بهذا المفهوم لا يشترط أن يكون له وجود مادي، فمهمته الأساسية تسهيل الاتصال بين البائع والمشتري، انه حلقة وصل أو مكان التقاء البائع (المدخرين) و المشتري (المستثمرين).

ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن؛ نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

### ثانياً؛ أهمية سوق الأوراق المالية

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. هذه الأهمية تتجلى في مزايا هذا النوع من السوق، وخاصة في موضوع الأرباح او العائد، إذ ان؛

- ارباح الأسهم تكون متحققة عبر وسيلتين؛ الاولى تأتي من خلال ارباح نقدية توزعها الشركات على حملة الأسهم. والثانية؛ الأرباح الرأسمالية التي تتجم عن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق.

- سهولة تحويل الأصول المالية الى سيولة نقدية وحسب رغبة المستثمر، على عكس الاستثمار في الأصول الحقيقية التي قد تفقد جزء من قيمتها عندما تتحول الى نقود.

- وجود نوع من الأمان للمستثمر في منحه الفرصة لتبديل قراراته الاستثمارية في نوع من المرونة في الحركة في سوق الاوراق المالية.

- تُعد الأوراق المالية أصول متحركة يسهل نقلها، وبذلك ادارتها سهلة ولا تحتاج الى صيانة.

وإذا كان الاستثمار في سوق الاوراق المالية يمنح هذه الامتيازات، فانه في الوقت عينه يتطلب الكثير من الحيطة والحذر واليقظة، وخاصة في الاقتصادات غير المستقرة، او تلك التي تتعرض الى ازمات اقتصادية مفاجئة، او في تلك الاقتصادات المرتبطة في السوق العالمية وبحركة رؤوس الأموال والبورصة العالمية.

### 1-2-2 شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية

أ. مناخ استثماري ملائم يتمثل في إستقرار إقتصادي وسياسي وإجتماعي مع سيولة إقتصادية رشيدة ومرونة مقرونة مع وفرة في المدخرات تعكس حالة إنتعاش إقتصادي. إن الحصول على عوائد مقبولة للمدخرين مقابل توظيف استثمار أموالهم يعد شرطاً أساسياً لوجود هذا السوق، و لا يأتي ذلك إلا بوجود جملة من العوامل نذكر منها:

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- وجود شركات مساهمة ناجحة.
  - اعتماد منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة.
  - التخفيض من الأعباء الضريبية وبما يشجع المدخرين والمستثمرين على حد سواء.
  - التحكم في معدلات التضخم.
  - شبكة إتصالات متقدمة ومناسبة.
- ب. قطاع خاص نشط وفعال: إن توفير بيئة اقتصادية ملائمة يعتبر شرطاً أساسياً لإنشاء سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للنشاط الاقتصادي، وإعطاء الريادة للقطاع الخاص في عملية التنمية، أو تشجيعه، وذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة، وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة، بقصد تحقيق أفضل مردود بأقل تكلفة.
- ت. وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات، إذ انه يُمكن المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية من الاطلاع بالقيام بدورها على مستويات عديدة: قدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، وكذا التوسط بين عرض السيولة النقدية والطلب الحقيقي عليها، بالإضافة إلى الدور الفعال الذي يلعبه الجهاز المصرفي من خلال تقديم الخدمات المالية للإصدار وكذا حفظ الأوراق المالية وتسيير المحفظة الاستثمارية.
- ث. تنظيم الأسواق المالية وتوفير المعلومات وما يتطلبه ذلك من وجود خبرات فنية متخصصة (افراد و شركات) قادرة على تسيير آليات العمل في البورصة سواء في إدارة السوق او في محافظ الأوراق المالية وتسهيل الاجراءات وبما يضمن انسيابية العمل.
- ج. وعي إقتصادي ومالي في وجود عدد كبير من الشركات المتعاملة و مدى رغبة الافراد بالادخار وتوجيهه نحو الاستثمار في سوق الاوراق المالية، وهنا يأتي دور الكفاية الاعلامية لسوق الاوراق المالية، وما يتطلبه من شفافية بحيث تعكس الصورة المالية والإحصائية للسوق والمتعاملين فيه.

ح. شبكة إتصالات متقدمة أي شبكة إلكترونيات و فرة وسهولة وسائل الاتصال الحديث، سواء في التواصل بين المستثمرين والبورصة من جهة، او في التواصل مع البورصات العالمية من جهة أخرى.

### 1-2-3 أنواع أسواق الأوراق المالية

تصنف أسواق الأوراق المالية إلى سوقين رئيسيين وهما: سوق أولي وهو سوق إصدار الورقة المالية، وسوق ثانوي وهو السوق الذي تتم فيه عملية تبادل هذه الأوراق المالية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

#### أولاً؛ السوق الأولية أو سوق الإصدار (Primary Capital Market)

ويقصد بالسوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية وتتمثل تلك المؤسسات في بنوك الاستثمار كما تتمثل في البنوك التجارية. اذن هي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأسمال الشركات للإكتتاب في صورة أوراق مالية بقيمتها الاسمية، التي تحدد من قبل الشركة بناءً على الأنظمة والقوانين في البلد الذي تنتمي اليه تلك الشركة.

وتجري عملية الأكتتاب سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. والاكتتاب في الأسهم قد يكون خاصاً (مغلقاً) أي مقصوراً على المؤسسين وحدهم وقد يكون عاماً؛ وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها. أما الاكتتاب في السندات غالباً ما يكون عاماً، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور. وهناك نوعين من الاكتتاب في بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية:

– الاول هو الاكتتاب العام حيث يتم البيع المباشر للأوراق المالية للمستثمرين في سوق عام مفتوح او عن طريق البيع المباشر بأن تتصل شركة الأعمال المصدرة للورقة المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية لكي تباع لها الورقة المالية أو عن طريق البيع

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

بالمزاد بدعوة المستثمرين للتقدم بعطاءاتهم محدداً فيها الكمية المطلوب شرائها من الأوراق المالية بأسعار الشراء؛

– والثاني الاكتتاب الخاص في سوق مغلق او محدود حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدد من المستثمرين او عن طريق مصارف الاستثمار، وخاصة في الدول المتقدمة، حيث تقوم هذه المصارف بضمان تغطية تكاليف الإكتتاب في هذه الإصدارات عن طريق قيام هذه المصارف بشراء الأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلاً عن سعر البيع، إذ يمثل هذا الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الإكتتاب (مصرف الاستثمار). وفي ذلك فان هذه المصارف تحقق مزايا للشركة المصدرة، أهمها:

1. تقديم النصح للشركة المصدرة للأوراق المالية، فيما يتعلق بتحليل إحتياجاتها المالية وأنسب طرق تمويل هذه الإحتياجات.

2. إدارة الإصدار ويتمثل ذلك في إتمام جميع الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بما فيها الإجراءات القانونية، ولعل أهم وأصعب ما في هذه العملية هو تحديد سعر مناسب للسهم والسند.

3. تحمل المخاطر، ومصدر هذه المخاطر هي المدة بين قيام مصرف الإستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة وقيامه ببيع هذه الأوراق للمستثمرين، خلال هذه المدة قد تحدث تغييرات في السوق.

4. تسويق الأوراق المالية ويتم ذلك إما بقيام مصرف الإستثمار ببيع الأوراق المالية إلى المستثمرين بعد شرائها من الشركة المصدرة، أو بقيامه بدور الوسيط فقط بين الشركة المصدرة والمستثمرين في شراء جميع ما أصدرته هذه الشركة من أسهم وسندات وكمبيالات مصرفية، وفي بعض الأحيان يستعين مصرف الإستثمار بمجموعة من السماسرة الذين يتولون البيع للمستثمرين مباشرة.

### ثانياً؛ السوق الثانوي او سوق التداول (Secondary Capital Market)

وهي السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، بعد إصدارها، بيع و شراء بسعر السوق، ومكوناتها **البورصة**. أي أنها السوق التي يتم فيها

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

التداول بين المستثمرين بعضهم بعضاً، وبالتالي فإن التعامل في هذه الأسواق لا يعدو أن يكون نقلاً للملكية لتلك الأوراق من مستثمر إلى آخر، حيث تعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية، وفيها يتم تداول الأوراق المالية في عمليات بيع وشراء للأصول المالية من قبل مالكيها وليس الشركة. وهذا يعني أن متحصلات بيع الأوراق المالية في هذه السوق لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).

أ. أنواع السوق الثانوي استناداً إلى المتعاملين؛ يقسم إلى أربعة أسواق:

- السوق الأول يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.
- السوق الثاني يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.
- السوق الثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق. وهؤلاء يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق الاستثمار والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات و سرعة تنفيذها.
- السوق الرابعة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار أوراق مالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية.

ب. أنواع السوق الثانوي استناداً إلى الموقع؛ يقسم إلى نوعين من الأسواق هما:



• **أسواق حاضرة؛** يتم تداول الأوراق المالية فيها من خلال أسواق منظمة أي داخل مكان محدد و معروف يطلق عليه لفظ البورصة، أو خارج هذا المكان و هو ما يعرف بالأسواق غير المنظمة؛

– **الأسواق المنظمة (رسمية):** تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، يطلق عليها بورصة الأوراق المالية، تخضع للقوانين والقواعد او الشروط التي تضعها الجهات الرقابية، والتي يجب على أي شركة أو مؤسسة إستيفائها حتى يتم قيد أسهمها وسنداتها في هذا السوق. ويتم التبادل فيها عادة للأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان محدد. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق ضمن قواعد وشروط معينة، حيث يتم التعامل بأوراق مالية طويلة الأجل من أسهم وسندات، و هنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

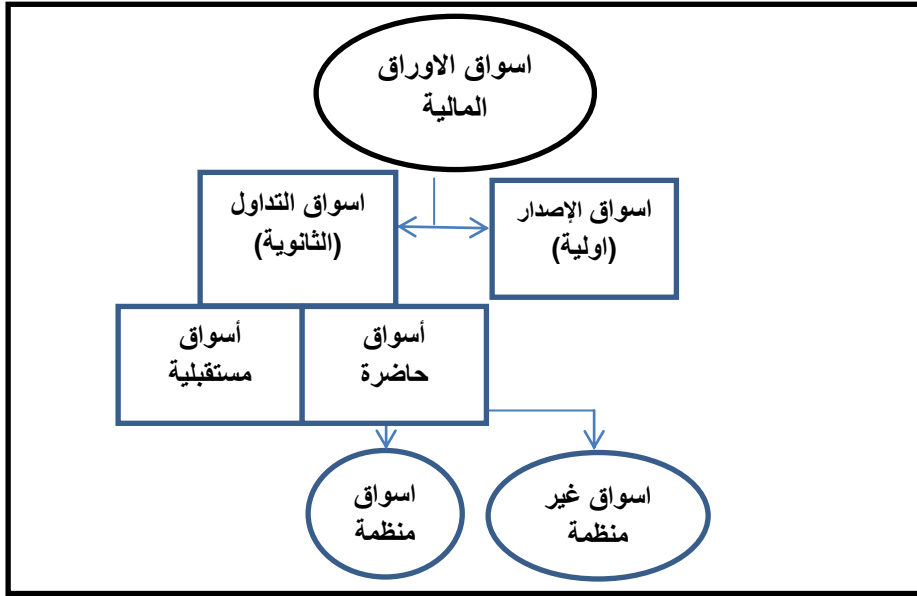
– **السوق غير المنظمة (غير رسمية):** يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم (البورصة)، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. وتتشكل عمليات التعامل في هذه الاسواق من متعاملين في أماكن متفرقة وربما متباعدة، مما يتطلب وجود شبكة اتصالات متطورة. وقد يتخصص هؤلاء المتعاملين في نوع معين أو أنواع معينة من الأوراق المالية يقتصر نشاطه عليها، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين والشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية ، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار. وهذه الاسواق تتضمن السوقين الثالث والرابع.

• **أسواق آجلة:** ويطلق عليها **الأسواق المستقبلية**، وهي تتعامل أيضا في الأسهم و السندات ولكن من خلال إتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، بمعنى أن يدفع المشتري

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تجنب مخاطر تغير السعر. والمخطط التالي يوضح أهم هذه الأسواق:

### المخطط رقم (2)



### ثالثاً؛ العلاقة بين الاسواق الاولى (الاصدار) والأسواق الثانوية (التداول)

تتكون أسواق الأوراق المالية ( أسواق رأس المال)، التي هي شق من أسواق المال، من سوقين أساسيين يرتبطان معا برباط وثيق هما: السوق الأولي والسوق الثانوي. والعلاقة وثيقة بين الأسواق الأولية (الإصدار) والأسواق الثانوية (التداول)، التي تعتمد على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، ولذا فإن وجود الأسواق الثانوية ضروري حيث يعطي المستثمرين الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى سيولة، كما أن الأسواق الأولية عند إصدارها أوراق مالية لأول مرة تسترشد بمستويات الأسعار السائدة في السوق الثانوية.

إن السوق الثانوي لا يخرج عن كونه وسيطاً بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، غير أن لهذا الدور البسيط أثاره المحمودة فهو يتيح للأفراد فرصاً متعددة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

لاستثمار مدخراتهم كما يتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة، كل هذا بالطبع يترك أثره الإيجابي على الاقتصاد الوطني وعلى مستوى معيشة المواطنين بالتبعية.

وفي الحقيقة، ان الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية ما كان لها أن تؤدي وظيفتها بكفاءة ما لم توجد أسواق المال الثانوية التي تتداول فيها تلك الأصول، وإذا كان لأسواق المال أهميتها في هذا الشأن فإن الدور الحيوي الذي تلعبه الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على أسواق المال، فالأصول المالية وجدت لسبب جوهري و أساسي يتمثل في أن مدخرات الأفراد والمنشآت الحكومية تتكون في مدة زمنية ليس من الضروري أن تكون هي ذاتها المدة الزمنية التي يُخطط فيها لاستثمار تلك المدخرات في أصول حقيقية من آلات ومباني ومخزون وما شبه ذلك من أوجه الاستثمار، فلو أن المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوي حجم الاستثمار في الأصول الحقيقية في جميع الأوقات، ما كان هناك حاجة إلى الأصول المالية أو سوق النقد أو سوق رأس المال، فكل وحدة اقتصادية كان يمكن تمويل مصروفاتها واستثماراتها الحالية من إيراداتها الحالية، دون حاجة إلى تمويل خارجي.

باختصار، أن الحاجة إلى الأصول المالية، وبالتالي لأسواق المال، نابعة من كون الاستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية تفوق مدخراتها وتحتاج بالتالي إلى مزيد من الموارد تقدمها لها وحدات اقتصادية أخرى لديها مدخرات تفوق استثماراتها. وهذا هو دور السوق الثانوي، ذلك أنه السوق الذي يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي، فالمستثمرون وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشآت مستمرة في ممارسة النشاط ذاته، وعليه فإنه ما لم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأولي أن يؤدي دوره بكفاءة، فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل أن يقدم على شراء أوراقاً مالية من السوق الأولي إذا كان يعتقد أن فرصته محدودة في بيعها بسعر مرغوب وفي الوقت الذي يريده وهو ما يوفره له السوق الثانوي.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ان اهمية السوق الثانوي بالنسبة للمستثمر تتجلى ايضا في أهمية للمنشآت المصدرة للأوراق المالية، حيث ان سعر الورقة المالية يتحدد على أساس المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق بشأن المنشأة مصدرة الورقة المالية، بمعنى أن أي إصدار إضافي من تلك الورقة في المستقبل غالباً ما سيتم تصريفه من خلال السوق الاولي بسعر قريب جداً من السعر الذي تباع به في السوق الثانوي.

بعبارة أخرى، أن السوق الثانوي هو الذي يحدد تكلفة الأموال للمنشآت التي تتداول أوراقها فيه، فكلما كانت أسعار أوراقها المالية في السوق الثانوي مرتفعة كلما زادت حصة الإصدارات الجديدة في السوق الاولي وانخفضت بالتالي تكلفة الأموال. هذا إضافة إلى أن لارتفاع سعر الورقة في السوق الثانوي تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة لما تصدره من أوراق مالية أما التأثير غير المباشر فمرجعه انخفاض تكلفة الأموال فكلما انخفضت تلك التكلفة كلما ارتفعت القيمة السوقية للمنشأة.

وإذا كان الدور الذي تلعبه أسواق رأس المال هو دور حيوي للمستثمرين وللمنشآت المصدرة لأوراق مالية فإن لها أيضاً دور حيوي بالنسبة للاقتصاد الوطني ككل، وفي هذا الصدد يمكن أن يطرح سؤال: ماذا لو لم توجد أسواق المال، أي أسواق رأس المال، إضافة إلى أسواق النقد ؟

في الاجابة على ذلك، يمكن القول، أن الاقتصاد كان سيصبح أكثر استقراراً فأسواق المال فصلت نشاط الادخار عن نشاط الاستثمار مما يعني أن الخلل في التوازن بين النشاطين من شأنه أن يؤدي إلى حالات من عدم الاستقرار، فعندما يرغب المستثمرين في تنفيذ استثمارات تفوق في قيمتها قيمة الأوعية الادخارية يسير النشاط الاقتصادي نحو النمو والازدهار، أما عندما تزيد قيمة المدخرات لا بد وأن يساوي حجم الاستثمار، مما يعني حد أدنى من عدم الاستقرار. ولعل هذا يفسر القدر من الاستقرار الذي كانت تتمتع به دول أوروبا الشرقية (أي الدول التي كان يطلق عليه دول المعسكر الشيوعي أو الاشتراكي) والتي لم يكن بها تلك الأسواق، ففي تلك الدول كان التوافق بين الادخار والاستثمار تحكمه قرارات مركزية. وبنفس المنطق يمكن تفسير حالة الاستقرار في العديد من الدول العربية

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

التي تتولى حكومتها القطاعات الرئيسية للاقتصاد الوطني، يقابل ذلك تعرض الولايات المتحدة الامريكية، التي تتعدد وتتنوع أسواق المال فيها، إلى ثمان حالات كساد خلال الأربعين سنة الأخيرة 1953-1992 بمعدل كساد خلال كل خمس سنوات، وآخرها عام 2008.

### 1-3 سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) Stock Exchange

يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة فان در بورسن ( Van der Bursen ) البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي في القرن الخامس عشر، ونسبة لاسم السيد بورص أتت كلمة بورص بالفرنسية (Bourse)، حيث أصبح رمزاً لسوق الأموال. وكانت تنتشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة مدة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز ( Anvers )، كونها أول سوق مالية بكل معنى الكلمة حيث ينسبون لها موضوع الحسم، وقد كانت تعتبر بمثابة المركز الرئيسي لكافة أنواع التجارة الدولية وخاصة تجارة التوابل بين شرق العالم و غربه.

ويعود تاريخ البورصة الحديث إلى القرن السابع عشر، عندما أنشئت بورصة أمستردام وطُرحت أسهم الشركة العالمية للهند الشرقية للأكتتاب العام، ونجحت الفكرة واستطاع عدد كبير من المدخرين الصغار أن يساهموا في هكذا مشروع كبير ومهم. وفيما بعد أصبحت الأسهم والسندات سلع كبقية السلع يتعامل فيها التجار، حيث يعقدون اجتماعاتهم في البداية على أرصفة الشوارع أو المقاهي ثم انتقلوا بعد ذلك إلى أبنية خاصة بهم يلتقون داخلها لتبادل عملية البيع و الشراء لعقد الصفقات بينهم، وقد أطلق على هذه المباني اسم البورصة. وفي الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع وول ستريت ( Wall Street ) بمدينة نيويورك أواسط القرن الثامن عشر.

إن تنظيم نشاطات البورصات والحد من أزماتها استلزم تدخل الدولة لتحقيق رقابة فعالة على نشاطها، فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية والتعامل بها في البورصات، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً صدر عام 1933 قانون خاص حول إصدار الأوراق المالية ، ثم في عام 1934 صدر قانون آخر حول تجارة الأوراق المالية في البورصات، وكما يلي؛

- قانون عام 1933: أخضع عملية إصدار الأوراق المالية إلى التسجيل والترخيص من قبل اللجنة الفيدرالية للتجارة التي لديها صلاحية عدم ترخيص إصدار الأوراق المالية التي ترى أنها غير صالحة للتداول.

- قانون عام 1934: تم بموجب هذا القانون تأسيس اللجنة الحكومية للبورصات والتي كلفت بوضع القواعد والأسس التي تنظم تجارة الأوراق المالية في البورصات. لقد حظرت هذه اللجنة الجمع بين وظائف الوسيط والمتعامل في البورصة، كما منعت التلاعب في شراء وبيع الأوراق المالية بأسعار مصطنعة سواء مرتفعة جداً أو منخفضة جداً.

### 1-3-1 مفهوم واهمية سوق الأوراق المالية المنظمة؛ البورصة

تعددت مفاهيم البورصة من كاتب لآخر ولكنها كلها تجتمع على مفهوم واحد؛ هو المكان الذي يتم فيه شراء و بيع الأوراق المالية بمختلف أشكالها: ومن أهمها أسهم و سندات الشركات، و سندات الحكومة.

#### أولاً؛ مفهوم البورصة

وهو سوق منظمة للأوراق المالية تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية، بين المتعاملين في شراء وبيع مختلف الأوراق المالية، فالبورصة من الأسواق المنظمة التي تفتح و تغلق في ساعات محددة من النهار، يتعامل البائعون و المشترون فيها في الصكوك المالية الطويلة الأجل حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد استثمارها فيها، فهي عبارة عن سوق تجري فيه الصفقات و عمليات البيع و الشراء للأوراق المالية، وهي في ذلك تهدف إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عملية الإستثمار والتنمية.

وتعتبر هذه السوق من أهم أقسام السوق الثانوي، لأنها تعتبر أسواق مالية رسمية تخضع للرقابة الحكومية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية: وعليه يمكن تعريفها كالتالي؛ "مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محددة، عن طريق سماسرة محترفون ويتم التعامل بصورة علنية بغية تحقيق الربح". والربح هنا هو الفارق بين ثمن الشراء و البيع للأوراق المالية. وأن فاعلية البورصة تقاس بعدة مقاييس أهمها:

\* مقياس السرعة التي تتم بها المعاملات؛

\* مقياس الدقة والصحة وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر؛

\* مقياس الفعالية في رصد وتسجيل ونشر وإتاحة البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

وينظم العمل في البورصات قوانين ولوائح وإجراءات وقواعد منظمة لطرح وتداول الأوراق المالية والتعامل معها من خلال سمسرة الأوراق المالية، فضلاً عن ضمان عناصر الإفصاح والعلانية والشفافية الكاملة عن كافة المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة وعن الأسعار المتوالية لها.

### ثانياً؛ أهمية البورصة

للمال دور أساسي في تحريك عجلة التنمية الإقتصادية، إذ تعتبر البورصة بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد فحالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى التطور وإلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني. ولتلبية ذلك فإن من الضروري توفير أسواق مالية مختلفة، من أهمها الأسواق المنظمة: البورصة. أن البورصة تعكس مدى الوعي ومعرفة الاقتصاديين والماليين لدى الجمهور وذلك عبر حجم وعدد المتعاملين في البورصة. ان وجود هذه الأسواق في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لإقتصادات الدول و تقدمها، فهي تعد من أهم أجهزة و مكونات الأسواق المالية الحديثة. انها أسواق منظمة تتداول فيها الأوراق المالية بانتظام وتعرض من جانب قوى العرض وتطلب من جانب قوى الطلب بشكل يؤدي من خلاله تحديد الأسعار التي يتم بها البيع والشراء في البورصة.

ويمكن القول، أن للبورصة أهمية إقتصادية و مالية يمكن التطرق إليها كما يلي:

• **الأهمية المالية للبورصة؛** يمكن إيجاز هذه الأهمية في كونها توظيف الأموال المحلية و العمل على إستقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. إذ تلتزم كل بورصة بتقديم التقارير الدولية؛ اليومية، الشهرية والسنوية عن حركة تداول الأوراق المالية.

إن الإستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية ( المستثمر ) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل، وعليه فإن البورصة تؤدي دوراً مزدوجاً، إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى:

➤ **بالنسبة للمستثمر؛** يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

➤ **بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية؛** أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها. ان القيد بالبورصة يعتبر نوعاً من الإعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحياتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيته، وهو ما يخلق درجة من الإطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى إقتناء إصداراتها دون غيرها. وبهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و إحتياجاتها، ومن ثم تعمل البورصة على ضمان حقوق المتعاملين جميعاً وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم.

● **الأهمية الاقتصادية للبورصة؛** إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه البورصة يرتبط أساساً بجانبها المالي، إذ تعد سوق مالي مصغر، هدفه توفير السيولة (حجم الأموال النقدية المتاحة للاستثمار) قاعدة النشاط الاقتصادي، فهي في الواقع تؤدي وظيفة عامة لكل من المنشأة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين في تلك الأوراق، لهذا تلجأ الكثير من البلدان اليوم إلى البورصة كوسيلة لجلب الإستثمارات؛ ويتجلى ذلك في:

● **جذب الإستثمارات الأجنبية؛** تسعى البورصة إلى جذب الاستثمارات الأجنبية بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة ومغرية وبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. إن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على زيادة حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. و خير دليل على

أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي، تجارب البلدان في الخليج العربي و جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد بورصتها دينامية كبيرة.

• **تأمين رؤوس الأموال؛** تهدف البورصة إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الإستثمار والتنمية في تزويد المشروعات بالموارد المالية اللازمة، فعندما تريد بعض الشركات الحصول على قروض لتمويل أنشطة إضافية بالشركة فإنها قد تلجأ إلى أحد البنوك لإقراضها كأحد الأساليب، أو تقوم بالاقتراض من المستثمرين بالبورصة عن طريق ما يسمى بالاكتتاب في السندات؛ وهذا يعني أن الشركة توكل أحد البنوك بطرح هذه السندات في السوق ليقوم الناس بشرائها، وبذلك تكون هذه الشركة حصلت على ما تريد من أموال من هذه السندات والتي تعد التزاماً مالياً على الشركة يجب عليها سداها في مدد لاحقة وتكون بمديات زمنية محددة وبسعر فائدة معلوم.

• **تحديد أسعار الأوراق المالية** على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني) والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وأرباحها ومراكزها المالية؛ وهو ما يحول دون وجود سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع: أعلى سعر طلب (Highest Bid) وللمشتري أدنى سعر عرض (Lowest Offer).

• **إن سوق الأوراق المالية (البورصة) تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات،** حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. ان انخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة ما، دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي

و بذلك يمكن القول أن البورصات توفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية أهمها: منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري، وخاصة في المجتمعات الحرة اقتصادياً والتي يعتمد الاقتصاد فيها على

المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات والتي معها تقوم البورصة بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار .

### 1-3-2 مكونات وآليات العمل في البورصة المالية

ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أصولها وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة وتكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وحضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة وله الحق في الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام.

#### أولاً؛ النظام الداخلي لسوق البورصة

من الضروري تنظيم عمل السوق ووضع خطة محكمة يسير عليها، عن طريق إنشاء هيئات و جهات مختصة وفقاً للهيكل التالي:

- أ. **الجمعية العامة**؛ يجتمع الأعضاء العاملين و المنضمين في البورصة في جهاز يسمى بالجمعية العامة، يرأس هذه الجمعية رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وظيفتها المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات. وللجمعية الحق في إبداء آرائها خاصة إذا تعلق الأمر بتعديل اللائحة الداخلية وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.
- ب. **لجنة البورصة**؛ تضم عدة أشخاص يتم إختيارهم من بين السماسرة ومن قبل الدولة، مهمتها ضمان السير الحسن للعمل في البورصة، كما أنها تقوم بإصدار نشرة الأسعار في كل يوم عمل أو جلسة و توزعها في اليوم التالي. تسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة.
- ت. **اللائحة الداخلية**؛ تحدد نظام العمل الداخلي في سوق الأوراق المالية، و كما يلي:

- طريقة العمل في المقصورة.
- مواعيد العمل و أيام العطلة.
- الرسوم و الاشتراكات.
- العمليات و جداول الأسعار.

ث. المقصورة؛ هي مكان يبني في شكل مدرج، تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع و الشراء التي يتلقاها السماسر من الزبون، ويحرم قطعياً على الأفراد دخول المقصورة نظراً لدقة العمليات التي تتم بها، ولا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة.

#### ثانياً؛ المتعاملون الرئيسيون في البورصة

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، ومتدخلين غير مباشرين.

أ. المتدخلين المباشرين؛ هم السماسرة والوسطاء ومختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، وكما يلي:

• **السماسرة (Brokers):** "السماسر هو وسيط في سوق الأوراق المالية، يعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، مقابل الحصول على عمولة.

**شروط عمل السماسر**؛ نظراً للدور الفعال الذي يلعبه السماسر في سوق الأوراق المالية، فقد أشتراط فيه بعض القواعد لحماية المتعاملين والمصلحة العامة، أهمها:

○ أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة القوانين، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.

○ ان يكون ذو دراية وعلم في شؤون الأوراق المالية، ويعد مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية.

○ أن لا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضواً بمجلس إدارة إحدى الشركات.

○ ولضمان حياده الكلي فلا يجوز له أن يعقد عمليات في البورصة لحسابه الخاص، أو لحساب زوجته أو أقاربه.

○ لا يجوز له أن يقترض بضمان أوراق مالية له، إلا في حدود مبلغ لا يزيد عن 2/3 رأس ماله، و لا يزيد عن 1/2 من قيمة الأوراق الضامنة له.

- **الوسطاء (Intermediaires):** "الوسيط هو أداة إتصال بين الزبون والسمسار المقيد لديه، يحصل على حصة من العمولة التي يتحصل عليها السمسار، وهو مسؤول عن كافة العمليات المعتمدة بواسطته، ولا يجب أن يعمل إلا بإسم السمسار الذي يتبعه.
- ب. **المتدخلين غير المباشرين؛** هم الزبائن الأساسيين الذين يعمل السماسرة و الوسطاء على تنفيذ أوامرهم، و الزبون قد يكون بنكاً، شركة، دولة أو فرد، وكما يلي؛
- **تدخل البنوك** في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتتب فيها، و كذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة.
- **تدخل الشركات** يكون بطرح الأسهم أو السندات للاكتتاب فيها، وهو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطاتها.
- **تدخل الدولة** في البورصة بإعتبارها السلطة العليا في البلاد للإشراف على سير العمل فيها، كما يمكنها أيضا القيام بطرح سندات لتوفير السيولة اللازمة، و بالتالي معالجة مختلف أنواع العجز كعجز الميزانية أو العجز التجاري.
- **تدخل الأفراد** يكون بشراء الأوراق المالية المطروحة من طرف الشركات أو الدولة و بالتالي تقديم القروض و توفير السيولة من جهة و الحصول على عائد معقول من جهة أخرى.

### ثالثاً؛ شروط العمل في البورصة

- لا شك أن العمل في سوق الأوراق المالية يتم على وفق شروط مدروسة و منظمة، يجب إتباعها و احترامها؛
1. **الالتزام بشروط تسجيل الأسهم في البورصة** والتي تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى النشاط الذي تنتمي اليه، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط، فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية .

## 2. يتعين على كل سمسار في البورصة أن يحترم الخطوات التالية:

- تلقي الأمر؛ كل عملية في البورصة تنطلق بمجرد تلقي السمسار للأمر من طرف الزبون، إما بالشراء أو البيع.
- تنفيذ العملية داخل المقصورة؛ فور اتفاق السمسار مع الزبون، ينادي السمسار أو مندوبه بأعلى صوته داخل المقصورة معلناً عن إسم الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها، عندها يتقدم من السماسرة من يعنيه الأمر، وعند اتفاق السمساران على شروط البيع أو الشراء وبحدود السعر المتفق عليه، أبرمت الصفقة و سُجلت في دفتر خاص بكل منهما، يوقع كلاهما على دفتر الآخر، بعدها تقيد العملية في قسيمة خاصة موجودة في المقصورة، يتم التصريح فيها عن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة، و تسلم إلى الموظف المكلف بالكتابة على لوحة الأسعار التي يطلع عليها المتعاملين في هذا النوع من الأوراق المالية.

- تنفيذ العملية بين الزبون و السمسار؛ بعد تنفيذ العملية في المقصورة، يرسل السمسار إلى الزبون خطاباً مفصلاً يشرح فيه عدد الأوراق المالية التي قام بشرائها أو بيعها لحسابه و سعرها. و تجدر الإشارة إلى أن كافة أوامر البيع و الشراء الصادرة في البورصة، لا تنفذ إلا عن طريق السمسار و في المقصورة تحديداً.

## 3. امتلاك المعرفة المسبقة بالعمل في البورصة؛

- معرفة أفضل الأوراق المالية في البورصة؛ بالتأكيد غالباً ما يمتلك المستثمرون تقييم موضوعي لحقيقة الشركات العاملة في البورصة؛ من خلال فحص خصائص الشركات المصدرة للأوراق المالية، حيث ان كل شركة تصدر ما يسمى بالقوائم المالية (ميزانيات)، هذه القوائم يتبين من خلالها إجمالي أصول الشركة واستثماراتها، ومصادر تمويل تلك الاستثمارات والأصول في تاريخ معين (لحظة معينة) فيما يعرف باسم الميزانية أو المركز المالي للشركة في تاريخ معين. وكذلك يتم بيان نتائج أعمال الشركة خلال مدة زمنية فيما يعرف بقائمة الدخل خلال مدة من كذا إلى كذا، يتم فيها استعراض مصادر

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الإيرادات والتكلفة للوصول إلى صافي الربح أو رقم الأعمال النهائي. ومن القوائم المالية أيضا قوائم مصادر الأموال التي تم الحصول عليها خلال المدة الزمنية.

• **التحليل المالي والفني للشركات؛** تفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للشركة (التحليل الأساسي) للوصول إلى استقراء ومعرفة حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... إلخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وأيضا يتضمن التحليل الأساسي أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، وأسعار الفائدة، ومعدلات البطالة والمدخرات. ويمكن أيضا معرفة أفضل الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودتها، من خلال التحليل الفني لتلك الورقة في دراسة اتجاه حركتها باعتماد عدة مؤشرات إحصائية، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الورقة المالية من خلال الصعود والهبوط، وهو ما سنتناوله بالتفصيل في الفصول القادمة.

• **تقييم قرار الاستثمار في الأوراق المالية؛** من خلال التحليل الأساسي والتحليل الفني يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات الشركة من عدمه، فالشركات الربحية يكون هناك طلب عالٍ على أسهمها وسنداتها؛ لأن الأوضاع المالية لهذه الشركات تكون قوية، ولذلك يثق المستثمرون في أداء تلك الشركات ومن ثم يقبلون على أوراقها المالية في البورصة، وهذا يؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة أسعار تلك الأوراق بنسب كبيرة عن "القيمة الاسمية" لها، أي السعر الأساسي عند صدور السهم أو السند عند الاكتتاب، والعكس صحيح بالنسبة للشركات الخاسرة أو متدنية الأداء تكون أسعار أوراقها المالية في هبوط عن القيمة الاسمية التي صدرت بها.

• **معرفة العائد؛** أما بالنسبة للعائد أو الفائدة التي سوف تترتب من شراء الأسهم في البورصة، فيجب التفرقة هنا بين العائد من الأسهم والسندات كالتالي:

❖ بالنسبة للأسهم يكون العائد عبارة عن شقين:

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

○ الأول؛ يتعلق بتوزيعات الأرباح بمعنى أنه عندما تقوم الشركة بتحقيق أرباح، فإن كل مساهم يحمل أسهما في رأس مال الشركة، يحصل على ربح بمقدار ما يملك من أسهم؛ أرباح نقدية.

○ الثاني؛ يتمثل في ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركة نتيجة لزيادة الطلب عليها، ويمكن أن تباع بأكثر من قيمتها الاسمية؛ ارباح رأسمالية.

● أما السندات فيكون العائد عليها سعر فائدة محدد، مثلها مثل القرض العادي؛ لأنها، كما تمت الإشارة، بمثابة قرض؛ ومن ثم يجب أن تسدد عليه الفائدة المحددة لها على أن يقوم المستثمر في نهاية مدة القرض بالحصول على أصل المبلغ الذي دفعه في الحصول على تلك السندات من قبل.

### رابعاً؛ عمليات البورصة

يمكن تقسيم عمليات البورصة إلى نوعين:

1. الصفقات العاجلة (النقدية): هو تسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة من البائع إلى المشتري نقداً، أو خلال مدة قصيرة جداً من الزمن (1-3) أيام مع دفع قيمتها فوراً. إن اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية لا يتم عادة من قبل المضاربين المحترفين، بل من قبل المستثمرين الذين يرغبون بالاحتفاظ بالأوراق المالية التي اشتروها لمدة من الزمن والحصول على مائده من إيرادات.

2. الصفقات الآجلة: إن القسم الأعظم من عمليات البورصة يتم من خلال هذا النوع من الصفقات، حيث لا يرافق هذه الصفقات تسليم الأوراق المالية من البائع إلى المشتري مباشرة بعد سداد قيمتها، بل إن تنفيذ الصفقة يتم عادة بعد مدة معينة من إبرامها (شهر عادة). كما أن تنفيذ الصفقة لا يتم أيضاً من خلال تسليم الأوراق المالية وقبض قيمتها بل تتم تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة (السعر عند إجراء الصفقة والسعر عند انتهاء الأجل المتفق عليه)، فإذا انخفضت الأسعار خلال هذا الشهر كان المستفيد هو البائع حيث يقبض الفرق بين الأسعار السابقة والحالية، أما إذا كان هناك ارتفاع الأسعار خلال الشهر فيكون المستفيد هو المشتري الذي يقبض الفرق بين السعريين



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

من البائع. إن الصفقات الآجلة في البورصة تمثل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق القروض ذلك لأن المضاربين على ارتفاع الأسعار، الذين لا يملكون المبالغ الكافية لشراء المقدار الذي يرغبون به من الأوراق المالية، يقومون بشراء هذا المقدار بواسطة دفع جزء من قيمته فوراً والباقي في تاريخ لاحق متفق عليه. في هذه الحالة فإن الوسطاء في البورصة يقدمون القروض لمتعاملهم لشراء الأوراق المالية موضوع الصفقة وبذلك يحصلون على أرباح كبيرة (تمثل الفرق الهام بين سعر الفائدة الذي يدفعونه للبنك وسعر الفائدة الذي يتقاضونه من متعاملهم).

إن اللجوء إلى هذه الطريقة في إجراء الصفقات في البورصة قد يكون من أهم أسباب الأزمات في الأسواق المالية، إذ أن:

- هذه الطريقة تؤدي إلى ارتفاع مصطنع لأسعار الأوراق المالية نتيجة الارتفاع غير الطبيعي في الطلب عليها.
- انخفاض أسعار الأوراق المالية المشتراة بهذه الطريقة تدفع الوسطاء الذين قدموا القروض، الطلب من متعاملهم مبلغاً إضافياً من النقود لأن انخفاض أسعار الأوراق المالية قد يؤدي إلى طلب البنك من الوسطاء سداد القروض التي قدمها لهم، وإذا لم يتمكن هؤلاء الوسطاء من الحصول على المبلغ اللازم من متعاملهم قد يضطرون لبيع هذه الأوراق. وبذلك تكون النتيجة هي زيادة كبيرة في عرض الأوراق المالية مما يزيد في حدة انخفاض أسعارها.

### خامساً؛ آليات العمل في البورصة

تقوم آليات العمل على كون البورصة سوق منظمة لتبادل الأوراق المالية (سندات أو أسهم..)، يقوم المستثمرين ومن خلالها بتبادل هذه الأوراق في إطار قانوني ومنظم حتى لا تضيع الحقوق ورؤوس الأموال.

- التداول داخل البورصة (داخل المقصورة)؛ لا يجوز طبقاً للنظم المعمول بها دولياً أن يقوم المستثمر بإجراء التداول بصفته الشخصية؛ بل من خلال وسيط يطلق عليه "السمسار" أو "شركات السمسرة"، كوكالة للزبون الراغب في إجراء تداول في البورصة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

سواء بيع أو شراء. ويقوم السمسار بأداء عمله من واقع الترخيص له رسمياً بذلك من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة. ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها، بعد ان يقوم المستثمر بإبلاغ شركة السمسرة التي يتعامل معها، وهنا تقوم الشركة بتكليف السمسار الذي ينوب عنها داخل البورصة (داخل المقصورة) بإتمام عملية الشراء هذه، ويسمى الشراء أو البيع في هذه الحالة شراء داخل المقصورة.

- **التداول خارج البورصة (خارج المقصورة)؛** يمكن أن يتم التداول خارج المقصورة في الأوراق المالية غير المقيدة، ويمكن أن تنفذ شركات السمسرة أو غيرها ممن يعمل في سوق التداول غير الرسمية في البورصة. وبعد أن تتم عملية الشراء تلك يجب أن تقيد في الحفظ المركزي الذي يثبت ملكية لهذه الأسهم.

### 1-3-3 العوامل المؤثرة على البورصة

1. سعر الفائدة: عندما ترتفع أسعار الفائدة يميل سوق الأسهم النشط إلى الانخفاض، وعندما تنخفض أسعار الفائدة ينتعش سوق العقارات: المنازل والأراضي.
2. سعر صرف الدولار: هو أحد المؤشرات الاقتصادية المهمة، فعندما يرتفع سعر الصرف للدولار أمام العملات الأخرى مثل اللين، واليورو، يشتري المستثمر أمواله من سوق الأسهم لصالح أسواق النقود.
3. التضخم: يشير التضخم إلى مقدار الارتفاع في أسعار السلع والخدمات، أو الارتفاع في كلف المعيشة ومن ثم تأكل القيمة الحقيقية للاستثمار (\*). ومعدل التضخم: هو مؤشر

---

\* هناك وسائل قياس تتوفر لدى الحكومة لمعرفة ارتفاع أو انخفاض أسعار السلع والخدمات بما فيها المواد الخام مثل الحديد، الألمنيوم وعلى سبيل المثال: يقيس مؤشر أسعار المستهلكين التغير في الأسعار اليومية مثل: أسعار الطماطم، المنازل، الملابس، ويشير بعض الناس إليه بأنه رقم أو نسبة التضخم، أو مؤشر تكلفة المعيشة، فإذا ارتفعت أسعار المستهلكين فهذا يعني أن التضخم يرتفع . وهناك العديد من التقارير التي تعلنها الحكومة ويراقبها المستثمرون والمتعاملون عن كثب، إذا بلغ معدل نمو إجمالي الناتج المحلي ما يزيد عن 3% ، يكون الاقتصاد على الطريق الصحيح، أما إذا كان الناتج المحلي سلبياً فإن الاقتصاد إما أنه لا ينمو أو في حالة ركود. وحالة الركود هي أن يكون إجمالي الناتج المحلي سلبياً على مدار مرحلتين متتاليتين أو أكثر من العام، وهو حالة الاقتصاد خلال مدة عدم النمو أو النمو المتناقص وزيادة نسبة البطالة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

اقتصادي يبين معدل ارتفاع الأسعار، وارتفاع معدل التضخم ليس في صالح الاقتصاد، لذا فالأسواق لا تحب التضخم لأن الناس يحصلون على القليل من السلع والخدمات، والعكس صحيح، فإن انخفاض معدل التضخم يكون في صالح الناس مقابل عملتهم، وكلما ازداد ماينفقه المستهلكون، كان ذلك أفضل للاقتصاد. ومن أحد الأسباب التي تجعل الناس يستثمرون في سوق الأسهم هو محاولة التغلب على التضخم. وعامة يشعر رجال الاقتصاد بالسعادة إذا ظل معدل التضخم عند مستوى 3% أو 4%.

4. الانكماش: من ناحية أخرى فإن الانكماش يمكن أن يعرف على حالة اقتصادية يقل فيها المعروض من النقود والائتمان، فقد يبدو الانكماش ظاهرة جيدة حيث تنخفض أسعار كل شيء تقريباً بسبب زيادة المعروض من السلع ويضطر المنتجون إلى خفض أسعارها أكثر لحث المشترين على الشراء، لكنه من ناحية أخرى تخفض الشركات من عدد العاملين لديها وتنخفض أسعار العقارات (لأن المقترضين لا يستطيعون سداد قروضهم) ويمر سوق الأسهم بمرحلة قاسية، وتنخفض الأسعار عموماً، ويكون لدى القليل من الناس المال اللازم لشراء كل شيء، ولكن الذين لديهم المال يرغبون أو يميلون إلى الانتظار لحين انخفاض الأسعار إلى أكثر مما عليه، ومن أفضل الوسائل للحماية من الانكماش أن تتخلص من الديون، الائتمان، القروض، العقارات، وتسديد الديون الخاصة، والتوجه نحو ادخار مزيد من المال.

5. أسعار الأسهم: هناك أسباب أخرى تجعل أسعار الأسهم ترتفع وتنخفض، حيث يعد مقدار ما تحققها الشركة من أموال أكثر الأسباب وضوحاً في ارتفاع أو هبوط أحد الأسهم، فإذا كانت إحدى الشركات تحقق أرباحاً أو ربما سوف تحقق أرباحاً في المستقبل، فسوف يشتري المزيد من الناس أسهمها، ويطلق على هذه العملية العرض والطلب. وفي نهاية كل يوم عمل في سوق الأسهم يحاول الخبراء الماليين تفسير السبب وراء ارتفاع أو انخفاض السوق، ولكن تفسيراتهم ليست لها علاقة كبيرة غالباً بما حدث بالفعل، إذ غالباً ما ترتفع أو تنخفض الأسهم اعتماداً على توقع وحس الناس بصورة أساسية، فإذا اعتقد الناس أن

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

الظروف الاقتصادية قوية وأن الدولة على الطريق الصحيح، فسوف تزداد رغبتهم في الاستثمار في سوق الأسهم.

هذه هي الأسباب الرئيسية المؤثرة في أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، وهناك عوامل تتعلق بتفاعل قوى العرض والطلب وهذه القوى بدورها تتغير متأثرة بعدة عوامل أهمها:

- التوقعات حول الأرباح التي يمكن للشركة تحقيقها .
- مستوى أسعار الفائدة على الاستثمارات ذات الفوائد الثابتة مثل الودائع المصرفية والسندات التي تصدرها الحكومة .

- أداء الاقتصاد الكلي وانعكاساته على الحالة النفسية للمستثمرين (التفاؤل أو التشاؤم).
- توقع الزيادة في الأرباح يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية والعكس صحيح .

- ارتفاع الفوائد على الودائع المصرفية أو سندات الدين الحكومي يؤدي إلى انخفاض الأسعار والعكس صحيح .

- التفاؤل والطمع في تحقيق المكاسب الرأسمالية من خلال المضاربة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، كما أن الخوف من تكبد الخسائر يؤدي إلى الهروب من السوق وانخفاض الأسعار .

## الفصل الثاني أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يعتمد الاستثمار على مجموعة من الأدوات الخاصة به، وتُشكل أصولاً مالية أو حقيقية حيث يمكن للمستثمر أن يمتلك، مقابل المبلغ المستثمر، أصولاً قد يكون حقيقياً أو مالياً، ويطلق على هذا مصطلح أداة أو أصول الاستثمار.

**تعريف أداة الاستثمار:** هي الأصل المالي أو الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق عليه أيضاً "وسائط الاستثمار".

أما أدوات الاستثمار المتاحة لأي مستثمر في المجالات الاستثمارية المختلفة فهي كثيرة ومتعددة، أهمها (5)؛

- أدوات الاستثمار المادية ( حقيقية ) ؛ مشروعات، سلع، عقارات، مكائن...الخ.
- أدوات الاستثمار المالية والنقدية؛ أسهم ، سندات ، نقود ...الخ.

### محددات الطلب على أدوات الاستثمار ( الأصول الاستثمارية)؛

السؤال هنا، ما هي المتغيرات المحددة للطلب على الأصول الاستثمارية ؟ للإجابة على ذلك، ندرج في أدناه أهم هذه المتغيرات او العوامل:

1. الثروة ( Wealth ) هي الموارد المتاحة للشخص (الملكية) وله حق التصرف بها؛
2. العائد المتوقع ( Expected Return ) على أصل معين مقارنة بالعوائد المتوقعة على أصول أخرى بديلة.
3. سيولة الأصل ( Liquidity ) بالمقارنة بسيولة أصول أخرى بديلة، ونعني بذلك مدى إمكانية تحويل الأصل الى نقود (سيولة) بسرعة وبدون تكاليف كبيرة.
4. المخاطرة ( Risk ) المرتبطة بالعائد المتوقع على أصل معين مقارنة بأصول أخرى بديلة.

---

<sup>5</sup> - بعداش، عبد الكريم ، "الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996 - 2005"، الجزائر: جامعة الجزائر، ص35-42.

وتعتبر الأوراق المالية؛ الأسهم والسندات وكذلك المشتقات المالية، من أبرز أدوات الاستثمار في العصر الحالي، وهو ما سيتم التركيز عليه في هذا الكتاب. وأخذت الأدوات المالية عبر الزمن مراحل وتطورات حتى وصلت إلى أهمها وأشهرها في العصر الحديث وهي: الأسهم؛ التي تمثل حق الملكية، والسندات؛ التي تمثل حق الدائنية تجاه مدين معين، والمشتقات المالية التي انتشرت بشكل واسع في العصر الراهن، وفي سوق الأوراق النقدية: هناك النقود، التي تعطي حائزها حق الحصول على أي سلعة أو خدمة.

## 1-2 الأسهم ( Stocks أو Shares )

عرف الإنسان النقود في الزمن الغابر، وفي المراحل اللاحقة اراد تكيف هذه النقود على شكل أوراق مالية يتم التعامل معها على وفق قوانين وشروط تتحكم في آليات التعامل معها في سوق الأوراق المالية، ومن اهم هذه الأوراق واكثرها أنتشاراً، هي الأسهم في مسميات وآليات عمل متنوعة في الفعل الاقتصادي عبر التطور الاقتصادي في تعامل الإنسان مع هذه الأوراق المالية.

### 1-1-2 مدخل تعريفي

#### اولاً؛ مفهوم وخصائص الأسهم

أ. مفهوم السهم؛ وثيقة ملكية أو صك ملكية (Equity)، وتعد منشآت الاعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية (shares)<sup>(6)</sup>، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الاصدار ونوع السهم ورقمه وعدد الأسهم. ومن ذلك يتضح انها الوثائق المالية التي تُسلم للأفراد الذين يمتلكون حصصاً من رأس مال شركة معينة.

- يُعد السهم ورقة مالية تمثل وسيلة لتمويل الشركات المساهمة، ويعتبر المشتري أحد ملاك الشركة المساهمة بقدر عدد الأسهم التي يملكها. بعبارة أخرى، هي تعبير عن حق

---

<sup>6</sup> - للاطلاع على مفهوم هذه الشركات وغيرها، أنظر؛ الكناني، كامل، " تقييم قرارات الاستثمار: الجزء الاول؛ الاستثمار العيني ودراسات الجدوى" دار الدكتور للعلوم، 2020، الفصل السادس/ 3-1-6.

المساهم في أموال شركة، وهي المشاركة في الملكية حيث يمثل حق لصاحبه في حصة محددة في ملكية مؤسسة أو مشروع معين، مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية الثانوية وتحويل لصاحبها حقوق.

- يستطيع حامل الاسهم بيعها في اي وقت اما عن طريق البورصة او شركات السمسرة او غيرها. ويعطي السهم لحامله حق التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للشركات صاحبة إصدارات السهم.

- عادة ما يتم شراء الأسهم نقداً أو بالتقسيط أي بإقراض نسبة من الثمن المطلوب سداده عن طريق شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية.

- يتم نشر معلومات عن الاسهم يومياً ودورياً في الصحف والمجلات المتخصصة وعن طريق الانترنت وأجهزة الاتصالات الحديثة.

ب. **خصائص الأسهم؛** تمثل الأسهم ملكية في شركة ما، ويتم الإشارة إليها أحياناً بمصطلح "حصة" في شركة. وتاريخياً تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، كما أنها تتمتع بآفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل. ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكثر من الأدوات المالية الأخرى. ويتم ادراج اهم خصائص الأسهم بما يلي:

- قيمة الأسهم؛ يقسم رأس مال الشركة المساهمة الى اسهم متساوية القيمة وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم. ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الالتزامات التي يرتبها السهم<sup>(7)</sup>.

- عدم قابلية السهم للتجزئة؛ عدم قابلية السهم للتجزئة تعني عدم جواز تعدد مالك السهم امام الشركة. وبناء على ذلك فاذا توفي المساهم أو ان هناك اشتراك شخصين او اكثر في ملكية سهم واحد نتيجة ارث او هبة او وصية، فان ملكية السهم مشاعة بين الورثة ويختارون ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين.

---

<sup>7</sup> - عبود، سالم محمد، "الاستثمار وادواته في الاسواق المالية" دار الدكتور للعلوم الاقتصادية ، بغداد، 2014، ص45.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- تداول السهم؛ من اهم خصائص السهم التداول على خلاف "الحصة" التي لا يجوز في الاصل التنازل عنها، إذ تكون المرتبة الاولى للاعتبار الشخصي، وبعبكسه تقعد الشركة صفة المساهمة<sup>(8)</sup>.
- قيمة السهم تحدد مسؤولية المساهم، فمثلاً، لا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها.
- حماية المستثمر ضد مخاطر التضخم، تعد الاسهم العادية من افضل الادوات التي توفر حماية المستثمر من نتائج التضخم. ويعود السبب في ذلك الى ان القيم الحقيقية لأصول الشركة ترتفع في ظل ظروف التضخم، كما ان الشركة قادرة على رفع اسعار منتجاتها لمواكبة ظروف التضخم والحفاظ على استقرار الارباح.
- خطورة التوسع في اصدار الأسهم دون مبرر يؤدي الى توسيع قاعدة المساهمين وتحمل كلف تمويلية وتسويقية مرتفعة، هذا بجانب الآثار السلبية من انخفاض ربحية السهم الواحد واحتمالات تعرض الشركة الى الاستيلاء من قبل المنافسين.

### ثانياً؛ العوامل المحددة لأسعار الأسهم

- لا شك أن سعر السهم يتحدد في سوق الأوراق المالية وفقاً لعوامل و متغيرات عديدة، لعل من أهمها: عوامل إقتصادية و أخرى مالية.
- العوامل الإقتصادية؛ ترتبط بنشاط المؤسسة و مدى نجاحها، وما ينتج عن ذلك من إرتفاع في الأرباح وهو ما يشجع المساهمين والأفراد إلى إقتناء هذه الأسهم، إذ ان إرتفاع الطلب يؤدي لامحالة إلى إرتفاع أسعار الأسهم، و العكس صحيح، حيث أن تدهور نشاط المؤسسة يؤدي إلى إنخفاض أرباحها، الأمر الذي يؤدي إلى إعرض المتعاملين عن شراء الأسهم و بالتالي إنخفاض أسعارها في سوق الأوراق المالية.

<sup>8</sup> - المصدر اعلاه، 46.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- **العوامل المالية؛** تتأثر الأسهم بقانوني العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، فكلما إرتفعت كمية رؤوس الأموال المعروضة للتداول تحسنت أسعار الأسهم وإتجهت نحو الصعود، وكلما قلت هذه الكمية إنخفضت أسعارها.

وعلى أساس هذه العوامل يمكن للشركة أو المؤسسة المعنية في التأثير على أسعار الأسهم في الارتفاع أو الانخفاض ضمن ضوابط معينة، يمكن ادراج اهمها، وكما يلي<sup>(9)</sup>؛

أ. **إعادة شراء الأسهم (Share Repurchase)؛** يمكن اجراء هذه العملية عندما تكون الموارد المالية المتاحة لشركة ما تفوق احتياجاتها الاستثمارية، فان من الأفضل لهذه الشركة توزيع الفائض على المساهمين فيها. وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها. والإجراء الأخير سوف ينعكس على انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم وقيمه السوقية. ولتوضيح ذلك نعطي المثال التالي :

**مثال؛**

لنفرض أن شركة ما حققت أرباحاً مقدارها ( 2.25 ) مليون دولار، وأن عدد الأسهم القائمة لدى هذه الشركة تبلغ ( 900 ) ألف سهم تباع بسعر ( 70 ) دولار للسهم. ترغب الشركة إجراء توزيعات قدرها ( 1.8 ) مليون دولار. الآن ما أثر ذلك على كل من قيمة سهم الشركة وربحيته؟

**الحل**

$$\text{نصيب السهم من الارباح} = 900000 / 1800000 = 2 \text{ دولار}$$

$$\text{أذن قيمة السهم ستكون } 70 + 2 = 72 \text{ دولار}$$

عدد الأسهم التي تستطيع الشركة من إعادة شراءها =  $72 / 1800000 = 25000$  سهم  
وبذلك تصبح عدد الأسهم القائمة بعد الشراء :

$$900000 - 25000 = 875000 \text{ سهم}$$

$$\text{أما ربحية السهم فقد كانت قبل إعادة الشراء} = 900000 / 2250000 = \$ 2.5$$

---

<sup>9</sup> - الكراسنة، ابراهيم، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي/معهد السياسات الاقتصادية، 2010.

وبعد عملية إعادة الشراء ارتفعت ربحية السهم وكما يلي؛

$$\$2.7 = 875000/2250000$$

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين وبعض حملة الأسهم. فمثلاً إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة وكذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة، ولا يجوز إعادة الشراء عن طريق الاقتراض، كما يتم تحديد نسبة من الأسهم لإعادة شرائها كأن تكون مثلاً 10 % من عدد الأسهم القائمة(\*).

ب. **التوزيعات في أسهم جديدة (Dividends Stock)** ؛ يقصد بهذه التوزيعات منح المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. ومن ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين. كذلك، ونتيجة لزيادة عدد الأسهم فإن ذلك سينعكس على انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضاً إلى انخفاض ربحية السهم. ولتوضيح ذلك، نورد المثال الآتي؛

**مثال؛**

نفترض سعر سهم شركة ما (30) دولار، وملكية أحد المساهمين (200) سهم، ماهي النتائج المترتبة على هذا المساهم وعلى القيمة السوقية للسهم إذا ما قررت الشركة توزيع (10%) اسهم مجانية ؟

**الحل؛**

$$\text{ان قيمة أسهم هذا المساهم} = 30 \times 200 = \$ 6000$$

---

\* - وتُعد عملية " إعادة الشراء " ، أيضاً، إحدى ادوات الاستثمار في السوق النقدي؛ أنظر: الفصل الرابع (4-5) من هذا الكتاب.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

حصة هذا المساهم في التوزيع الجديد =  $0.10 \times 200 = 20$  سهم  
اذن قيمة السهم الجديدة له =  $220 / 6000 = 27.3$  \$  
ومن هنا نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من (30) دولار للسهم الواحد إلى (27.3) دولار للسهم.

### ثالثاً؛ تصنيف الأسهم

تصنف الأسهم استناداً الى الاساس المعتمد في التصنيف، والتي يمكن أدراج اهمها بما يأتي:

- أ. على أساس الشكل: نفرق بين أسهم إسمية، أسهم لحاملها و أخرى لأمر.
- أسهم إسمية: هي إسم تحمل إسم مالکها مع نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، نوع الشركة التي يساهم فيها، عنوانها، رأسمالها ومركزها، بيان القيمة المدفوعة من ثمن السهم لمعرفة ما تبقى على المساهم. ويمكن التخلي عنه بإرادة المتعاقدين ولا يعد التصرف سارياً في حق المشاركة إلا إذا دون في سجل خاص.
- أسهم لحاملها: هي أسهم لا يذكر فيها إسم المساهم بل يعد حاملها مالکاً لها، وعليه فإن التنازل عنها يتم بمجرد إنقالبها من يد إلى أخرى لهذا فهي سريعة التداول، ولحاملها الحق في حضور مداورات الشركة في جمعياتها العمومية، والمشاركة في تقسيم أرباحها، أما من جانب الشركة فلها الحق أن لا تعترف إلا بمالك واحد هو حامل السهم، حتى وإن حصل عليه بطريقة غير مشروعة.
- أسهم لأمر: قد تصدر الشركة أسهم لأمر أو لأذن صاحبه وترد عبارة الأمر أو الإذن مقرونة باسم صاحب السهم ويكون تداوله بالتظهير أي بالكتابة على ظهره بما يفيد التخلي عنه. ويشترط أن تكون كاملة الوفاء بمعنى أنه على المساهم أن يدفع كل القيمة الإسمية للسهم عند الإكتتاب.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ب. على أساس الحقوق والامتيازات تصنف الأسهم إلى؛

- الأسهم العادية: هي عبارة عن مستندات ملكية تمتلك قيمةً سوقية، ودفترية، واسمية؛ فالقيمة الاسمية هي القيمة المدونة على سند السهم، والقيمة الدفترية هي قيمة حقوق ملكية السهم، أما القيمة السوقية فهي التي تُشكل سعر بيع السهم في السوق المالي.

- الأسهم الممتازة: هي أسهم تمنح أصحابها حقوقاً خاصة بهم، مثل الأولوية في تحقيق الأرباح، واسترداد قيمة السهم نتيجة لتصفية الشركة، وتمتلك هذه الأسهم ثلاث قيم مثل الأسهم العادية، وهي القيم؛ الدفترية، السوقية والاسمية.

- أسهم التمتع: هي صكوك يتسلمها المساهم عندما يستوفي كل القيمة الاسمية لسهمه، و يشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحاً بذلك في القانون النظامي للشركة، و يتم ذلك عن طريق القرعة.

- أسهم رأس المال: هي تلك الاسهم التي لا يجوز رد قيمتها للمساهم الا عند انقضاء الشركة (الأفلاس) وبعد الوفاء بديونها وبذلك يظل المساهم شريكاً في الشركة ما دامت قائمة.

- حصص التأسيس: صكوك تعطي حاملها حقوقاً في أرباح الشركة دون أن تمثل حصة في رأس المال وتمنح مكافأة على خدمات أداها المؤسسون للشركة، ومن هنا جاءت تسميتها. وقد تمنح لغير المؤسسين وتُسمى عندئذٍ "حصص الأرباح". وقد أعطت بعض التشريعات الحرية في إنشاء هذه الحصص كمكافأة للمجهودات التي بذلت في تأسيس الشركة أو الخدمات التي قدمت لهذا الغرض.

وحصص التأسيس ليس لها قيمة اسمية وإنما يحدد نصيبها في الأرباح، ولذلك لا تدخل في حساب رأس المال، ولا يكون لأصحابها نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة. وهي لا تخول صاحبها التدخل بأي وجه في إدارة الشركة وتكون هذه الصكوك اسمية عند نشأتها لمدة سنتين من تأسيس الشركة، وقد يتغير شكلها بعد ذلك، فتصبح لحاملها، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية بعد سنتين على الأقل.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ت. على اساس نوع العائد المتوقع: يتم تصنيف الأسهم الى؛

-أسهم نقدية: هي الأسهم التي يكتب فيها المساهم شرط أن تدفع قيمتها نقداً، و لا يتم تداول هذه الأسهم إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية و صدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

-أسهم عينية: هي أسهم يدفع صاحبها قيمتها بملكات عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو أي موجودات أخرى، فلا يجوز للشركة أن تسلم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند إستلام المساهمات والموجودات التي تقابلها بكاملها. ويختلف السهم النقدي عن السهم العيني في انه غالباً ما ينص المشروع على وجوب تقدير قيمة الحصة العينية للتحقق من صحة هذا التقدير.

ث. على اساس طبيعة الاعمال للجهة المصدرة وسلوك المستثمر وتفضيلاته، ومن اهمها:

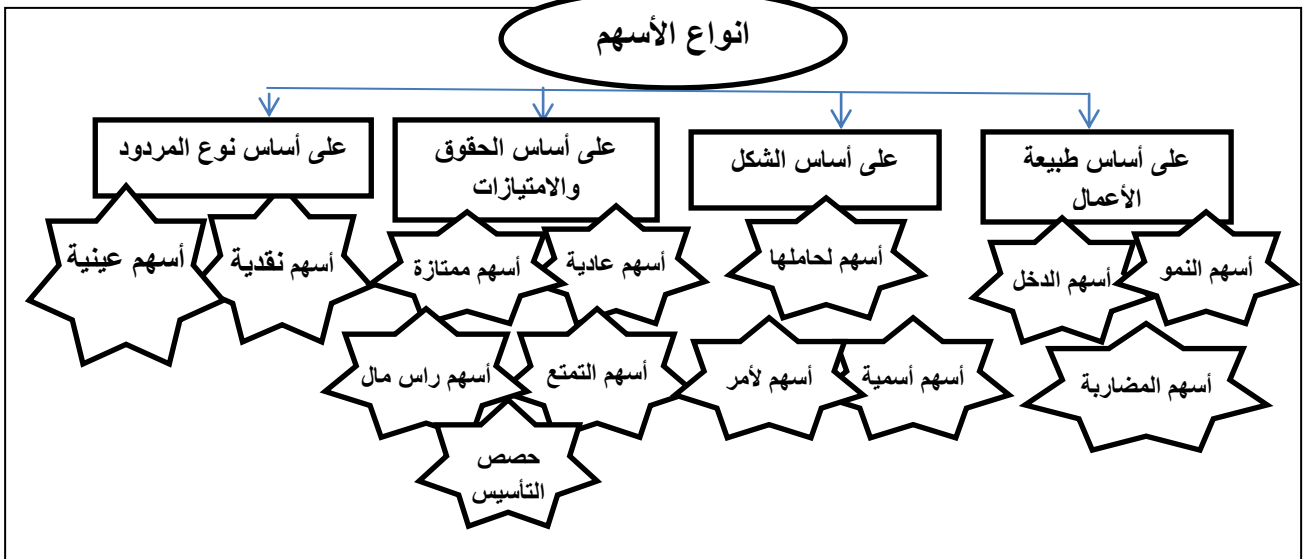
- أسهم الدخل (Income stock)؛ والتي غالباً ما تظهر في الشركات التي تتميز بانتاج سلعة معينة يجعلها تحقق ارباحاً مستقرة، ومن أمثلتها شركات النفط ومشتقاته.

- أسهم النمو (Growth stock)؛ وتعود لشركات تتعامل مع تكنولوجيا متقدمة تحتاج الى احتجاز الارباح لأعداد دراسات متطورة ومستمرة وبما يحقق للشركة عائداً متميزاً ينعكس ايجاباً على القيمة السوقية للسهم مستقبلاً. وبالمقابل فان هذا النوع من الشركات يمكن ان تتحمل مخاطر عالية إذا لم تحقق الهدف، ومن أمثلتها شركات صناعة الأدوية، البرامجيات، تقنيات الحاسوب، وما شابه ذلك.

- أسهم المضاربة (Speculative stock)؛ وهي تلك الأسهم التي يمكن ان تتعرض الى عائد منخفض أو سالب خلال مدة معينة، ومن أمثلة هذه الشركات التي تعمل في مجال التنقيب عن الثروات الطبيعية.

والمخطط التوضيحي التالي يبين تصنيف هذه الأسهم استناداً الى مجموعة من الأسس:

### المخطط (3)



#### 2-1-2 أنواع الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة

عندما تسمع عن أسواق المال فإن أول شيء قد يتبادر إلى الذهن هو سوق الأسهم أو سوق العملات الأجنبية، وذلك نظراً للتغطية الكبيرة التي تحظى بها هذه الأسواق في مختلف وسائل الإعلام على مواقع تداول هذه الأسهم، وبالذات البورصات، التي تعد اليوم القلب النابض لسوق الأوراق المالية، وخاصة الأسهم.

#### أولاً؛ الأسهم العادية (Common Stocks)

وهي الأسهم التي تتساوى في قيمتها وتخلو المساهمين حقوقاً متساوية. والسهم العادي هو حق (أداة) ملكية لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة والمسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة للمستثمر<sup>(10)</sup>.

أ. قيم الأسهم العادية؛ للأسهم العادية مجموعة قيم من أهمها:

<sup>10</sup> - التميمي، ارشد فؤاد، "الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات"، دار اليازوري العلمية للنشر

والطباعة، عمان / الاردن، 2010، ص154.

• **القيمة الاسمية (Nominal value):** تتمثل في قيمة السهم عند إصداره لأول مرة، او القيمة المدونة على قسيمة السهم، و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، حيث غالباً ما تتحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، ولذلك يطلق عليه ايضا بـ "القيمة القانونية". وهذه القيمة ليس لها اي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين ولا يمكن للشركة ان تصدر اسهم جديدة بقيمة أقل منها.

• **القيمة الدفترية (Book value) :** وهي القيمة المحاسبية في دفاتر الشركة<sup>(11)</sup>:  
وهذه القيمة ليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم للشركة، ويمكن معرفتها من خلال:  
- القيمة الدفترية لموجود رأسمالي = تكلفة شراء الموجود - الاندثار المتراكم  
- القيمة الدفترية = صافي حقوق المساهمين = موجودات الشركة - المطلوبات  
- والقيمة الدفترية تعكس حصة السهم الواحد من موجودات الشركة:  
القيمة الدفترية للسهم العادي = قيمة حقوق الملكية (المساهمين) / عدد الأسهم العادية المصدرة

وتتضمن حقوق الملكية او المساهمين (حسابات رأس المال المدفوع، علاوة الإصدار، الإحتياطيات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية). وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة ( رأس المال المدفوع و العلاوات) أو بصورة غير مباشرة (عن طريق الأرباح المحتجزة) لتمويل استثمارات الشركة.

• **القيمة السوقية (Market value):** وهي السعر التي يباع بها السهم في السوق (سوق الأوراق المالية)، وقد تكون القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، وعلى ضوء ذلك تتحدد أرباح وخسائر الشركة؛ ففي بداية اعمال الشركة من الممكن ان تكون القيمة السوقية للسهم مساوية الى القيمة الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الاداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة من ارباح وحين تحقق الشركة ارباح عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، اما اذا كانت ربحية الشركة متدنية او انها تتكبد خسائر مستمرة فان سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

و عليه فإن القيمة السوقية للسهم تعتبر قيمة توازنية (Equilibrium value) بين العرض والطلب للسهم العادي في السوق.

وهناك قيم أخرى للأسهم العادية، يمكن أدراجها كما يلي:

- **القيمة الحقيقية (Intrinsic value)؛** ترتبط هذه القيمة بالاوراق المالية بشكل عام وبالاسهم بشكل خاص، وهي القيمة المعقولة للسهم على ضوء بعض المحددات أو المعطيات الموضوعية التي تتسم بها الشركة، ومن أهمها:
  - موجودات الشركة.
  - انتاجية الشركة.
  - المبيعات والارباح التي تحققها الشركة.
  - الارباح الموزعة على المساهمين.
  - أفق النمو المستقبلية.
  - كفاءة إدارة الشركة.

أن قيمة السهم، استناداً الى هذه المعطيات، هي ما يهتم المستثمر بالدرجة الاولى على اعتبار انها تمثل ما يفترض ان يستند عليه المستثمر في معرفة جدوى استثماره بالمقارنة مع القيمة السوقية للسهم، وكما يلي:

- إذا كان سعر السهم في السوق < من قيمته الحقيقية؛ فان ذلك يعني ان السهم مقيم باكثر مما يجب (Overvalued)، وانه لا يصلح للاستثمار بل العكس السعر مناسب لبيع السهم ضمن آليات الفعل الاستثماري.
- إذا كان سعر السهم في السوق > من القيمة الحقيقية؛ فان ذلك يعني ان السهم مقيم بأقل مما يجب (Undervalued) وفي ذلك فانه يصلح للاستثمار لان سعر السوق يجب ان يرتفع مع الوقت ليصل الى القيمة الحقيقية له وبما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر.
- عندما يكون سعر السوق = القيمة الحقيقية؛ فان السهم يكون مقيم كما يجب، وبذلك يبحث المستثمر الى معطيات اخرى تحفز الاستثمار في سوق الأوراق المالية.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ان الاختلاف بين اسعار السهم في السوق (القيمة السوقية) عن القيمة الحقيقية للسهم انما تتبع من اسباب متنوعة، من أهمها:

- المضاربات.
- التلاعب في أسعار الأسهم في البورصة.
- عدم توفر المعلومات او ارتفاع كلفة الحصول عليها.
- عدم الدقة في تحليل المعلومات من قبل المستثمرين.
- مدى مرونة السوق في الاستجابة لحركة التداول للأوراق المالية.
- أسباب نفسية لدى المستثمرين في الاستجابة لمتغيرات سوق الأوراق المالية.

• **القيمة التصفوية (Liquidation value)؛** وهي القيمة التي يمكن الحصول عليها من بيع احد الموجودات (Asset) أو مجموعة من الموجودات أو كافة موجودات الشركة بعيداً عن الشركة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها. فمثلاً، إذا ارادت الشركة ان تباع آلة او مجموعة من الآلات فان السعر الذي تباع به يدعى قيمة التصفية، وكذلك،  
فأن:

القيمة التصفوية للشركة = موجودات الشركة - الديون المترتبة على الشركة

القيمة التصفوية للسهم = القيمة التصفوية للشركة / عدد اسهم الشركة

ب. عوائد السهم العادي<sup>(12)</sup>:

• **عائد التوزيعات (Dividends Yield) :** يحصل المستثمر في الاسهم على توزيعات عندما تحقق منشآت الاعمال مصدرة السهم على ارباح على ان يكون ذلك مقروناً بموافقة الإدارة على التوزيع.

• **العائد الراسمالي (Capital Yield Gains) :** ويمثل الفرق المتحقق للمستثمر ما بين القيمة السوقية للسهم عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع اي انه عائد ارتفاع القيمة السوقية للسهم، مع ملاحظة اخذ معدل التضخم بالحسبان عند حساب العائد الراسمالي.

<sup>12</sup> - الداغر، محمود محمد، مصدر سابق، ص 94-95.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- العائد الاجمالي للسهم (Total return per share): ويساوي مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي وتشمل عائد التوزيعات والعائد الراسمالي فضلاً عن العائد الاضافي المحتمل تحقيقه من قبل المستثمر عند استثمار التوزيعات الدورية لأسهمه.
- ت. حقوق حاملي السهم العادي؛ يعطي حاملي السهم حقاً أساسية أهمها صفته شريكاً، اضافة الى حقوق عديدة يمكن تلخيص اهمها فيما يلي:
  - توفر لمالكها حق الاجراءات الآتية؛
- حق المشاركة في إدارة الشركة، حيث يضمن له هذا الحق حضور الجمعيات العمومية للشركة وما يتضمنه من حق مراقبة اعمال الشركة في مراجعة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة، وكذلك التصويت والترشيح في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، بالقدر الذي يملكه من أسهم: ولكل سهم صوت، إلا إذا كان لسهم امتياز أن يكون متعدد الأصوات.
- الحق في نقل ملكية الاسهم او التنازل عنها من دون اذن مسبق من الشركة؛
- حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها؛
- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصل أي مساهم من الشركة؛ لأن المساهم متملك في الشركة، ولا يجوز نزع ملكيته إلا برضاه، وذلك فيما عدا حالة التأميم، التي تنتزع فيها الملكية الخاصة وتتحول إلى ملكية عامة.
- حق الحصول على نصيب من الأرباح الموزعة بما يعادل النصيب من رأس المال المدفوع. لكن تجب الإشارة إلى أن حملة الأسهم العادية يحصلون على نصيبهم من الأرباح في حالة التوزيع (كمقسوم ارباح) بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم. أما في حالة إفلاس المؤسسة وتصفيتها فهم يحصلون على حقوقهم بعد كافة الدائنين وبعد حملة الأسهم الممتازة.
- حق الأولوية في الاكتتاب (Rights Issues): إذا قررت الشركة زيادة رأس المال، فإن الأولوية في الاكتتاب تكون للمساهمين القدامى؛ لأنهم أولى بالأموال الاحتياطية وموجودات الشركة، فيعطي لهم الحق في المساهمة في زيادة رأس المال خلال مدة معينة،

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ثم يفسح المجال للمساهمين الجدد بعد ذلك. ومن أجل الحفاظ على تركيبة الملكية الحالية للشركة فإن الأسهم الجديدة تطرح بأسلوب النسبة والتناسب ( Rata-Pro ) بمعنى كل مساهم يأخذ حقه حسب نسبة مساهمته في الشركة. ومن أجل تشجيع المساهمين القدامى على ممارسة حقهم في هذا النوع من الإصدارات فإنه يتم طرح الأسهم بخصم يتراوح ما بين (15-20%) من القيمة السوقية للسهم. والمثال التالي يوضح حق هذه الأولوية<sup>(13)</sup>.

**مثال؛**

نفترض أن شركة ما ممولة بالكامل من حقوق الملكية وترغب في الحصول على أموال إضافية قيمتها مليون دولار. قررت الشركة إصدار أسهم جديدة للحصول على هذا المبلغ، على أن يعطى للمساهمين القدامى أولوية حق الشراء بحيث يوزع سهم لكل ثلاثة أسهم. وقد كان سعر السهم قبل الإصدار (200 سنت) وترغب الشركة في بيعه للمساهمين القدامى بسعر (160 سنت). ما هو تأثير ذلك على مساهم يمتلك في هذه الشركة (3000) سهم ؟  
**الحل؛** أن قيمة السهم بعد إصدار حق الأولوية ستكون:

$$\frac{(3 \times 200) + (1 \times 160)}{4} = 1.90$$

اذن انخفض سعر سهم الشركة بمقدار (10 سنت)، السؤال الذي يطرح نفسه ما تأثير ذلك على المساهم الذي يمتلك ( 3000 ) سهم في هذه الشركة في حالتي ممارسة وعدم ممارسة الحق ؟

1. عند أحتساب قيمة الحق يطرح سعر السهم الذي ترغب الشركة في بيعه إلى المساهمين القدامى من سعر السهم:

$$\text{سنت } 1.90 - 1.60 = 0.30$$

2. عدم ممارسة المساهم هذا الحق فإن خسارته ستكون؛

$$3000/3 = 1000$$

$$1000 \times 0.30 = 300 \$$$

وبذلك تكون الخسارة (300 \$) في حال عدم ممارسته الحق.

<sup>13</sup> - الكراسنة، ابراهيم، " مصدر سابق، (بدون ترقيم).

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

### بطريقة أخرى:

كان لدى هذا المساهم (3000) سهم قيمة كل سهم (2 \$) فإن مجموع ثروته ستكون (6000 \$). ولكون سعر السهم الآن (1.90 \$) فإن ثروته ستصبح:

$$3000 \times 1.90 = 5700 \$$$

$$6000 - 5700 = 300 \$ \quad \text{قيمة الخسارة}$$

1. في حالة ممارسة حقه في الاكتتاب الجديد فإن هذا المساهم يستطيع الحصول على (157) سهم جديد:

عدد الأسهم القائمة / نسبة التوزيع

$$3000/3 = 1000 \text{ سهم}$$

كل سهم يخول هذا المساهم للحصول على خصم بمقدار (30 سنت)؛

$$1000 \times 0.30 = 300 \$$$

$$300/1.60=157$$

وهي عدد الأسهم التي يستطيع هذا المساهم شرائها في ضوء حجم مساهمته. أذن ثروة هذا المساهم الجديدة ستصبح:

$$3000 + 157 = 3157 \text{ سهم}$$

وبالتالي فإن هذا المساهم سيكون مخول للحصول على توزيعات أرباح على 3157 سهم

بدلاً من 3000 سهم. أما ثروته على أساس سعر السهم الجديد، هي؛

$$3157 \times 1.90 = 5998 \$$$

وهي مقارنة الى ثروته السابقة.

بالرغم من هذه الحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي إلا أنه ليس من حقه الرجوع على المنشأة المصدرة لإسترداد قيمته، و إذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية.

ث. عيوب الاسهم العادية ومن اهمها:

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة ويرجع ذلك الى سببين رئيسيين:

- ان العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعاً نظراً لتنوع الارباح التي يمكن ان يحصل عليها مالك السهم؛ ارباح نقدية + ارباح رأسمالية.
- إن ارباح الاسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة.

• إصدار اسهم جديدة يحتل إن يترتب عليه دخول المساهمين جدد مما يعني تشتت اكبر للأصوات في الجمعية العمومية للشركة.

#### ثانياً؛ الأسهم الممتازة (Preferred Stocks)

أ. المفهوم والمزايا؛ و هي ذلك النوع من الأسهم الذي يمنح لحاملها شكل خاص من اشكال الملكية تختص بالمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وذلك أن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها، فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم العادية، لتشويق الجمهور للاكتتاب بها، ومن هذه المزايا:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح، كأن تختص الأسهم الممتازة بحصة في الأرباح لا تقل عن (5%) من قيمتها، وتوزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بالتساوي؛
- استيفاء فائدة سنوية ثابتة، سواء ربحت الشركة أم خسرت؛
- يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العمومية.
- حق استعادة قيمة الأسهم بكاملها عند تصفية الشركة قبل سائر المساهمين؛

وهذا يعني، ان اصدار هذه الاسهم يسفر عن منح حقوق وامتيازات لبعض المساهمين ولا يعد ذلك اخلاً بمبدأ المساواة بين المساهمين، لان هذه المساواة قاصرة على المساهمين من فئة واحدة ممن اشتركوا في وقت واحد، فغالباً ما تلجأ الشركات الى عدم تقرير هذه الامتيازات الا في حالات معينة غالباً ما تكون عند زيادة رأس المال لاغراء الجمهور بالاكنتاب في الاسهم الجديدة، إضافة الى ذلك فقد تعجز الشركات عن الوفاء بحقوق حملة السندات فتعرض تحويل تلك السندات الى اسهم ممتازة فتتخلص بذلك من دينها تجاههم فيتحول الدائنون الى مساهمين.

وهذه الأسهم لها قيم إسمية و دفترية و سوقية شأنها في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة:

**القيمة الدفترية للسهم الممتاز = قيمة الأسهم الممتازة/ عدد الأسهم المصدرة**

ويوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاماً ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الاسهم العادية على دخل الشركة واصلوها<sup>(14)</sup>.

#### ب. خصائص الأسهم الممتازة<sup>(15)</sup>؛

- تجمع بين الأسهم العادية من حيث حق الملكية وبين السندات من حيث حق الدين في الحصول على أرباح.
- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية والسندات، في إسترجاع قيمة أسهمهم عند تصفية الشركة أو الإفلاس. وأقصى ما يستطيع أن يفعله مجلس الإدارة بالنسبة لأرباح الأسهم الممتازة هو إمكانية تأجيلها إلى السنة التالية، أما في حالة التصفية فيحصل حامل السهم الممتاز على نصيبه قبل غيرهم من حملة الأسهم العادية.
- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية.
- يكون السهم الممتاز قابل للتحويل الى اسهم عادية وضمن شروط يتفق عليها مسبقاً.
- قد ينقر امتياز للمساهمين القدامى في الاكتتاب في اسهم الشركة المطروحة بغرض زيادة رأس المال.
- العائد المطلوب على هذه الأسهم يكون عادة اكبر من ذلك المطلوب على السندات.

---

14 - التميمي، ارشد فؤاد، مصدر سابق، ص179.

15 - الداغر، د.محمود محمد، مصدر سابق، ص100-101

- وبالرغم من كل هذه المزايا للأسهم الممتازة فإنها لا تخلو من العيوب.
- ت. **عيوب الأسهم الممتازة**؛ يمكن أيجاز هذه العيوب في ثلاث جوانب رئيسية<sup>(16)</sup>؛
- الارتفاع النسبي لتكاليف الأسهم الممتازة مقارنة مع تكاليف الاقتراض، إذ ان توزيعات هذه الأسهم، على عكس الفوائد، لا تخضع للضريبة، ومن ثم لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية؛
  - حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد؛
  - ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء هذا التوزيع، مع أنهم يحتفظون بحقهم مستقبلاً في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع (Cumulative Feature) وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أي توزيعات.

ث. **أنواع الأسهم الممتازة**؛ هناك انواع مختلفة للأسهم الممتازة، يمكن تصنيفها كما يلي:

1. تقسم الأسهم الممتازة من حيث **حقوق حملتها في الأرباح** إلى:
- **أسهم ممتازة مجمعة الأرباح** (Cumulative preferred stock): في حالة عجز المؤسسة عن دفع نسبة الأرباح السنوية فإنه يتم تأجيلها إلى السنة التالية، وهذا يعني حفظ حق حامل السهم الممتاز في الأرباح الموزعة بغض النظر عن مستوى ارباح الشركة.
- **أسهم ممتازة غير مجمعة الأرباح** (Noncumulative preferred stock): إذا لم تحقق المؤسسة أرباح وعجزت عن دفع النسبة السنوية للأسهم الممتازة، فإنه لا يتم تأجيلها وبذلك يسقط حق حامل السهم في هذا الربح.
- **اسهم ممتازة مشاركة** (Participating preferred stocks)؛ وهي الأسهم التي تسمح لحاملها بمشاركة حملة الاسهم العادية في الارباح المتبقية، وتعني المشاركة بالتساوي في الارباح الموزعة على حملة الاسهم العادية عندما تتجاوز الارباح الموزعة حداً معيناً.

---

16 - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- أنواع أخرى للأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل الى اسهم عادية وبشروط تحددها نسبة التبادل؛
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء في غضون مدة معينة وبسعر محدد.

ثالثاً؛ المقارنة بين الاسهم العادية والاسهم الممتازة؛

يمكن وضع الاختلافات الاساسية بين الاسهم العادية والاسهم الممتازة، كما في الجدول أدناه، استناداً الى مجموعة من المعايير المعتمدة وكما يلي<sup>(17)</sup>؛

جدول (2)

أوجه المقارنة بين السهم الممتاز والسهم العادي

معيار المقارنة	الاسهم الممتازة	الاسهم العادية
طبيعة الاداة	اداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	اداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	مقسوم ارباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الارباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للاطفاء او الاستدعاء او التحويل الى سهم عادي	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة اي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الارباح	يمكن ان تتراكم ارباح السهم	لا يمكن ان تتراكم ارباح السهم
المشاركة بالادارة	لا يحق لحامله المشاركة بالادارة الا اذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الادارة
طبيعة الاسواق	اسواق محدودة وغير نشطة	اسواق تنصف بالعمق والانتساع ونشطة
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات

<sup>17</sup> - النعيمي، عدنان تايه، التميمي، ارشد فؤاد، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري، عمان/الأردن، 2009، ص152. وكذلك الميداني، محمد أيمن عزت، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض/السعودية، 2004، ص717.



## 2-2 السندات (BONDS)

الاستثمار في الأوراق المالية لم يقتصر على الأسهم، على اختلاف أنواعها، إذ من الضرورة ونحن نتحدث عن أسواق المال ان نخرج الى نوع آخر، مهم، وربما لا يقل أهمية عن الأسهم، وهي السندات، وان كانت أقل شهرة مما هي عليه في تداول الأسهم. وفي هذه الصفحات سنحدث عن السندات المالية، أهم المفاهيم المتعلقة بها، كيف يتم الاستثمار فيها، وكيف يقوم المتداولون بالاستفادة منها في الأسواق الأخرى.

### 1-2-2 ماهية السند؛ الخصائص والمخاطر

اولاً؛ مفهوم السند؛ السند هو:

- صك دين (أداة دين) قابل للتداول في سوق الأوراق المالية، تصدره مؤسسة أعمال و حكومات، وهي إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتاحة للشركات والحكومات، التي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة. ويمكن القول ايضاً؛

- وثائق تثبت امتلاك أصحابها حقوقاً معينة في ملكية الأشياء أو استخدام خدمات محددة، كما تُعد ديوناً مترتبة على أشخاص طبيعيين أو معنويين.

- صك قابل للتداول يمثل قرضاً يُعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، و تصدره الحكومات و الشركات و المؤسسات. و يعتبر حامل السند دائناً للجهة المصدرة له و لا يعد شريكاً فيها، حيث يتقاضى فائدة محددة سواء ربحت الجهة المصدرة أم خسرت، ولحامل السند الحق في استرداد قيمة سنده عند حلول أجل التسديد.

أن المؤسسات ذات الأسهم تلجأ إلى إصدار سندات عندما تكون بحاجة لمبالغ كبيرة من الأموال والاستفادة من قروض مقابل هذه السندات التي تمثل حقوق على المؤسسة وهي الفائدة السنوية، وقيمة القرض. وتلجأ الحكومات إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ما لديها من مشاريع تنموية. ولأن الحكومات لا تستطيع إصدار أسهم لرفع رأس مالها، كما تفعل الشركات، فإن خيار السندات دائماً هو المفضل لدى الحكومات. علاوة على ذلك، وبسبب قوة الحكومات، ككيان سياسي واقتصادي يمكن

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الاعتماد عليه، فإنها تستطيع عادة أن تصدر سندات بتكلفة أقل من التكلفة التي تتحملها الشركات.

ويعتبر سوق السندات أحد أفضل الأسواق من حيث السيولة، ما يجعله جذاباً للمتداولين والمؤسسات المالية الكبرى، ولكي نستطيع فهمه بشكل سليم يتوجب استيعاب المصطلحات التالية:

- **القيمة الاسمية (Nominal value) :** مجموع الأموال التي يقترضها المستثمر لمصدر السند. أو هي القيمة التي يدفعها المستثمر لأول مرة عند الاكتتاب، وهذه القيمة تختلف عن سعر السند، فالأخير يتغير حسب العرض والطلب.

- **تاريخ الاستحقاق (Maturity date) :** هو التاريخ الذي سيسترد فيه المستثمر المبلغ الذي أقرضه للشركة أو المؤسسة الحكومية، وقد يكون خلال أسابيع أو عدة سنوات. وكلما كانت المدة الفاصلة بين إصدار السند وتاريخ الاستحقاق قصيرة كلما كانت المخاطرة أقل ما يعني نسبة فائدة أقل، والعكس صحيح، فنسبة الفائدة على سندات لمدة (10) سنوات تكون أكبر من نسبة الفائدة على سندات لمدة (3) سنوات.

- **الكوبون (Coupon) :** هو نسبة الفائدة التي يحصل عليها حامل السندات، وغالباً ما يتم دفعها كل (6) أشهر أو سنة واحدة، ويتم تمثيلها بنسبة مئوية على القيمة الاسمية، فلو كان الكوبون على سند بقيمة (1000) دولار هو (10%) سيكون العائد السنوي هو (100) دولار.

- **علاوة السند (Premium Bond) :** وهي القيمة التي يباع بها السند بأعلى من قيمته الاسمية. فمثلاً إذا تم شراء سند بـ (\$ 1030) وقيمه الاسمية (\$ 1000)، فإن مبلغ الـ (\$ 30) يمثل العلاوة التي تم دفعها لشراء هذا السند.

- **المصدر: (Issuer) :** وهي الجهة التي تقوم بإصدار السندات، وهو عامل مهم جداً يجب أن يؤخذ في الاعتبار، فالحالة المالية للمصدر هو أهم ضمان لاسترداد أموال المستثمر، فالسندات المصدرة من المؤسسات الحكومية يعتبر أكثر أمان وأقل مخاطرة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

مقارنة بالشركات التجارية، كما أن سندات الشركات الكبرى أقل مخاطرة من سندات الشركات الصغرى.

وعلى ضوء ما ورد أعلاه، يمكن اعطاء مفهوم للسند في كونه صك قابل للتداول يمثل قرضاً يُعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، و تصدره الحكومات و الشركات و المؤسسات. و يعتبر حامل السند دائماً للجهة المصدرة له و لا يعد شريكاً فيها، حيث يتقاضى فائدة ثابتة محددة سواء ربحت الجهة المصدرة أم خسرت، فلحامل السند الحق في استرداد قيمة سنده عند حلول تاريخ الاستحقاق المثبت في السند.

### ثانياً؛ خصائص السند: للسند خصائص مميزة أهمها:

- يمثل السند ديناً على الشركة، فإذا أفلسَت أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة من قبلها لحملة السند، سقط أجل الدين، واشترك حامل السند مع باقي الدائنين للشركة في استيفاء حقوقهم.
- على عكس عائدات استثمارات الأسهم فإن دفع الفوائد والأصل على الدين هو التزام قانوني (legal obligation) من قبل الجهة المصدرة. هذا الالتزام القانوني لدفع خدمة الديون يرفع مستوى مخاطر الشركة المصدرة للسند، حيث تؤثر الطبيعة طويلة الأجل لديون السندات أيضاً على اوضاع المخاطر من جهة، ومن جهة أخرى قد تصبح الديون التي تبدو في الأصل مربحة عبئاً، إذا كان التدفق النقدي غير كافٍ لخدمة الديون فقد تصبح الشركة متعسرة (Insolvent)، ولا تتمكن من إعادة التمويل (Refinance).
- يستوفي حامل السند فائدة ثابتة، سواء ربحت الشركة أم خسرت، ويجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح، ولا يعتبر مساهماً، لأنه لا يحق له التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل حملة الأسهم؛ إذ إن حامل السند له الأولوية في الحصول على كل حقوقه في حالة التصفية.
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له؛ إذ لا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- يكون السند قابلاً للتداول كالسهم.
  - قرض السندات قرض جماعي؛ فالشركة تتعاقد مع مجموع المقرضين، لأن القرض مبلغ إجمالي، مقسم إلى أجزاء متساوية، هي السندات.
  - السند يحمل قيمة اسمية ومعدل فائدة وتاريخ استحقاق محدد، وهو بهذا يعد عقداً أو إتفاقاً بين طرفين، بمقتضاه يقوم الطرف الأول بإقراض الطرف الثاني، مع تعهد هذا الأخير برد المبالغ المقرضة و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.
  - عموماً السند يتميز بدرجة مخاطرة منخفضة، وتنحصر أساساً في تغير أسعار الفائدة.
  - الفوائد تكون على أساس القيمة الاسمية وليست السوقية، وإن الفائدة المدفوعة على الدين معفاة من الضرائب (Tax deductible)، وتلك الميزة إلى حد بعيد هي أهم ميزة للديون. بالنسبة لشركة تواجه معدل ضريبي هامشي (Marginal Tax Rate) يتراوح بين (40%) و (50%) يمكن أن تكون المدخرات الضريبية الناتجة عن خصم الفائدة كبيرة.
- وبذلك يمكن القول؛**
- حامل السند له الأولوية في الحصول على كل حقوقه في حالة تصفية أو إفلاس الشركة (Liquidation or Bankruptcy of Company).
  - الفوائد تكون على أساس القيمة الاسمية وليست السوقية.
  - أما المخاطر المتعلقة بهذه الأداة فتتحدد أساساً في تغير أسعار الفائدة.
  - انخفاض درجة المخاطرة للسندات مقارنة بالأسهم، بالنسبة للمستثمر.
  - يعطي السند لحامله حقَّين أساسيين :
- الأول؛ الحصول على فائدة قانونية ثابتة في مواعيدها المتفق عليها، سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- الثاني؛ استرداد قيمة السند في الأجل المحدد، وله حقوق الدائن تجاه مدينه، وفقاً للأحكام القانونية.

### ثالثاً؛ طريقة إصدار السند

الإصدار هو العملية التي تمكن الشركة من طرح سندات على الجمهور للحصول على التمويل، ويذهب صافي النقد المستلم من بيع تلك السندات إلى الشركة المصدرة، حيث يقوم المستثمر الذي قام بشراء سندات أو سندات الإصدار الأصلي بتقديم قرض إلى الشركة التي أصدرت السندات.

ويتم ذلك بطريق الاكتتاب العام، ويكون عادة بواسطة البنوك، وتعلن الشركة كل المعلومات المتعلقة بالسندات، وأهمها الوفاء بالمبلغ الذي تعهدت به، ومقدار الفائدة القانونية. ويمكن إصدار السندات لمدد تصل إلى ثلاثين عاماً، ويتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها. وفي ذلك يمثل السند عقداً بين المصدر (المقرض Borrower) وحملة السندات (المقرضين Lenders)، وهو يحتوي على جميع بنود وشروط العقد بما في ذلك :

- معدل الفائدة (Interest rate).

- القيمة المعلنة (Stated value).

- تواريخ الدفع (Payment dates).

- تاريخ الاستحقاق (Maturity date).

ومن المحتمل أن يشتمل العقد على شروط إضافية تتعلق بخصائص السندات أو حقوق حاملي السندات أو المصدر أيضاً.

وفي إصدار السند هناك متغيري الفائدة وعائد الأصدار؛

• **معدلات الفائدة (Interest Rates) :** الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة هو العلاقة بين العائد حتى الاستحقاق (Yield to maturity) وتاريخ الاستحقاق (Time to maturity). من المهم لأمناء صناديق الشركات (Corporate treasurers) الذين يتعين عليهم أن يقرروا ما إذا كانوا سيصدرون ديوناً قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وللمستثمرين الذين يجب عليهم أن يقرروا ما إذا كانوا سيشترون ديوناً قصيرة أو طويلة الأجل. ان ارتفاع معدلات الفائدة على السندات سوف يؤدي إلى ارتفاع زيادة الطلب على استثمارات السندات مما يقلل من الطلب على الأسهم العادية وبالتالي انخفاض اسعار الأسهم العادية.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وتتجلى مخاطر معدلات الفائدة (Interest Rate Risk) في كونها تمثل مخاطر تقلب قيمة الأوراق المالية الاستثمارية بسبب التغيرات في معدلات الفائدة تبعاً لمدة السند، فكلما طال الوقت حتى تاريخ الاستحقاق زادت درجة مخاطر معدلات الفائدة.

• **عائدات إصدار السندات :** يتم تقييم وبيع السندات بالقيمة الحالية (Present value) لجميع المدفوعات النقدية المستقبلية التي ستدفعها الشركة بما في ذلك مدفوعات الفائدة والمبلغ الرئيسي النهائي مخصومة بمعدل الفائدة السوقي للسندات ذات الشروط والمخاطر المماثلة.

ويمكن إصدار السندات بقيمة اسمية (\$1000 لكل 1000 سند) ولكن يتم إصدارها في كثير من الأحيان بأسعار أعلى أو أقل من قيمتها الاسمية. ويتم تحديد سعر إصدار السند من خلال معدل الفائدة السوقي للسندات ذات خصائص الأجل المماثلة والمخاطر المماثلة وبمعدل الفائدة الذي سيدفعه السند؛

- عندما يكون معدل الفائدة في السوق أعلى من معدل الفائدة الذي سيدفعه السند فإن سعر الإصدار للسند سيكون أقل من قيمته الاسمية، بحيث يحصل مشتر السند على معدل فائدة أعلى في السوق على استثماره.

- عندما يكون معدل الفائدة في السوق أقل من معدل الفائدة الذي سيدفعه السند فإن سعر الإصدار للسند سيكون أعلى من القيمة الاسمية، بحيث يحصل مشتر السند على معدل فائدة سوقي منخفض على استثماره.

وعندما يتم إصدار السندات في الأصل، يتم تسويق السندات بواسطة بنك استثمار Investment Bank (أو مجموعة من بنوك الاستثمار). وتحمل الشركة المصدرة تكاليف إصدار السندات، ومنها على سبيل المثال؛

- تكاليف الاكتتاب (Underwriting costs) ؛ بضمنها عمولة البنك الاستثماري.

- الرسوم المحاسبية (Accounting fees).

- الرسوم القانونية (Legal fees).

- تكاليف الترويج والتكاليف المماثلة (Promotion costs and other similar costs).

وبالتالي فإن العائدات التي تتلقاها الشركة المُصدرة من إصدار السندات هي سعر البيع الذي يتم تخفيضه بتكاليف إصدار السند.

#### رابعاً؛ مخاطر الاستثمار بالسندات (Bond Risk)

رغم المزايا العديدة للاستثمار في السندات، كونها أداة جيدة لتوليد الدخل، واستثمار آمن خاصة عند مقارنتها بالأسهم، إلا أن المستثمرين يحتاجون أن يكونوا على دراية تامة بالمخاطر المحتملة للاستثمار في سندات الشركات والحكومات، حيث أن درجة الخطورة تتفاوت حسب نوع الدين والجهة المصدرة.

وهناك العديد من مخاطر الاستثمار المتداخلة، ومع ذلك يمكن تمييز أهم هذه المخاطر وهي مخاطر سعر الفائدة ويلجأ المستثمرون للتقليل من مخاطر سعر الفائدة بالموائمة بين المدة الزمنية لموجوداتهم، مع المدة الزمنية للالتزاماتهم. كذلك هناك مخاطر أخرى قد يأخذها المستثمر بالحسبان عند شراء السند مثل مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، مع الأقرار بالتداخل فيما بينها؛ بالنتائج والأسباب.

أ- مخاطر أسعار الفائدة؛ وهي أشهر أنواع المخاطر المعرض لها حامل السندات، و الناتج عن تقلب وارتفاع أسعار الفائدة السوقية مقابل انخفاض أسعار السندات، إذ ترتبط بعلاقة عكسية مع سعر السند، مما يجعل ميل منحنى العلاقة سالباً، وشكل المنحنى يشير ضمناً الى ان زيادة أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض سعر السند. هذه الخاصية لاسعار السندات تسمى في ادبيات الاستثمار بالتحدب (Convexity)، والذي يدل على ان الزيادة التصاعدية في أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض تصاعدي اقل في سعر السند.

عند شراء السندات يتلقى حاملها معدل فائدة ثابتة لمدة محددة، وإذا ارتفع سعر الفائدة في السوق في يوم الشراء، فسوف يتبع ذلك انخفاض سعر السند، وسوف يتم تداول السند بخسب يعكس انخفاض العائد. وتتوقف أسعار الفائدة على عدة عوامل من بينها الطلب على المخزون النقدي، معدل التضخم، المرحلة التي تمر بها دورة حياة الشركة، والسياسات المالية والنقدية للحكومة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ب- **مخاطر التضخم**؛ ويقصد بها انخفاض القوة الشرائية لأصل الدين والفائدة، نتيجة الارتفاع العام بمستوى الأسعار وما يترتب عليه من ارتفاع في تكاليف المعيشة، وهو ما يطلق عليه بظاهرة التضخم، حيث تنخفض القوة الشرائية للمستثمرين ويحققون معدل عائد سلبي، لاسيما السندات التي لا يرتبط كوبونها مع أي تغيير في أسعار الفائدة السوقية. فعلى سبيل المثال إذا كان معدل العائد على السند يبلغ (3%)، في حين زاد التضخم بنسبة (4%) بعد شراء السند، فإن معدل العائد الفعلي يصبح (-1%). وعليه فإن أي ارتفاع متوقع لمعدلات التضخم ينعكس على معدل الفائدة الحقيقية للسند. ويحسب معدل الفائدة الحقيقي للسند على وفق الآتي<sup>(18)</sup>:

$$\text{Real Coupon Rate (k)} = \frac{1+Cb}{1+IF} - 1 \dots$$

حيث ان؛

$Cb$  معدل الكوبون على السند .....  $IF$  معدل التضخم

على سبيل المثال، لو كان معدل الكوبون على السند = (0.08) (باستحقاق (8) سنوات، وهناك توقع لمعدلات التضخم بحيث تصل الى (3%)، في هذه الحالة فإن معدل الكوبون الحقيقي هو؛

$$= \frac{1+0.08}{1+0.03} - 1 = 4.85\%$$

وهذا يعني انخفاض عائد السند الى مايقارب النصف نتيجة لعامل التضخم.

ت- **مخاطر الاستحقاق (Maturity risk)**؛ ترتبط هذه المخاطر بمدد تاريخ الاستحقاق، فكلما كانت مدة تاريخ الاستحقاق أطول زادت احتمالات مخاطر تبدل أسعار الفائدة السوقية على سعر السندات، فالتغير بأسعار الفائدة وأثره على سعر السند غير متماثل، لاختلاف آجال الاستحقاق، فالسند ذو الاستحقاق القصير الآجل يكون سعره اقل من السند ذو الاستحقاق الطويل الآجل عند انخفاض أسعار الفائدة بأقل من أسعار فائدة السند.

18 - النعيمي، عدنان تايه، و التميمي، أرشد فؤاد، مصدر سابق، ص179-182.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ويمكن للمستثمرين التقليل من مخاطر معدل الفائدة لحافضة بها تواريخ استحقاق مختلفة من خلال تقليص المدد السابقة على تواريخ الاستحقاق، والتنوع في مدد الاستحقاق.

ث- **مخاطر النكول أو الائتمان (Default risk)؛** وتتعلق بالدرجة الائتمانية للجهة المُصدرة للسند: وتتمثل في مخاطر التخلف عن السداد. ويمكن توضيح ذلك في كون المشتري للسند هو المقرض لمُصدر السند، وأحد المخاطر الرئيسية التي يتحملها المشتري هي المخاطرة في تخلف المُصدر للسندات عن السداد، وهذا يعني أن المُصدر لن يكون قادراً على سداد الفائدة المستحقة بشكل دوري على السند أو حتى دفع المبلغ الأصلي عند استحقاق السند أو كليهما. وقد يكون ذلك نتيجة للاستخدام المتزايد للديون في الهيكل المالي، وهي تعني احتمال ألا تصبح الجهة المصدرة قادرة على دفع الفائدة، وأصل الدين في موعدها. ان المستثمر عندما يشتري سندات يكون قد امتلك سند دين فعلي، فهي أموال مقترضة ينبغي على الشركة سدادها ودفع فائدة عليها، وتظهر المخاطر عندما تعجز الكثير من الشركات عن السداد، مما يسبب انخفاض الجدارة الائتمانية وبالتالي زيادة احتمالات نكول الشركة لالتزاماتها الثابتة تجاه حملة السندات. وتعتبر مخاطرة الائتمان دالة على الجدارة الائتمانية للجهة المصدرة فيما يتعلق بالدين، حيث تشير هذه الجدارة إلى مدى قدرة الجهة المُصدرة على القيام بشكل منتظم بدفع الفائدة، وسداد أصل الدين في تاريخ استحقاق السند. ومن هنا فانه يتطلب من المستثمر التعرف على احتمالات النكول من خلال تحليل المركز المالي للشركة، والتأكد من احتمالية عدم تخلف الشركة عن السداد. ويتم قياس مخاطر التخلف عن السداد عموماً عن طريق تحليل مستقل تقوم به شركات الخدمات المالية مثل "ستاندرد اند بورز" و "موديز".

تقوم مؤسسات التصنيف بتصنيف السندات من أعلى مستويات الجودة (مخاطر التخلف عن السداد منخفضة) إلى أدنى مستويات الجودة (احتمال كبير للتخلف عن السداد). كلما انخفض التصنيف ارتفع معدل الفائدة الذي يجب على السند دفعه لإقناع المستثمرين بشراؤه.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وان ما يمكن قوله هنا، ان مخاطر الائتمان هذه تتفاوت باختلاف الجهات المصدرة، فإصدارات السندات الحكومية أكثر أمناً في الوفاء بالالتزامات، لأن مدفوعات الفائدة وأصل الدين تضمنها الحكومات بشكل تام، بينما تكون خطورة عدم الوفاء بالالتزامات فيما يتعلق بديون الشركات أعلى قليلاً، مع التأكيد هنا على ان ذلك يعتمد ايضا على القوة المالية للجهة المُصدرة، مع العلم ان تقييم الجدارة الائتمانية للشركات يتراوح بين "AAA" للجودة الائتمانية الأعلى، و "D" في حالة التخلف عن السداد.

ج- **مخاطر الاستدعاء (Callable risk)؛** عندما يكون السند قابل للاستدعاء فإن المستثمر في سوق السندات قد يتعرض الى خسائر ناتجة من فقدان فرصة الانتفاع من انخفاض معدلات الفائدة السوقية، لاسيما بعد انتهاء فترة الحماية من الاستدعاء، إذ تقوم الشركة المُصدرة للسند باستدعاء السند بسعر الاستدعاء في الوقت الذي يكون سعره في السوق أعلى من سعر الاستدعاء، فعندما تنخفض أسعار السندات قد يلجأ مصدروها إلى استعادتها قبل تاريخ الاستحقاق، مما يمنح حامل السندات هامش ربح ضئيل على القيمة الاسمية.

فمثلاً الشركة التي أصدرت سند لمدة عشرين سنة قبل خمسة سنوات عندما كان سعر الفائدة (14 %) ترغب باستبدال تلك السندات عندما ينخفض سعر الفائدة إلى (10 %). وبدلاً من القيام بطرح سندات جديدة في السوق ودفع سعر عال تقوم باستدعاء السندات القديمة وبسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى سعر الاستدعاء (Call Price). ولا يكون عادة للمستثمر أية خيار سوى قبول طلب الشركة باستدعاء هذه السندات، وهنا تكمن الخطورة في الاستثمار في هذا النوع من السندات. وعندما يتم استدعاء السندات فإن الشركة تتوقف عن دفع الفوائد وتقوم بدفع مبلغ نهائي إلى المستثمر<sup>(19)</sup>.

ان من أهم مساوئ استعادة السندات أن المستثمر يُمنح مبلغاً مالياً قد لا يكون قادراً على إعادة استثماره بمعدل مماثل، وبما ينعكس بتأثير سلبي على عوائد استثمار السندات بمرور الوقت. ويطلق على هذه المخاطر أيضاً، مخاطر معدل إعادة الاستثمار: وهو في احتمال

19 - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق، (بدون ترقيم)

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

إعادة استثمار المدفوعات المتلقاة عن أحد الاستثمارات بمعدل عائد أقل. أن كل سندات الكوبونات تكون عرضة لمخاطر معدل إعادة الاستثمار، وقد لا يتم إعادة استثمار مدفوعات الفائدة المتلقاة بمعدل فائدة أقل من معدل كوبون السند وخصوصاً إذا كانت معدلات السوق قد انخفضت أو في حالة انخفاض.

**على سبيل المثال،** لنفترض أملاك سند ائتماني جيد ومُصنّف من AAA يدفع له (4%) سنوياً، ثم تنخفض الأسعار إلى (2%)، وبافتراض حصول هذا السند على استدعاء، فإنه يتم أستهادته بالسعر المنخفض، ولن يتمكن هذا المستثمر من العثور على سند جديد قابل للمقارنة لاستثمار هذا الأصل، أي أنه لن يحصل على (4%) من السندات الجديدة والمأمونة إذا انخفضت المعدلات إلى (2%).

**ح- مخاطر السيولة؛** تتجلى في خطورة بيع أحد الاستثمارات بسعر ينطوي على تنازل كبير مقارنة بالسوق، وبشكل خاص، في سندات الشركات، عكس السندات الحكومية حيث تتوفر لها دائماً، سوق جاهزة لتداول سنداتهما. إذ غالباً ما يتراجع الاهتمام بشراء سندات الشركات وبما ينعكس على انخفاض كبير في أسعارها، نتيجة عدم القدرة على بيع سندات الشركة بسرعة بسبب قلة أعداد المشترين والبائعين لهذه السندات، وبما يكون له تأثير سلبي على العائد الإجمالي عند البيع.

أن حامل السندات الذي يبيع سنداتهما يكون دوماً عرضة لخطورة الاضطراب إلى عمل تنازلات كبيرة في السعر مقارنة بسعر السوق. وتسود هذه المخاطرة بين السندات التي لا يتم تداولها بشكل نشط و حيث ما يكون هناك فارق بين سعر العرض وسعر الطلب. لذا ينبغي أن يركز الاستثمار في السندات التي يتم تداولها بشكل نشط، مع الإشارة هنا، إلى أن السندات ليست استثمارات سائلة مثل الأوراق المالية لسوق المال.

### 2-2-2 أنواع السندات

توجد أنواع عديدة من السندات، المهم هنا هو التفرقة بين السندات التي يصدرها القطاع الخاص وشركاته (قطاع الأعمال) والسندات الحكومية؛ حيث يعد الأول بمثابة قرض

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

للاستثمار يضمه المركز المالي للشركة، والثاني يعد قرضاً بهدف الإنفاق العام وتضمنه الحكومة. وبذلك يمكن القول السندات نوعين رئيسيين استناداً الى جهة الأصدار؛

- السندات الصادرة عن الحكومة، وتُعرف باسم السندات الحكومية؛ وهي عبارة عن صكوك ذات مديونية طويلة ومتوسطة الأجل، وتصدرها الحكومات للحصول على موارد تساعد على مواجهة التضخم أو تغطية العجز الاقتصادي.

- السندات الصادرة عن المؤسسات (في بيئة الاعمال): هي عقود بين المنشآت (المقرضة) والمستثمرين (المقرضين)، ووفقاً لهذا الاتفاق يُقرض الطرف الثاني مبلغاً مالياً للطرف الأول الذي يتعهد بأن يردّه مع قيمة الفوائد المترتبة عليه في تاريخ مُحدد. وستتناول وبالتفصيل هذه السندات، مركزين في ذلك على جهة الإصدار.

### أولاً؛ سندات منشآت الأعمال (Business Bonds)

وهي اوراق مالية تلجأ اليها منشآت الأعمال؛ الشركات التجارية و الصناعية و الخدمية، في تمويل احتياجاتها من مصادر تمويل خاصة (بالإضافة الى الأسهم والقروض). وهي عبارة عن عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المُقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المُقرض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق. و تتميز عن السندات الحكومية بكونها تصدر بمعدلات فائدة أعلى، و لكنها أكثر تعرضاً للمخاطر المترتبة عن عجز الجهات المصدرة عن الوفاء بالدين و فوائده السنوية.

و تتنوع هذه السندات استناداً الى أساسيات مختلفة، نذكر أهمها؛

أ. **أستناداً الى معدل الفائدة**؛ هناك اربعة انواع من السندات، هي:

- **سندات تصدر بسعر فائدة ثابت** (Fixed- coupon Bonds) وهي سندات بدون فائدة دورية، تصدرها بعض الشركات والوكالات الحكومية التي لا ترغب في دفع الفوائد إلا في

نهاية مدة الاستحقاق، دفعة واحدة، أي انها تستحق السداد عند موعدها الأصلي فقط، ويطلق عليها ايضاً: **السندات المباشرة**.

• **سندات الكوبون الصفرية (Zero- coupon Bonds)** او **السندات الصفرية**؛ لا تدفع هذه السندات أي فائدة لكنها تباع بسعر أقل بكثير من القيمة الاسمية (بخصم من القيمة الاسمية) يتناسب طردياً مع العائد المطلوب على السند ومدة الاستحقاق، إذ ان التخفيض الكبير على بيع السندات يعوض حقيقة عدم دفع أي فائدة، بمعنى انه يتم الحجز حتى تاريخ الاستحقاق ودفعها في ذلك التاريخ. وميزة المصدر هو أنه لا يحتاج إلى تقديم أي مصروفات نقدية لدفع الفائدة خلال مدة السند. ومع ذلك فإن الجهة المصدرة مسؤولة عن سداد القيمة الكاملة للسندات في تاريخ استحقاقها، ومن ناحية المستثمر فان قيمة السند في السوق تتزايد بمرور الزمن.

• **سندات بمعدل فائدة متغير (Variable rate Bonds)**؛ تتضمن دفع فائدة تعتمد على ظروف السوق: ويطلق عليها ايضاً بـ **"السندات المفهرسة" (Indexed Bonds)** لها معدل فائدة مفهرس إلى بعض المقاييس الأخرى مثل مؤشر الأسعار أو مؤشر اقتصادي عام. وبدلاً من دفع معدل فائدة ثابت يتم دفع معدل فائدة متغير، حيث تصدر بسعر فائدة اسمي قابل للتغيير مقارنة بتغير سعر الفائدة في السوق على الودائع لأجل، حيث يتغير معدل الفائدة حسب تقلبات معدلات الفائدة، فيتم تغيير عائد القسيمة بعد مدة محددة، غالباً بعد ثلاثة أشهر أو ستة أشهر. ونجد أن هذا النوع من السندات يمتاز بتداول نشط جداً في السوق الثانوي.

• **السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds)**: يمكن للمستثمر تحويلها إلى أسهم عادية، في أي وقت خلال مدة السند، وحسب شروط معينة باتفاقية السند. وتعتمد القيمة التحويلية للسند بالدرجة الاساس على سعر السهم وعدد الأسهم. وفائدتها أنها تمكن الشركة من طرح سندات بمعدل فائدة قليل نسبياً، وكنتيجة للميزة المحتملة لحامل السند يكون معدل الفائدة المدفوع على سند قابل للتحويل عادةً أقل من معدل الفائدة على سند غير قابل

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

للتحويل صادر عن نفس الشركة لنفس المدة. وتجري عملية التحويل على أساس سعر تحويل ونسبة تحويل يتحددان في العادة عند إصدار السندات.

➤ **سعر التحويل (Conversion Price)** عبارة عن السعر الذي يتم بموجبه التحويل،

➤ **اما نسبة التحويل** فهي عدد الاسهم العادية الى الورقة المالية القابلة للتحويل.

### مثال/1

إذا كان سعر التحويل (\$ 40) لكل سهم فإن السند ذات القيمة الاسمية (\$ 1000) يمكن استبداله بـ (25) سهم ( $1000/40$ )، أي كل سند مقابل (25) سهم وهو معدل التحويل. أما نسبة التحويل فهي قيمة السند الاسمية مقسومة على سعر التحويل. فإذا كان سعر التحويل (\$ 100) معنى ذلك أن نسبة التحويل هي؛  
$$100/1000 = 10 \text{ أسهم.}$$

### مثال/2

لو تم افتراض قيمة سند قابل للتحويل (\$ 1000) يمكن تحويله الى (5 اسهم عادية)، فإن معدل التحويل سيكون خمسة أسهم للسند ( $5/1$ ). أما سعر التحويل:

$$\text{قيمة السند / عدد الأسهم} : 1000/5 = 200\$$$

فإذا ما كانت القيمة السوقية للسهم العادي المرغوب التحول له (\$ 210)، فإن قيمة التحويل تكون:

$$\text{القيمة السوقية للسهم العادي} \times \text{معدل التحويل}$$

$$1050 = 5 \times 210 \text{ وهو ما يحفز على التحويل}$$

أما إذا كانت قيمة ذلك السهم (\$ 190) فإن قيمة التحويل ستكون (\$ 950) وهو ما لا يحفز حامل السند لاجراء عملية التحويل.

وهذا النوع من السندات يضمن لصاحبه الإمتيازات الآتية:

- الحصول على معدل فائدة ثابت بمجرد شراء هذه السندات.

- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل، عن طريق حقه في تحويل سنده إلى سهم عادي في أي وقت يختاره.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- إن الشركة عادة ما تتبع هذه السندات بقيمة أعلى من مثيلاتها من السندات التي لا تتمتع بهذا الحق.

ب. استناداً الى الضمان؛ حيث تكون السندات على نوعين:

• **السندات المضمونة:** وهي سندات تصدر من بعض الشركات، عند حاجتها للأموال، بقيمة إسمية يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، مع تقديم ضمانات، كأن يكون ضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك أو بضمان عيني، كعقار أو معدات أو غيرها من الأصول ذات القيمة، وذلك لبعث الثقة فيها. و هذه السندات تصدر بمعدل فائدة منخفض، وهي سندات منتشرة الاستعمال، كما في السندات المدعومة بالسلع (-Commodity backed Bonds) وهي مستحقة الدفع بضمان أسعار متعلقة بسلعة مثل الذهب، ومنها ايضا سندات الرهن العقاري (Mortgage Bonds). وفي حالة تخلف الشركة عن دفع الفائدة او قيمة السند أو في حالة تصفية الشركة، يتم تسديد قيمة السندات من تصفية قيمة العقار المرهون. لذلك هذه السندات تحمل معدل فائدة أقل قليلاً من السندات الأخرى لعدم وجود المخاطر تقريباً، وبذلك فإن عائد هذه السندات أقل من أي نوع آخر. وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لإقراضها بالنقد، لكي تتلافى سوء أحوالها المادية، وغالباً ما يطلق عليها بـ "السندات العادية".

• **سندات غير المضمونة (Debenture Bonds):** تصدر هذه السندات بمعدل فائدة عالٍ نسبياً، كون المخاطرة فيها كبيرة وأعلى من المضمونة، لكن عموماً يتم إصدار هذا النوع من السندات من طرف مؤسسات مالية ذات سمعة طيبة مما يساعد على التعامل بها، لأن الضمانة الوحيدة هي مقدرة الشركة على توليد الأرباح. وفي حال تصفية الشركة فإن حملة السندات المضمونة لهم الأولوية في أصول الشركة، يليهم حملة السندات غير المضمونة، وأخيراً حملة الأسهم.

ت. استناداً الى قابلية استدعاء السند (Redemption Provisions): تمنح السندات القابلة للاستدعاء حق للجهة المصدرة، يتمثل باستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء وخلال مدة محددة ضمن اتفاقية العقد. والدوافع الرئيسية من اصدار هذه

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

السندات هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقع في المستقبل وبشكل يمنح الشركة خيار استبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع بسندات ذات كوبون منخفض، وتقسم الى نوعين رئيسيين:

- **السندات القابلة للاستدعاء (Callable Bonds):** وهي السندات التي تقوم الشركة بشرائها بسعر محدد قبل تاريخ الاستحقاق. وهذه السندات ليس ذا قيمة للمستثمرين مثل السندات العادية.

- **السندات غير قابلة للاستدعاء (Non- Callable Bonds) :** وهي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاء السند للإطفاء لأي سبب من الأسباب، فهذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على خلاف ذلك بصراحة في عقد الإصدار.

ث. **أستناداً الى نمط الاستحقاق (Maturity pattern):**

- **سندات ذات استحقاق ثابت (Term Bonds)؛** وهي سندات عادية بسعر الإصدار: أي سندات ذات قيمة واحدة، و تعطى عليها فوائد ثابتة ومرتفعة نوعاً ما، وغالباً ما تكون قصيرة.

- **السندات التسلسلية (Serial Bonds)؛** وهي عبارة عن إصدار سندات بتواريخ استحقاق متلاحقة حتى الاستحقاق النهائي، أي انها تصبح مستحقة بكميات محددة على مدد منتظمة، بحيث تستحق بعض السندات كل عام، مثلاً ميزة هذا النوع من السندات للمستثمرين توفر فرصة لاختيار تاريخ الاستحقاق التي تتناسب والاهداف الاستثمارية، ضمن المدة التي تناسب احتياجاتهم، وبالتالي يجذب مجموعة أوسع من المستثمرين.

ان هيكلية الإصدار هذه هي استراتيجية مشتركة لسندات الإيرادات البلدية التي تتبناها الكثير من الدول والمدن. نفترض، على سبيل المثال، أن مدينة تبني ملعب رياضي يتم تمويله من رسوم وقوف السيارات، وإيرادات امتياز الملعب ودخل الإيجار. إذا رأى المصدر أنه يمكن للمرفق أن يولد دخلاً ثابتاً في كل سنة، فإنه يمكنه هيكلة السندات لتواريخ



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الاستحقاق المتسلسل، وبما أن إجمالي قيمة السندات القائمة ينخفض، فإن المخاطر المستقبلية على إصدار السندات تتراجع أيضاً.

- **السند المستحق للوفاء بعلاوة إصدار:** هو سند يصدر بقيمة إسمية معينة، تكون أعلى من القيمة النقدية عند الإكتتاب، تسمى "سعر الإصدار"، و تتعهد الجهة المصدرة، برد المبلغ في ميعاد الوفاء بسعر أعلى، مضافاً إليه علاوة تسمى "علاوة إصدار"، هي الفرق بين القيمتين. فمثلاً لو كانت القيمة الإسمية سعر الاصدار، (100) دولار وان المكتتب يدفع (90) دولار فقط فان الـ (10) دولار هي علاوة إصدار.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من السندات، توجد أيضاً أنواع أخرى نذكر منها :

- **سندات المشاركة في الأرباح (Participating Bonds):** تعطي لأصحابها الحق ليس فقط في العوائد الدورية لسنداتهم، بل و في جزء من أرباح المؤسسة.
- **السندات لحاملها (Bearer Bonds)** هي السندات التي لا تحمل إسم صاحبها، و تنتقل ملكيتها عن طريق التسليم. و يتعهد محرره بدفع مبلغ معين من النقود في تاريخ معين أو بمجرد الإطلاع لمن يحمل السند، وبالتالي فهي ليست مسجلة بشكل فردي، حيث يتم دفع الفائدة وقيمة السند لمن يقدم السند.
- **سندات إسمية أو مسجلة (Nominal or Registered Bonds):** و هي السندات التي تحمل إسم صاحبها ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة وتنتقل بطريق التسجيل. هذا النوع من السندات يمكن أن يكون مسجلاً كاملاً أي الدين الأصلي و الفائدة معاً، أو مسجلاً جزئياً أي أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

- **سندات الدخل (Income Bonds):** هذه السندات تتأثر بحجم النشاط وما تحققه الشركة من أنجاز في عملها، وبالتالي فان المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة مستوى معين من الدخل. ومن الواضح أن سندات الدخل

محفوفة بالمخاطر بالنسبة لمشتري السندات، لأن دفع الفائدة من جانب المصدر غير مضمون، لذلك فإن هذه السندات تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة مع السندات الأخرى.

• **السندات القابلة للاسترجاع (Puttable Bonds)** تعطي هذه السندات حاملها الحق ولكن ليس الالتزام ببيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها وبسعر محدد مسبقاً. وهذه السندات عادة تحمي المستثمر من مخاطر سعر الفائدة. فإذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى بكثير من العائد على السند، فإنه من المنطق أن يقوم صاحب هذا السند بإرجاعه لإعادة استثمار أمواله بنسبة عائد معقول.

#### ثانياً؛ السندات الحكومية (Government Bonds)

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية بآجال مختلفة تصدرها الحكومات لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو للحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها: احتياجاتها من الأنفاق العام: الجارية والاستثمارية أو كجزء من سياسة مواجهة التضخم، من خلال التأثير على عرض النقد في أمتصاص السيولة الفائضة لدى الأفراد وممارسة التأثير في السوق من خلال بيع السندات كأحد عمليات السوق المفتوحة. ويتم الإصدار عن طريق الاكتتاب العام المباشر أو بطرحها في البورصة تدريجياً، أو أن تستعين الحكومة بالبنوك لبيعها<sup>(20)</sup>.

وغالباً ما يكون المصرف المركزي أو وزارة المالية جهتي الإصدار الرئيسيتين لهذه السندات، وربما تقوم الحكومات المحلية أو الإقليمية بإصدارها أيضاً.

أذن هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، و تكون إما دائمة وهي السندات التي لا تحدد الحكومة تاريخاً لسدادها، أو مستهلكة وهي السندات التي تحدد الحكومة أجلاً لتسديد قيمتها، وهي على ثلاثة أنواع؛

• **سندات قصيرة الأجل (Short-term Bonds)؛** تكون مدتها أقل من عام تسمى **أذونات الخزينة أو شهادات الخزينة**، وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال (القيمة

---

20 - التميمي، ارشد فؤاد، مصدر سابق، ص262-263

الأسمية للسند) إضافة الى فائدة محددة في تاريخ معين لا يتجاوز السنة. وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

• **السندات متوسطة الأجل (Medium-term Bonds):** وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام، وقد يمتد الى أكثر من (5) سنوات، ويطلق عليها "أوراق الخزينة". وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.

• **السندات طويلة الأجل (Long-term Bonds):** وهي السندات التي يزيد أجلها عن (10) أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ويطلق عليها بـ **سندات الخزينة**. وتتميز هذه السندات بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، وهي قابلة للتداول ولحاملها حق التصرف بها دون انتظار تاريخ الاستحقاق<sup>(21)</sup>، ومن أمثلتها السندات العقارية.

وتتميز السندات الحكومية بخلوها من المخاطر وتمتعها بدرجة عالية من السيولة مع إعفائها من الضرائب، ويمكن أيجاز أهم هذه المزايا بما يلي:

- درجة مخاطرة ائتمانية منخفضة جداً لقدرة الحكومة على خلق الإيراد؛
- قابلية تسويقية عالية؛ أي التحول الى نقد وبسرعة وبدون خسارة مالية؛
- عادة ما يتمتع عائداتها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى، حيث إنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية.
- وعادة ما تنشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق، مثل تاريخ الاستحقاق ومعدل الكوبون والتغير في سعر الشراء عما كان عليه في اليوم السابق، والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر.

---

21 - الداغر، محمود محمد، مصدر سابق، ص112.

وهناك أنواع متعددة للسندات الحكومية، كسندات الدولة التي تصدر لتمويل الإنفاق العام، أو سندات الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، التي تُصدرها لتمويل مشاريعها. ثم هناك سندات المؤسسات العامة الحكومية المصدرة لتمويل نفقاتها ومشاريعها وهي متنوعة حسب نوع وطبيعة المؤسسة ومن أهمها:

أ. **سندات الخزينة (Treasury Bonds):** وهي سندات تصدرها الحكومة لأجل طويلة عن طريق الاكتتاب العام لسد حاجات ضرورية إبان الأزمات الاقتصادية، فهي عبارة عن سندات مالية ( شيك ) للحصول على تدفق نقدي أي هي صكوك ( دين ). إذن، سندات الخزينة هي، بالأساس، أداة دين مالية حكومية مقومة بعملة البلد الذي أصدرها، ولمدة استحقاق محددة، ولا تحتسب عنها فائدة ولكنها تباع بخصم الفائدة من قيمتها الاسمية على اساس سعر فائدة.

**الغاية من الاستثمار بسندات الخزينة** تختلف من مستثمر إلى آخر، فهو يسعى إلى تنويع محفظته الاستثمارية، أو الحصول على تمويل لتعليمه الجامعي، أو الإسهام في صندوق التقاعد الخاص به، وغير ذلك. ومن المهم معرفة أن الحكومة المصدرة لهذه السندات تتعهد بدفع مبلغ الفائدة، مقابل التعهد بدفع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، أو عندما يتم بيعها قبل ذلك التاريخ. ويتم التداول بين الدول والشركات عن طريق عقد بروتوكولات يتم من خلالها الحصول على السلع والخدمات وبالمقابل تحصل الشركة أو الدولة الأخرى على هذه السندات.

وتعتمد الحكومات على ملاءتها الائتمانية في قدرتها على تسويق السندات التي تصدرها، حيث تقوم وكالات التصنيف الائتماني الدولية، مثل مؤسسة "ستاندرد آند بورز" و "وكالة موديز" و "مجموعة فيتش"، بقياس مدى قدرة الحكومات على الوفاء بالتزاماتها المالية أمام دائئنها وحملة سنداتها، حيث تُؤخذ بعين الاعتبار المخاطر الاقتصادية الراهنة والمستقبلية للدولة، إضافة إلى المخاطر المرتبطة بعملتها الوطنية، ما يؤثر سلباً أو إيجاباً في مسألة التصنيف.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

مخاطر سندات الخزينة: مثل أي أداة استثمارية، فإن لسندات الخزينة مخاطر قادرة على عرقلة فرص نجاح العملية الاستثمارية، من أهمها:

- مخاطر ائتمانية؛ وتتجلى في تعثر الحكومات عن سداد ديونها أمام دائئيتها، كما حدث مع الحكومة الروسية التي توقفت عن سداد ديونها في عام 1998 .
- مخاطر مرتبطة بانخفاض قيمة عملة البلد المصدر للسندات مقابل العملة الوطنية لحامل هذه السندات. على سبيل المثال، المستثمر الايطالي الذي يتوقع تراجع اليورو مقابل الدولار الأميركي يسعى لشراء سندات خزينة أميركية لتقليل مخاطر انخفاض قيمة السند المقوم باليورو. لذلك، فإن شراء سندات خزينة مقومة بعملة ليس لديها تاريخ جيد من الاستقرار، قد لا تكون صفقة استثمارية جيدة.
- مخاطر التضخم؛ وتبرز عند تراجع قيمة عملة الدولة المصدرة للسند، ففي الوقت الذي يتوقع فيه المستثمرون قدراً من التضخم لاقتصاد دولة ما، فإن الخطر الرئيسي يكمن عندما يُسجل التضخم معدلاً أعلى من المتوقع، فيتسبب، بالتالي، بتآكل أرباح المستثمرين. لذلك، تقوم العديد من الحكومات المصدرة بربط مدفوعات الفوائد بمؤشر أسعار المستهلك، كي تحمي المستثمرين ضد مخاطر ارتفاع معدل التضخم.

ب. أذونات الخزينة (حوالات الخزينة)؛ (Treasury Bills ) ؛ وهي عبارة عن سندات حكومية قصيرة الأجل (أداة دين حكومية) تصدرها مؤسسات حكومية (خاصة وزارة المالية) بشكل دوري لتمويل عجز الميزانية العامة، وذلك بمعدل مرة كل أسبوع تتراوح مدة استحقاقها من (91) يوماً إلى (182) يوماً، وهناك أذونات خزينة مدة استحقاقها (52) أسبوعاً، ويتم التعامل بها في السوق الثانوي على أساس خصم محدد، لتوفير المصروفات الإدارية المرتبطة بالتسجيل وسداد الفائدة، الأمر الذي يستدعي خصم الأذونات من القيمة الاسمية مما يعني بيعها بما هو أقل من القيمة الاسمية (يتم إصدارها بأقل من قيمتها الاسمية).

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وتتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية كما تتميز بانخفاض عائدها بسبب خلوها من المخاطرة ( Risk free ) حيث تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية للورقة، فعلى سبيل المثال، يمكن أن يتم إصدار إذن خزنة مقابل (990) دينار لمدة معينة، بحيث تصبح مستحق الأداء في نهاية المدة بقيمة (1000) دينار، ويتمثل عائد المستثمر في الفارق بين المبلغين.

وبذلك يمكن القول، ان أدونات الخزنة هي ورقة دين حكومية يتم التعامل بها على أساس سعرين هما؛

- **سعر الشراء (Bid Price)** وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة، الذي يريد بيع ما يحمله من أدونات في السوق المالي، باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء (Bid Discount)؛

- **سعر البيع (Asked Price)** وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أدونات خزينة من السوق المالي، باستخدام ما يعرف بسعر خصم البيع ( Asked Discount).

### مثال/

"أذن خزينة" قيمته الاسمية (100) دولار، يستحق أجله بعد (120) يوم، في وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو (7.5%) شراء و (7.2%) بيع.  
**المطلوب؛** معرفة سعري البيع والشراء لأذن الخزينة اعلاه.

### الحل؛

$$1. \text{ قيمة خصم الشراء} = 100 \times 7.5\% \times (120/360) = 2.5 \text{ دولار}$$
$$\text{سعر الشراء} = 100 - 2.5 = 97.5 \text{ دولار}$$

$$2. \text{ قيمة خصم البيع} = 100 \times 7.2\% \times (120/360) = 2.4 \text{ دولار}$$
$$\text{سعر البيع} = 100 - 2.4 = 97.6 \text{ دولار}$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وبذلك يتضح ان إصدار أذونات الخزينة تتم من خلال عملية مناقصة تنافسية بخضم على القيمة الاسمية، وهذا يعني أنها لا تدفع فائدة ثابتة مثلما تفعل معظم السندات. ويمكن التميز بينها وبين سندات الخزينة كما في الجدول أدناه:

### جدول (3)

#### مقارنة بين أذونات وسندات الخزينة

المعيار	أذونات الخزينة	سندات الخزينة
الإصدار	تصدرها الحكومة بخضم إصدار أي بأقل من القيمة الاسمية لها	تصدرها الحكومة بقيمتها الاسمية
العائد	فرق القيمة الاسمية عن القيمة التي أصدرت بها اذون الخزانة	فائدة ثابتة
المدة الزمنية	قصيرة الأجل: أقل من سنة	من سنتين الى عشرين و ربما الى (30) سنة

ت. سندات الادخار أو الاستثمار (Saving or Investment Bonds): هي نوع من السندات الحكومية الموجهة للأفراد للاكتتاب العام، وغير قابلة للتداول، هدفها الاول توفير أدوات ادخار جديدة للأفراد تمكنهم من توظيف وإدارة مدخراتهم بأوراق مالية حكومية مضمونة مباشرة من الحكومة، وبالتالي فهي أداة استثمارية تساهم بنشر ثقافة الادخار للراغبين بالمشاركة في تلك السندات، وما يترتب عليه من زيادة الوعي المالي والمصرفي بين كافة فئات المجتمع<sup>(22)</sup>. وفي الواقع هي بمثابة وديعة تحت الطلب، حيث أن حاملها يستطيع أن يعيدها إلى محفظة البنك المركزي متى شاء ويسترد قيمتها نقداً مضافاً إليه الفوائد التي تستحق خلال مدة الاحتفاظ بها لدى مالك السند، والفائدة تتمثل في الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة التي يحصل عليها المستثمر عند استرداد السند.

ويمكن استخدام هذه السندات كضمانات للحصول على القروض وكافة أشكال الائتمان من البنوك. وهي بنفس الوقت أداة اقتراض محلية تهدف لتلبية حاجة الخزينة لتمويل العجز

<sup>22</sup> - التميمي، ارشد فؤاد، مصدر سابق، ص264.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الذي تعاني منه، من هذه الناحية فإن العملية تعني أن ما يدخره الأفراد تستهلكه الحكومة، فيكون صافي الإدخار العام صفراً.

مثل هذا الإصدار يعني أن الحكومة تعيد الالتفات للاقتراض الداخلي ولكن من أموال الأفراد المباشرة والذي سيحصل هو أن جزءاً من أموال الأفراد وبعض أشكال ممتلكاتهم السريعة التحويل إلى نقد مثل الذهب، والودائع الموجودة في البنوك سيتم استخدامها لشراء هذه السندات، وبالتالي ستنتقل تلك الأموال من الأفراد إلى حسابات الخزينة الموجودة لدى البنك المركزي ولدى البنوك المحلية. ومن ثم ستعيد الحكومة انفاق هذه الأموال على بنود نفقاتها الجارية من رواتب واجور للعاملين في القطاع الحكومي وعلى المتقاعدين لذا ستعود مرة ثانية للأفراد، كما سيتم استخدام جزء منها لتسديد فوائد الدين المستحقة على الديون الداخلية والخارجية. ويمكن استخدامها أيضاً لغايات التنمية لاستخدامها في تمويل المشاريع الرأسمالية، وهو ما يطلق عليها بـ "شهادات الاستثمار"، حيث تقوم البنوك بإصدارها لصالح الحكومة، وهي على ثلاثة أنواع:

- النوع الأول: سند مدته عشر سنوات؛ لا تسترد القيمة و الفوائد إلا بعد انتهاء المدة، حيث يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية يضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.
- النوع الثاني: سند دين يعطي صاحبه الفوائد المتحققة للشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، و تسترد قيمة السند في نهاية المدة.
- النوع الثالث: و هي شهادات ذات جوائز تجري عليها عملية السحب الدوري بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتماداً على اليانصيب، و لا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

ث. **سندات البلدية (Municipal Bonds)؛** هي نوع من أدوات الدين التي تصدرها الحكومات المحلية أو السلطات المحلية (البلدية مثلاً)، وتستخدم هذه السندات في تمويل أنشطة مثل بناء الأقسام الداخلية للجامعات في المنطقة، إقامة الجسور ومشروعات الطرق والماء والمجاري والتنظيف والمحافظة على البيئة ... الخ من المشاريع المحلية، باعتبارها



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وسيلة لتوليد كمية كبيرة من الدخل في مدة قصيرة نسبياً، كما أنه يساعد الجهات الحكومية على تجنب إصدار أي ضرائب جديدة عندما يحتاجون إلى المال.

وتحقق هذه السندات للمستثمر الاعفاء من ضريبة الدخل الفيدرالية وضرائب الدخل المحلية. وقد تتضمن سندات البلدية بعض الشروط مثل الاستدعاء أو إعادة البيع أو شروط الآجل المحدد أو تكون سندات بمعدل فائدة معوم.

ويمكن تقسيم السندات البلدية إلى نوعين رئيسيين:

- الأول؛ "سندات بضمان التزام عام بالوفاء": وتصدرها جميع المستويات البلدية ومخاطرها الائتمانية مرتبطة بالوضع المالي للبلدية، ولتقليل من هذه المخاطرة تلجأ العديد من البلديات إلى إصدار سندات مؤمن عليها من قبل شركات التأمين التجاري وكلفة التأمين مودعة من قبل الجهة المصدرة.

- الثاني؛ "سندات إيرادية"؛ وهي سندات تصدرها البلدية بضمان مشروع أو مجموعة مشاريع يتم تنفيذها، وبذلك فإن المخاطر الائتمانية لها ترتبط بقدرة هذه المشاريع على تحقيق إيراد كاف لتغطية التزامات السند.

ولقد حققت مؤخراً سندات البلدية، والتي احتلت أعلى مراكز التصنيف وفقاً لمؤشر "ليمان" (Lehman Brothers) \* للسندات البلدية التي يمتد أجلها حتى عشر سنوات، عائداً بلغ (38%)، أو ما يساوي حوالى (90%) من عائد سندات الخزنة "ستاندرد أند بورز" (23). ويعد هذا النوع من التباين الأشد جذباً بالنسبة للأفراد الذين ينتمون إلى الشرائح الضريبية المرتفعة أو القاطنين في المناطق التي ترتفع فيها نسبة الضرائب. ونظراً لما يتمتعون به من إعفاء ضريبي، يقوم العديد من المستثمرين الأثرياء والأفراد الذين يعيشون في مناطق جغرافية ترتفع فيها معدلات ضرائب الدخل إلى استثمار جزء من أصولهم في السندات البلدية. وعادة ما يتم الاستثمار في السندات البلدية عن طريق الصناديق المشتركة لأنها

\* ) Lehman Brothers Emerging Markets Index

<sup>23</sup> - الموقع الإلكتروني " <http://tohows.info/ar/pages/503898.-15-Dec-2004>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تتطلب قدرًا أقل من المال إلى جانب تمتعهم بتنوع العديد من إصدارات السندات، بالإضافة إلى توافر الإدارة الاحترافية للحفاظ المالية<sup>(24)</sup>.

### 2-2-3 مقارنة بين الأسهم و السندات

من الضروري الإشارة إلى وجود إختلافات جوهرية بين الأسهم و السندات، تتمثل في تلك الفروقات و العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يريد إتخاذ قرار إقتناء الأسهم و السندات.

الاختلاف؛ يمكن تصنيف الإختلافات بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

#### جدول (4)

#### مقارنة بين الأسهم والسندات

اساس المقارنة	حامل السهم	حامل السند
رأسمال الشركة	جزء من رأسمال الشركة، و حامله شريك فيها بقدر رأسماله.	جزء من قرض؛ دين على الشركة و حامله دائن لها بقيمة السند.
إدارة الشركة	الحق في الرقابة و إدارة الشركة؛ حق الحضور و التصويت في الجمعية العمومية	ليس له الحق في الإدارة.
الارباح	ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة.	ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.
الأخطار	حامله يتحمل المخاطر فهو لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة	لا يتعرض لأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للإستحقاق
أولوية التسديد	عند الخسارة و تصفية الشركة، يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون	حامله تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية
أجل الإستحقاق	الأسهم ليس لها أجل إستحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة	السند له أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله
الضريبة	تُعد عوائد الأسهم من الأرباح خاضعة للضريبة	تُعد فوائد السندات من النفقات فهي لا تخضع للضريبة
زمن الاصدار	السهم الذي قد يصدر قبل التأسيس أو بعده	يصدر السند بعد التأسيس لتوسيع الأعمال

24 - <http://investmentandfinance.org/>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

التشابه بين الأسهم والسندات؛ بالرغم من تعدد الاختلافات بين الأسهم والسندات، كما مؤشر في الجدول أعلاه، فان هناك تشابه في بعض الخصائص بينهما؛ فكل منهما قيمة إسمية و قيمة سوقية، و كلاهما قابل للتداول، كما أن أسعارهما في السوق تتأثر تبعاً لمبدأ العرض و الطلب، و المركز المالي للشركة و الأحوال السياسية، إضافة الى كونهما لا يقبلان التجزئة أمام الشركة.

## 2-3 المشتقات المالية؛ Financial Derivatives

شهدت الاسواق المالية تطوراً في ادائها الوظيفي، ولم تقتصر على الأسهم والسندات، بل برزت أدوات مالية جديدة، بما يواكب حالة التحديث في النشاط الاقتصادي عامة، والمالي بصفة خاصة، مستفيداً من التقدم التكنولوجي لتسهيل وتطوير عمليات التبادل، وهو ما يطلق عليها بـ "المشتقات المالية"، وبما يعزز الثقة بتلك الاسواق من جهة ويدعم تخفيض المخاطر الى ادنى حد ممكن من جهة أخرى.

### 2-3-1 تعريف ومبررات ظهور المشتقات المالية

#### اولاً؛ المفهوم والاهمية

أ. المفهوم؛ ان المشتقات المالية هي أدوات مالية مشتقة، بمعنى ليس لها قيمة في ذاتها، بل ترتبط قيمتها بقيمة الأصل الأساسي (Underlying asset)، سواء كان أصل حقيقي (سلع كالذهب و النفط مثلاً) او أصل مالي (أسهم أو سندات أو عملات أجنبية) أو من أداء أحد المؤشرات السوقية (أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة)، فهي عقود تتم بين طرفين يقتضي بموجبها تثبيت سعر أصل ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.

ويمكن تداول هذه المشتقات من خلال التنبؤ بحركة السعر المستقبلية للأصل الأساسي. بعبارة أخرى، وكما يظهر من اسمها، هي ادوات مالية جديدة تشتق قيمتها من قيمة الادوات الاخرى موضوع العقد، وتستخدم لأغراض مختلفة على نطاق واسع للمضاربة وتحقيق عوائد محتملة جيدة، بما في ذلك التحوط والوصول إلى أصول أو أسواق إضافية. أذن الأصل فيها هو نقل المخاطر من طرف إلى آخر بقبول الطرفين. مثال: إذا كان هناك عقد على مبادلة عملتين، فان الهدف ما هو إلا تثبيت سعر الصرف السائد بتاريخ العقد ولمدة العقد، فإذا حل الآجل يحق للطرفين عمل التبادل في العملتين دون النظر إلى سعر الصرف السائد وقت التعاقد، فيخسر طرف ويربح طرف آخر.

هذه العقود المالية تكون لمدة زمنية محددة بالإضافة الى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي العقد: البائع والمشتري. ان هذه الآلية في التعامل مع تداول

المشتقات المالية تساعد على نقل المخاطر المالية بين الأطراف المتعاقدة عبر الأسواق المالية المنظمة أو الموازية، لذلك هي عقود تهدف لتبادل المخاطر.

ب. أهمية هذه الأسواق؛ تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية معقدة للغاية، تطورت في الأنواع والأساليب خلال القرن العشرين، بالرغم من أن تداولها كان منذ بداية القرن الثامن عشر في اليابان في مزارع الرز. تتجلى هذه الأهمية في كونها عقود، بما يلي<sup>(25)</sup> ؛

• تحتل الصدارة في تعاملات الأسواق المالية في عصرنا الراهن، فهي سوق كبيرة للغاية، تتداول فيها رؤوس أموال ضخمة، بسبب؛

- أن هناك مشتقات مالية متاحة للكثير من الأصول المالية المختلفة بما فيها الأسهم والسندات والسلع والعملات وغيرها من الأصول المالية.

- يفضل الكثير من المستثمرين القيام بشراء المشتقات بدلاً من القيام بشراء الأصول الأساسية.

• تقدم خدمة التغطية ضد مخاطر التقلبات السعيرية.

• عبارة عن أداة يتم استخدامها في استكشاف السعر المتوقع في السوق الحالي.

• تتيح فرص استثمارية كبيرة للمضاربين.

• تتيح أفضل فرصة لتخطيط التدفقات النقدية.

• تساعد على تنشيط التعامل على الأصول المالية محل التعاقد.

### ثانياً؛ مزايا المشتقات المالية

1. استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر (Risk Management)؛ تقدم عقود المشتقات المالية خدمة التغطية ضد مخاطر التقلبات السعيرية، وبما أن قيمة المشتقات مرتبطة بقيمة الأصل الأساسي، فإن المشتقات المالية تستخدم في المقام الأول لتحوط المخاطر، حيث تعتمد قيمة المشتقات أساساً على قيمة الأصول المختلفة محل التعاقد في السوق الحاضر، لذلك تستخدم المشتقات لتقليل أو زيادة المخاطر الناتجة عن التقلبات في

<sup>25</sup>- <https://www.almaal.org/definition-of-financial-derivatives-and-their-different-types>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

أسعار الاستثمار في الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر. على سبيل المثال، يمكن للمستثمر شراء عقد مشتق تتحرك قيمته في الاتجاه المعاكس لقيمة الأصل الذي يمتلكه المستثمر، بهذه الطريقة، قد تعوض الأرباح في عقود المشتقات الخسائر في الأصول الأساسية. وتساعد المشتقات المالية أيضاً على نقل المخاطر المالية بين الأطراف المتعاقدة من خلال الأسواق المالية المنظمة أو الموازية، إذ توفر أسواق المشتقات فرصة للمستثمرين الذين يرغبون في تقليل أو إلغاء المخاطر التي يتعرضون لها عن طريق نقلها أو توزيعها إلى المضاربين الذين يرغبون في زيادة درجة المخاطر التي يتعرضون لها طمعاً في تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح.

2. تحديد سعر الأصل الأساسي؛ كثيراً ما تستخدم المشتقات لتحديد سعر الأصل الأساسي، على سبيل المثال، يمكن أن تكون الأسعار الفورية للعقود الآجلة بمثابة تقريب لسعر السلعة.

3. اكتشاف الأسعار (Price Discovery) ؛ عقود المشتقات المالية، هي عبارة عن أداة يتم استخدامها في استكشاف السعر المتوقع في السوق الحالي، وخاصة العقود المستقبلية التي تساعد على توفير معلومات عن أسعار الأصول عما ستكون عليه في السوق الحاضر بتاريخ انتهاء مدة صلاحية هذه العقود، أي عند موعد الاستلام والتسليم للأصل محل العقد أو إجراء التسوية المالية. وإن أسواق عقود الخيارات توفر معلومات قيمة عن مقدار التذبذب في الأصول محل التعاقد بمعنى أنها توضح درجة مخاطر هذه الأصول في السوق الحاضر.

4. تأثير المشتقات المالية بالعرض والطلب في السوق للأصل الأساسي، إذ غالباً ما تنخفض قيمة هذه المشتقات المالية عندما يقل الطلب على الأصل الأساسي وعندما يكون هناك فائضاً في العرض، وبالعكس، ترتفع قيمة المشتقات المالية مع إرتفاع الطلب أو انخفاض العرض في السوق.

5. مزايا تشغيلية (Operational Advantages) ؛ توفر أسواق المشتقات المزايا التشغيلية التالية:

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- أ. تعتبر تكلفة الاستثمار في أسواق المشتقات ضئيلة جداً قد لا تتجاوز (15%) من قيمة الاستثمار المباشر في الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر.
- ب. ان أسواق المشتقات هي أكثر سيولة من الأسواق الحاضرة.
- ت. تساعد عقود المشتقات المالية على تنشيط وتيسير التعامل على الأصول المالية محل التعاقد.
- ث. تتيح عقود المشتقات المالية أفضل فرصة لتخطيط التدفقات النقدية.
- ج. تعتبر أسواق المشتقات أكثر كفاءة من الأسواق الحاضرة.
- ح. تتيح عقود المشتقات المالية فرص استثمارية كبيرة للمضاربين.
6. دعم كفاءة السوق؛ باستخدام عقود المشتقات المالية، يمكن للمستثمر أن يكرر عائد الأصول، لذلك تميل أسعار الأصول الأساسية والمشتقات المرتبطة بها إلى أن تكون متوازنة لتجنب فرص المراجعة.
7. تساعد المشتقات في الوصول إلى الأصول أو الأسواق غير المتاحة من خلال استخدام مقايضات أسعار الفائدة، قد تحصل الشركة على سعر فائدة أكثر ملاءمة بالنسبة لمعدلات الفائدة المتاحة من الاقتراض المباشر.
8. إمكانية الوصول إلى الرافعة المالية؛ أحد الميزات المهمة في تداول المشتقات المالية هي إمكانية استخدام الرافعة المالية والتي تساعد في دخول صفقات أكبر من حجم رأس المال الأساسي لتحقيق عوائد أكبر، و لكن يجب الحذر أيضاً من تكبد خسائر أكبر.

### ثالثاً؛ سوق المشتقات المالية؛ المتطلبات والمبررات

يتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة:

- سوق مشتقات OTC (\*) ؛ وهي عبارة عن المشتقات التي لا تتطلب وصفة، فهي مشتقات ليست مدرجة في البورصات، ويتم تداولها بشكل مباشر بين الأطراف عن طريق

---

\* - سوق التداول خارج البورصة (Over the Counter)، ويطلق عليه ب السوق الثانوي ( Secondary Market)، وهو سوق غير مركزي يتداول فيه الاعضاء او المستثمرين الأوراق المالية غير المدرجة، ولا

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

السماسة. وتحظى هذه المشتقات برواج واضح بين البنوك الإستثمارية؛ مثل البنوك التجارية، وصناديق التحوط، والشركات التي ترعاها الحكومة، إذ كثيرا ما يشترون مشتقات OTC من البنوك الاستثمارية.

- سوق المشتقات القائمة على التبادل (Exchange)؛ وهي عبارة عن المشتقات المدرجة في البورصات، أي في الأسواق المنظمة التي تتجلى وظيفتها الأساسية في ضمان تداول عادل ومنظم ونشر فعال لمعلومات الأسعار لأي تداول للأوراق المالية لتلك السوق. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الشائع للمستثمرين الكبار هو استخدام مشتقات OTC ، بينما الشائع للمستثمرين الأصغر هو استخدام المشتقات القائمة على التبادل في الصفقات (26). وتُعد أسواق المشتقات أسواق عقود، بين طرفين: البائع والمشتري، ويتضمن مجموعة عناصر أساسية، أهمها؛

- تاريخ العقد؛

- تحديد السعر والكمية؛

- تحديد نوع الأصل محل التعاقد؛

- تحديد مدة العقد.

أ. متطلبات سوق المشتقات المالية؛ لا شك أن وجود سوق مالية للأدوات الأساسية يعتبر شرطاً ضرورياً لنجاح سوق للمشتقات المالية، و مع ذلك فإنه يوجد مجموعة من المتطلبات الأخرى الواجب توفرها لضمان وجود سوق ناجح للمشتقات المالية، أهمها:

1. وجود مناخ استثماري ملائم في توفير؛

- سوق حر يتمتع بالإفصاح والشفافية والعدالة؛

- سيولة مرتفعة؛

---

يوجد مكان مركزي لاجراء عمليات التداول، ويعد سوق (Spot Forex) من الأمثلة على اسواق التداول خارج البورصة. حول سوق البورصة أنظر الفصل الاول (1-3) من هذا الكتاب.

26 - <https://www.avatrade.com/education/trading-for-beginners/financial-derivatives>



- سوق نشط للإدارة المالية الأساسية المحددة؛
- استقرار سوق صرف النقد الأجنبي؛
- 2. وجود البنية الأساسية لتنظيم وحماية السوق من خلال وجود:
  - قوانين وقواعد تحدد حقوق ومسؤوليات الأطراف المختلفة.
  - جهة رقابية تعمل على تطبيق القوانين والقواعد من أجل حماية المستثمر.
  - آليات ملزمة لتنفيذ القوانين.
- 3. توفر تنظيم بالسوق يكفل الحماية والعدالة بين كافة الأطراف:
  - وجود قواعد عضوية بالبورصة ونظم تسمح بسهولة التداول والرقابة اللحظية والرقابة على إدارة المخاطر؛
  - وجود جهة للمقاصة والتسوية تعمل على خفض مخاطر الائتمان.
  - وجود إجراءات تتبع في حالات الخلاف أو عدم الوفاء بالالتزامات أو تنفيذ عمليات غير قانونية.
  - صياغة نماذج لعقود المشتقات بصورة تحد من التلاعب.
- ب. مبررات ظهور سوق المشتقات المالية: ان مبررات ظهور هذه الأسواق بقدر ما ترتبط بحتمية التطور المعاصر في النشاط المالي وتشعب مجالات وواجه التعامل وتنوعه في اقتصاديات الأسواق المالية، فان دافع الربحية وضرورة السيطرة على تعدد ودقة المتغيرات وتعقيدها، هي التي ساهمت في أنضاج وتصاعد وتائر التعامل مع المشتقات المالية، وتساعد المشتقات المالية على نقل المخاطر المالية بين الأطراف المتعاقدة من خلال الأسواق المالية المنظمة أو الموازية، والتي يمكن تأشيرها في الجوانب الرئيسية الآتية؛
- وسيلة للتحوط (Hedging) هناك احتمالات في تقلبات العائد او الكلفة للأوراق المالية في السوق، والتي قد تنشأ نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف وغيرها، وخاصة تلك الادوات المالية التي تتعامل مع المستقبل وبما يفرز حالة عدم التأكد مما يزيد من مخاطرها، لذلك يستخدم المستثمرون "المتحوطون" (Hedgers) عقود المشتقات ،

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

سواء كان بائعون او مشتررون لتلك العقود، الذين يسعون قدر الامكان الى تقليل الخسائر (المخاطر) المحتملة من التغيرات السريعة والمفاجئة لحركة الاسعار في الأسواق للأصول محل التعاقد ويرغبون في تغطيتها.

لكن هناك مخاطر عالية قد تنشأ من جراء الاستثمار في أدوات المشتقات تكون عادة نتيجة لحالات عدم التأكد في أسعار الأوراق المالية لكونها عقوداً مالية يجري تنفيذها في المستقبل وليس الحاضر، ففي حالة انخفاض أسعار تلك الأصول يتم أبرام عقد بيع مستقبلي او عقد آجل (خيار البيع)، أما في حالة ارتفاع أسعار تلك الأصول يلجأ المستثمر الى ابرام عقد شراء مستقبلي او شراء عقد آجل (خيار شراء).

- وسيلة للمضاربة (Speculation) وهو ضمان الحصول على الارباح؛ حيث تتيح عقود المشتقات المالية فرص استثمارية كبيرة للمضاربين لجني الارباح، مما يجعلها اكثر عرضة للتعامل كأداة للمضاربة من قبل بعض المستثمرين عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي في المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية للأوراق المالية التي تضمن تحقيق مكاسب عالية عند التعامل بالسوق الآجل (المستقبل)، إذ ان شراء أوراق مالية من خلال التعامل بالسوق الآجل سوف لا يتطلب من المستثمر المضارب أية دفعة نقدية، الأمر الذي يحقق له درجة عالية من مزايا الرفع المالي مقارنة بالأسواق الفورية التي تتطلب الالتزام بدفعات نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية للأوراق المالية.

- وسيلة في توسع عملية الاستثمار المالي بغض النظر عن المكان من خلال الاستفادة من التطور الهائل في الأساليب الفنية من تكنولوجيا الحسابات والاتصالات لتقديم الخدمات المالية وتسهيل الاجراءات في تداول الأوراق المالية، وبما يساهم في تخفيض التكاليف وسرعة أنجاز المعاملات والقدرة على التعامل مع معلومات متداخلة ومعقدة وفي تحجيم الفواصل الزمانية والمكانية بين مختلف الأسواق المالية.

### 2-3-2 أنواع المشتقات المالية

المشتقات المالية تضم مجموعة واسعة من العقود المالية التي يمكن تداولها في السوق المالي، ويختلف كل نوع من المشتقات عن الآخر وله شروط عقد مختلفة ومستوى خطورة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

مختلف، على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها التي تتراوح بين (30) يوم وبين عام أو أكثر، كما تتنوع هذه الأدوات تبعاً لدرجة تعقيدها.

ويمكن تصنيف أهم المشتقات المالية التي يتم التعامل معها في الاسواق المالية، الى:

### 1؛ المشتقات الرئيسية، وهي الأكثر شيوعاً؛

- العقود المستقبلية (Futures Contracts)

- عقود الخيارات (Options Contracts)

- عقود المبادلات او المقايضات؛ (Swap Contracts)

### 2؛ المشتقات الثانوية، وهي الأقل شيوعاً؛

- عقود الفروقات (CFD)

- اتفاقيات إعادة الشراء (Overnight Repurchase Agreement- ORPs)

- الضمانات (Guarantees)

- مشتقات الائتمان (Credit Derivatives)

وسنتناول المشتقات الرئيسية مع عقود الفروقات من المشتقات الثانوية، وبنوع من التفصيل.

### اولاً ؛ العقود المستقبلية (Future Contracts)

عقود المستقبل عبارة عن تعاقد مستقبلي بين طرفين يلزم كلاهما بتسليم أو استلام سلعة، أو عملة أجنبية، أو ورقة مالية بسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ محدد، وذلك بهدف الإحتياط وتجنب مخاطر تقلب الأسعار. وتستخدم هذه العقود في إبرام عقود شراء أو بيع بتواريخ تنفيذ مستقبلية بسعر محدد، و ذلك بهدف الحد من الخسائر التي يحتمل التعرض لها بسبب التقلبات العكسية التي تطرأ مستقبلاً على أسعار السلع. وتم إنشاء أسواق مالية خاصة بها لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية.

أ. أنواع العقود المستقبلية؛ توسع التعامل بالعقود المستقبلية وتشعبت انواعها منذ بدايات القرن الماضي، ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من العقود المستقبلية وهما: العقود الآجلة و عقود العملات أو "اتفاقيات الأسعار الآجلة".

**1. العقود الآجلة (Forward Currency Contracts)؛** هو اتفاقية عقد ملزمة بين طرفين، المشتري والبائع، لشراء وبيع سلعة معينة بسعر محدد في وقت محدد. بعبارة أخرى، هي عقود يلتزم البائع فيها بتسليم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ أجل بسعر محدد متفق عليه في وقت التعاقد، ويطلق على هذا السعر بسعر التنفيذ أو التسليم ( Delivery price)<sup>(27)</sup>.

أذن هي مشتقات مبنية على اتفاقية شراء أو بيع أصول مثل السلع كالسكر أو الذهب مثلاً، أو الأسهم المدفوعة في مرحلة لاحقة ولكن بسعر محدد. ويمكن توحيد العقود الآجلة لتسهيل التداول في البورصة حيث تعتمد تفاصيل الأصل الأساسي على جودة وكمية السلعة.

مثال على ذلك؛ قد يكون هناك صائغ يتوقع ارتفاع أسعار الذهب، فيقوم بإجراء عقد أجل لشراء كمية معينة من الذهب بسعر معين متفق عليه الآن يدفع له في المستقبل عند استلام الكمية، وبذلك فهو يتخذ موقف التحوط من مخاطر ارتفاع الاسعار في المستقبل. وقد تتطلب بعض العقود الآجلة التسليم الفعلي للأصل، في حين يتم تسوية عقود أخرى نقداً عند الاستحقاق، حيث تتم مقارنة أسعار الشراء بأسعار البيع، ويقيد الفرق الموجب بحساب المشتري أو يخصم الفرق السالب من حسابه في حالة كونه بائع، وان الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل، اعتماداً على جودة وكمية الأصل.

**على سبيل المثال؛** إذا اتفق مستثمر على شراء عقد أجل (100) سهم بسعر خصم (50) دينار للسهم الواحد بعد (90) يوم من التعاقد، فإذا ارتفع سعر السهم الى (55) دينار، فإن أرباح المستثمر ستكون (500) دينار للعقد الآجل وهي بالمقابل تمثل خسارة للبائع، ويحدث العكس عند انخفاض السعر السوقي في موعد التنفيذ الى (45) دينار<sup>(28)</sup>.

27 - <https://www.almaal.org/definition-of-financial-derivatives-and-their-different-types>

28 - الداغر، محمود محمد، "الأسواق المالية..."، مصدر سابق، 135.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وهناك عقود مستقبلية لأدوات مالية يتم إعدادها مع أكثر من اتفاقية غير رسمية ويتم تداولها من خلال وسيط يوفر للمتداولين فرصة شراء وبيع أصول محددة مثل العملات، هنا أيضاً يتم تعيين سعر ودفع ثمن في تاريخ مستقبلي.

**2. اتفاقيات الاسعار الآجلة؛** ويطلق عليها أيضاً؛ عقود العملات، وهي عقود مستقبلية خاصة بأسعار العملات، وتنص على أن يسدد نقداً الفرق بين سعر العملة المتعاقد عليه وسعر السوق في تاريخ مستقبلي محدد وذلك عن أصل المبلغ وخلال المدة الزمنية المتفق عليها، على وفق سياسة التحوط، وكما يلي؛

- لكي تكون عملية التحوط كاملة فإن قيمة العقود المستقبلية يجب أن تتغير بنسبة (1:1) مع قيمة العملات الأجنبية.

- بفرض أن قيمة التغير في السعر الآني (ن) وأن قيمة التغير في السعر المستقبلي (س) فتكون قيمة التغير في قيمة المحفظة (م) وفق المعادلة:  $M = (N - S)$  مساوية إلى الصفر وهذا يؤدي أن (ن = س)

**مثال؛** عقد أبرم بين طرفين للتعامل على الذرة، وكان سعر العقد (1.2) دولار للطن الواحد، ثم ارتفع سعر الطن في السوق الحاضر إلى (1.3) دولار، هذا يعني خسارة للبائع قدرها (10) سنت للطن، ومكاسب بنفس القيمة للطرف المشتري، والعكس يكون صحيحاً فيما لو انخفض سعر الطن. وكما هو واضح يعد العقد المستقبلي من عقود المشتقات، ذلك أن الزيادة في قيمة العقد (10 سنت للطن في هذا المثال) مستمدة من زيادة سعر الطن في السوق الحاضر، التي على أساسها تتحدد مكاسب وخسائر الطرفين، والتسوية هنا تكون نقدية، أي تسوية لا تنطوي على تسليم فعلي للكمية المتعاقد عليها من السلعة.

مثال بسيط آخر؛ تقوم شركة تصنيع الأثاث بتصدير منتجاتها إلى ألمانيا، في هذه الحالة، لا يجب التفكير فقط في الحفاظ على الجودة المناسبة لمنتجاتهم، ولكن أيضاً، وهو مهم، معرفة سعر الصرف لزوج العملات بين بلد المنشأ و اليورو، لما يمكن ان يشكله هذا السعر من اهمية لربحية المستثمر، فإذا كانت قيمة ذلك المنتج (1000) يورو، وبافتراض سعر صرف العملة المحلية (4.00)، فسيكون العائد بالعملة المحلية (4000)، عندما

ينخفض هذا السعر إلى (3.50)، ستخفض الإيرادات إلى (3500) بالعملة المحلية. عند توقع مثل هذا الموقف، يجوز للمستثمر إبرام عقد، على سبيل المثال مع أحد البنوك، لبيع اليورو بسعر صرف محدد مسبقاً.

**3. مقارنة العقود الآجلة وعقود العملات؛** هناك تشابه كبير بين عقود العملات والعقود الآجلة، إلا في كون بنود عقود العملات نمطية فمثلاً عدد الوحدات في العقد الواحد، وتواريخ التسليم، ومستوى جودة الأصل نمطية، أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، فبنود العقد تتحدد وفقاً لاتفاق بين الطرفين. كذلك العقود الآجلة هي عقود يتم تصميمها خصيصاً لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية. أما عقود الصرف الأجنبي المستقبلية والعقود المستقبلية الخاصة بأسعار العملات فيتم التعامل بها وفق أسعار محددة في الأسواق المالية النظامية ويتم تسديد التغيرات في قيمة العقود المستقبلية يومياً<sup>(29)</sup>.

كما تختلف العقود المستقبلية للعملات عن العقود الآجلة في كونها متاحة للتداول العام من خلال السوق المالية<sup>(30)</sup>. وبالتالي فإن الفرق الرئيسي هو مكان الحدث و القابلية للتفاوض بين الطرفين، حيث يتم التفاوض على السعر و حجم العقد و المدة التي سيتم فيه تحقيقه، على عكس العقد الآجل حيث لا يمكن تغيير شروط العقد المحدد.

#### ب. مزايا واهداف العقود المستقبلية

##### • مزايا العقود المستقبلية

- الالتزام يتم مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر.
- إن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.
- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين المصارف فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم.

<sup>29</sup> - [http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives\\_362.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf)

<sup>30</sup> - محمد، عمرو هشام، "أخذ القرارات الاستثمارية في القطاع المالي"، مكتبة دار طلاس/دمشق، 2010، ص78. كذلك الموقع الالكتروني ؛ <https://www.almaal.org> .....، ص78.

• **أهداف المستثمرين في العقود المستقبلية؛** ان مضمون العقود المستقبلية هو التحوط وتجنب مخاطر تقلب الأسعار خلال الزمن<sup>(31)</sup>، وخاصة أسعار الفائدة، وبالتالي فهي التزام بشراء أو بيع الأداة المالية خلال مدة زمنية محددة. وفي ذلك هناك نوعين من المتعاملين في هذه العقود وهما المستثمرين المباشرين و المضاربين، وخاصة الوسطاء بالعمولة<sup>(32)</sup>، واهدافهم من هذه العقود متباينة، وكما يلي؛

- **لغرض التغطية<sup>(33)</sup>؛** وهم مجموعة المستثمرين المباشرين الذين يسعون في تعاملهم مع هذه العقود الى الاحتياط والحماية من التغيرات السعرية المستقبلية، من خلال إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، و ذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل على أسعار السلع، وهم في ذلك أمام احد المواقف الآتية<sup>(34)</sup>؛

○ **التغطية بمركز طويل:** إذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلاً، فيمكنه أخذ مركز طويل (موقف المشتري)، بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه التغطية الطويلة.

○ **التغطية بمركز قصير:** وتعني أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه (موقف البائع).

○ **التغطية القابلة للتجديد:** تبرز أهمية هذه التغطية عندما تكون المدة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة.

○ **التغطية المتقاطعة (التغطية بأصل مختلف):** وهي تغطية غير مباشرة، تميزها لها عن المباشرة التي تكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية.

<sup>31</sup>- <https://www.almaal.org/definition-of-financial-derivatives-and-their-different-types>

<sup>32</sup> - الشمري، ناظم محمد والبياتي، طاهر فاضل، " أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل للطباعة والنشر/عمان -الأردن، 1999، 254. وكذلك الموقع الالكتروني: <https://www.almaal.org>

<sup>33</sup> - عطية، أحمد صالح، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، 2003، ص 235.

<sup>34</sup>- <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q/79382/>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- لغرض المضاربة<sup>(35)</sup>؛ وهم مجموعة من المستثمرين الوسطاء بالعمولة، وهم المضاربون في العقود المستقبلية الذين يسعون الى تحقيق الأرباح.

ت. أركان العقود المستقبلية<sup>(36)</sup>:

- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل

- أداة العقد : يقصد بذلك الشيء المتفق على بيعه و شراؤه بين طرفي العقد و الذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...الخ.

- مشتري العقد: هو الطرف الملزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع ) في التاريخ المحدد في المستقبل.

- بائع العقد: هو الطرف الملزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري ) في التاريخ المحدد في المستقبل.

ثانياً؛ عقود الخيارات ( Options Contracts )

- هي اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه بسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ وهو يعطى الحق لأحد الطرفين في بيع (PUT) وشراء (CALL) عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر مقابل سعر متفق عليه مقدماً أي علاوة (Premium)<sup>(37)</sup>. هذا الاتفاق يعتبر آلية تمكن المتعاملين من تحويل توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض السعر للأصل المالي الى التنفيذ الفعلي من خلال الحق في استبدال أصل معين بآخر بسعر محدد وفي موعد محدد في المستقبل، ومن ثم يتم تحويل التوقعات فعلياً الى حق بالشراء أو بالبيع، كما في مؤشرات الأسهم (Index Stock).

<sup>35</sup> - عزت، فرج عبد العزيز ، "اقتصاديات البنوك؛ الصناعة المصرفية والمالية الحديثة"، دار البيان للطباعة والنشر، القاهرة، 2002 ، ص 31.

<sup>36</sup> - <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q/79382/>

<sup>37</sup> - محمد، عمرو هشام، مصدر سابق، ص78.



- ان عقود شراء وبيع مؤشرات الأسهم، هي عقود خيارات تبرم على مؤشرات الأسهم في كل بورصة أو سوق مالية في جميع البلدان، حيث تعطي مؤشرات الأسهم دلائل على اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة فيها ومتطلبات التعامل في عقود خيار مؤشرات الأسهم مشابهة لمتطلبات التعامل في عقود خيار الأسهم العادية.

وللتوضيح، نفترض أن احد البنوك يمتلك أسهما ويمنح زبائنه من خارج البلد حق المراهنة على هذه الأسهم من خلال عقود المشتقات، وذلك بان يدفع الزبون "مارجن" معين مع بداية العقد<sup>(\*)</sup>، فاذا ارتفع السهم الذي راهن عليه الزبون بعد حلول الآجل وانتهاء العقد، فان الزبون يأخذ الأرباح الناتجة عن ارتفاع أسعار السهم من دون أن يمتلك أيّاً من أصل الأسهم، وكذلك الأمر إذا هبط سعر السهم، فان الزبون يتحمل خسارة الفرق بين سعر السهم في بداية العقد مع نهايته من دون تأثير على أصول الأسهم التي يمتلكها البنك. وفي حال وصلت قيمة الخسارة إلى كامل "المارجن" الذي دفعه الزبون في بداية العقد، فان العقد يعتبر منتهياً ويخسر الزبون أمواله التي دفعها.

أ. أنواع عقود الخيارات؛ كما تم الإشارة في اعلاه، ان الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري (المكتتب بالخيار) والآخر بائع (مصدر الخيار)، وبموجب هذا العقد يكون لمشتري الخيار الحق بالبيع أو الشراء الى بائع الخيار بتاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد عند التعاقد. وبذلك هناك ثلاثة أنواع من الخيارات في الاسواق المالية، وهي<sup>(38)</sup>؛

1. خيار حقوق الشراء (Call option)؛ ويقصد به خيار المشتري في شراء مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد خلال مدة زمنية معينة أو في طريق استحقاق محدد، وبما يوفر هذا الاختيار الفرصة للمشتري لحماية أمواله من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للعملة

---

\* - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشاً معيناً يسمى مارجن (MARGIN) تتراوح قيمته عادة بين 5 - 15 % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد.

<sup>38</sup> - غنيم، حسن عطا، "المشتقات المالية"، ملقن: تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية / ورشة عمل، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، 6-10 مارس/2005، ص: 55-56.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

المشترة. وهذا يعني، ان هذا الخيار يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق، وكما يلي:

- يعطي للمشتري الحق وليس الالتزام بشراء الأصل محل التعاقد من مصدر الخيار (البائع) بمدة محددة وبسعر محدد، وعلى مصدر الخيار هذا إن يلتزم بتنفيذ الاتفاق ببيع الأصل محل العقد عندما يطلب منه ذلك مقابل العلاوة.
- يعطي للمشتري الحق بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق.

وبالتالي فهو يعطى المشتري حق شراء (لكن ليس الإلزام) كمية محددة من الأوراق المالية وذلك بسعر محدد وتوقيت متفق عليه. و لتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات، نفترض أن مستثمراً يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق و ليكن شهر نيسان، غير أنه يتوقع ارتفاع سعر السهم في ذلك الشهر مقارنة بالسعر الجاري، وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تتجم عن هذا الارتفاع فانه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال ذلك الشهر و بالسعر الجاري ( 600 \$ ) للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر ( مشتري الاختيار) للطرف الثاني ( محرر الاختيار) قيمتها ( 40 \$) للسهم. فإذا صدقت التوقعات وارتفعت القيمة السوقية للسهم في شهر نيسان إلى ( 660 \$)، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه محرر الاختيار (البائع) الأسهم المتفق عليها بسعر ( 600 \$) للسهم، و حيث أنه قد سبق للمستثمر دفع ( 40 \$) عن كل سهم ( المكافأة ) للمحرر، فانه يكون قد حقق ربحاً قدره ( 20 \$) عن كل سهم.

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى ( 530 \$) للسهم، فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق، و حينئذ سوف تنحصر خسائره في قيمة المكافأة المدفوعة. وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر، فخسائره محددة بمقدار المكافأة ، أما أرباحه فلا حدود لها، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ.

2. خيار حقوق البيع (Put option)؛ وهو خيار البائع في بيع مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد أو خلال مدة زمنية معينة، يوفر هذا الاختيار الحماية للبائع من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للعملة المباعة. يتيح هذا الاختيار فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، وكما يلي:

- يعطي للمشتري الحق وليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إلى محرر الخيار خلال مدة معينة وبسعر معين، وعلى محرر الخيار إن يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب منه ذلك مقابل علاوة.

- يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي يمتلكها، أي يعطى له الحق في بيع تلك الاسهم لطرف ثانى بسعر الشراء مقابل مكافأة لذلك المشتري، وإذا ارتفع السعر من حقه عدم التنفيذ لذلك العقد.

وبذلك فإن هذا النوع من الخيار يعطي المشتري حق بيع (لكن ليس الإلزام) لكمية محددة من الأوراق المالية وبسعر محدد وتوقيت متفق عليه. ولتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات، نتعامل مع مثالنا السابق بالاتجاه الآخر، وهو في شراء المستثمر عدداً من الأسهم بسعر (600 \$) للسهم الواحد، وإن توقعاته قائمة على احتمال انخفاض سعر هذا السهم في شهر نيسان القادم، لذا فهو يضطر إلى بيع هذه الأسهم في ذلك الشهر. و حتى يتجنب المخاطر التي قد تنجم عن هذا الانخفاض، فإنه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم في ذلك الشهر وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد والذي قد يكون مساوياً للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي (600 \$) للسهم. ووفقاً لنصوص الاتفاق يتوجب على المستثمر دفع مكافأة للطرف الآخر و ليكن قدرها (40 \$) للسهم مقابل منحه الحق في التراجع عن تنفيذ العقد إذا أراد ذلك. فإذا تحققت التنبؤات وانخفض سعر السهم في شهر نيسان ليصل إلى (530 \$) للسهم الواحد أو إلى أقل من ذلك. في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الخيار ) من الطرف الآخر (محرر الخيار-البائع) تنفيذ العقد وستحصر خسائره في قيمة المكافأة. أما إذا ارتفع السعر في شهر نيسان عن السعر المتفق عليه (600 \$) حيث بلغ سعر السهم

(650 \$) هنا سوف يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ العقد، أي عدم بيع الأسهم لمحذر الخيار، ذلك أنه سيفضل بيعها في السوق بسعر (650 \$) ، وسيحقق صافي ربح بعد خصم قيمة المكافأة.

3. عقود الخيارات المستحدثة؛ مع تعقد احتياجات المستثمرين أضحت عقود الخيارات النمطية غير كافية لتلبية هذه الاحتياجات فظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات وعقود اختيارات جديدة ذات منافع أوسع وقادرة على مسايرة تطور حاجات الزبائن، فظهر ما يعرف باسم ( Exotic option ) وهي عقود اختيارات مستحدثة أكثر تعقيداً من حيث احتساب العملات التي يدفعها المستثمر. وتعتمد قيمة العقد على العديد من النماذج المعقدة و أهمها<sup>(39)</sup>؛ عقود الاختيارات الآجلة، عقود الاختيارات المركبة، عقود الاختيارات التفاضلية، عقود الاختيارات التبادلية، عقود الاختيارات الحدودية، عقود الاختيارات الثنائية، عقود الاختيارات بأثر رجعي، عقود الاختيارات متوسط الأسعار<sup>(40)</sup>.

ب. مقارنة العقود المستقبلية وعقود الخيارات؛ يمكن توضيح هذه المقارنة من خلال الجوانب الرئيسية الآتية؛

- تتيح خيارات التداول في أسواق المشتقات للمتداولين الحق في شراء أو بيع الأصل الأساسي بسعر محدد، في أو قبل تاريخ معين. ويعتبر آلية تمكن المتعاملين من تحويل توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض السعر للأصل المالي الى التنفيذ الفعلي من خلال الحق في استبدال أصل معين بآخر بسعر محدد في أو قبل تاريخ معين في المستقبل دون أي التزامات، وهذا يشكل فارق رئيسي بين تداول عقود الخيارات والعقود المستقبلية. ومع التشابه الكبير بينهما فإن عقود الخيارات أكثر مرونة، وهذا يجعلها أكثر تفضيلاً من قبل العديد من التجار والمستثمرين<sup>(41)</sup>.

---

39 - <https://moga.ahlamontada.net/t246-topic>

40 - <https://specialties.bayt.com/ar/specialties>

41 - <https://www.avatrade.com/education/trading-for-beginners/financial-derivatives>

- مع العقود المستقبلية، فإن المشتريين ملزمون بدفع المبلغ المحدد بالسعر المتفق عليه عند بلوغ الموعد المحدد. أما في عقود الخيارات، فانه يمكن للمشتري أن يقرر التراجع عن العقد.
- معظم أسواق العقود المستقبلية تكون سائلة، مما ينتج عنه فروق ضيقة بين العرض والطلب، في حين أن عقود الخيارات لا تحتوي دائماً على سيولة كافية، خاصة بالنسبة للخيارات التي لن تنتهي إلا في المستقبل.
- توفر العقود المستقبلية مزيداً من الاستقرار للتداولات، ولكنها أيضاً أكثر جموداً، في حين توفر عقود الخيارات استقراراً أقل، ولكنها أيضاً أقل جموداً.
- إذا كانت هناك رغبة لدى المستثمر في الحصول على خيار التراجع عن الصفقة، فهو يفكر في الخيارات، أما إذا لم يكن كذلك، فعليه التفكير في العقود المستقبلية.

#### ثالثاً؛ عقود المبادلات (Swaps contracts)

- عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال مدة مستقبلية، فهو عبارة عن التزام تعاقدى بين طرفين يشمل مبادلة نوع محدد من التدفق النقدي أو أصل معين يكون ملك لأحد الطرفين في مقابل تدفق نقدي أو أصل معين يكون ملك للطرف الآخر بالسعر الحالي، ووفقاً لشروط يتم الاتفاق عليها أثناء إبرام التعاقد بين الطرفين، شرط أن يتم مبادلة الأصل محل التعاقد خلال مدة مستقبلية محددة. ويلتزم الطرفان بموجب العقد إما على مبادلة الدفعات أو مبادلة المقبوضات دون أخل كل منهما لتلك الأصول. بعبارة أخرى تتم هذه المداولات عبر عمليتين مترابطتين، هما<sup>(42)</sup>؛
- عملية تتم في السوق الحالية (Spot Market)، وفيها يتم بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى؛
  - وعملية تتم في السوق الآجلة (Forward Market)، وفيها تشتري العملة المباعة في السوق الحالية من السوق الآجلة.

---

42 - محمد، عمرو هشام، مصدر سابق، ص79.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

لقد كانت عمليات المبادلات في البداية مقتصرة على المصارف المركزية في الستينات ثم أصبحت المصارف التجارية تعتمد على هذا الأسلوب لتغطية المخاطر القصيرة الأجل. ويتم استخدام عقود المبادلات في الأسواق غير النظامية بهدف تحقيق الأهداف التالية<sup>(43)</sup>؛

- الوقاية من مخاطر التقلبات السعرية خلال الزمن.
- خفض تكلفة التمويل.
- الدخول لأسواق جديدة.
- استحداث أدوات مركبة.

وتتمثل أهم أنواع عقود المبادلات بما يلي:

- **عقود مبادلات أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps)**، هي عبارة عن اتفاق يتم بين طرفين على أن يتم تبادل معدلات الفائدة المتغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ يتم تحديده بعملة معينة، ولهذه العقود ست أركان هي:
  - **دافع الفائدة الثابتة**: وهو يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المُحرر).
  - **دافع الفائدة المتغيرة**: يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

<sup>43</sup> - <https://specialties.bayt.com/ar/specialties>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

○ معدل الفائدة الثابتة: هو سعر الفائدة الثابت في العقد و الذي يتفق عليه الطرفان، و يحصل عليه الطرف الثاني (المُحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

○ معدل الفائدة المتغيرة: قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة (ويعتمد سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداماً).

○ التسوية: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه ( ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يومياً لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية. كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في المدة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت ، فلو أن عقداً للمبادلة تتم تسويته مرتين سنوياً في 15 آذار و 15 أيلول، فان التسوية في 15 أيلول تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 أيلول.

○ قيمة عقد المبادلة: هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، و يمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

و لتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نفترض أن إحدى شركات الاستثمار حصلت من أحد البنوك على قرض قصير الأجل قيمته (10) مليون يتم تجديده دورياً و يخضع لمعدل فائدة متغيرة، و تريد هذه الشركة استثماره في فرص استثمارية بعائد ثابت يبلغ (9%)، ونظراً للمخاطر التي قد تتعرض لها هذه الشركة إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، قامت بإبرام عقد مبادلة سعر فائدة ثابت بمتغير، مع إحدى المؤسسات المالية، حيث ينص الاتفاق على أن تدفع الشركة للمؤسسة المالية فائدة ثابتة قدرها (10%)، وتتم التسوية بشكل شهري مقابل أن تدفع لها المؤسسة المالية فائدة متغيرة على أساس (360) يوم في السنة. فإذا افترضنا أنه بعد مرور شهر على توقيع عقد المبادلة، بلغ معدل الفائدة

(10.5%)، فإن قيمة المدفوعات التي ستقوم بها شركة الاستثمار للمؤسسة تحسب عن طريق المعادلة التالية<sup>(44)</sup>:

$$\text{المدفوعات} = [\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}] \times (30/360) \times \text{قيمة عقد المبادلة}$$
$$= [10.5\% - 10\%] \times 30/360 \times (10000000)$$
$$= 4166,7$$

- عقود مبادلة العملات (Currency Swaps)، هي عبارة عن شراء أو بيع عملة معينة في تاريخ معين، ثم بيع أو شراء نفس العملة أو عملة مقاربة لها في تاريخ آخر. تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات. وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها. ومثال ذلك أن يتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الدينار العراقي بالدولار الأمريكي وفقاً للخطوات و الشروط التالية:

- شراء (\$ 50,000) بسعر صرف (75) دينار لكل دولار (3,750,000 دينار).
- إعادة بيع الدولار الأمريكي - في الوقت نفسه - بالدينار من البنك نفسه، على أساس سعر الصرف الآجل وقدره (71) دينار لكل دولار على أن يتم التسلم و التسليم بعد ستة أشهر من تاريخ العقد (3,550,000 دينار)
- وتجدر الإشارة إلى أن تحديد سعر الصرف الآجل يتوقف على مقدار معدل الفائدة على الإقراض و الإيداع بالنسبة لكلا العملتين.

- عقود المبادلة الخيارية (Swap Options)، هي عبارة عن خيار دخول مبادلة معينة في تاريخ محدد في المستقبل، على سبيل المثال المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة، وهي عبارة عن خيار مبادلة سند ذو فائدة ثابتة بسند آخر ذو فائدة متغيرة في وقت محدد.



### رابعاً؛ عقود الفروقات (Contract for Difference-CFD)

هي عقود لتبادل الفرق في سعر قيمة الأصل من وقت فتح العقد، وحتى وقت إغلاق العقد. وتحظى هذه العقود بشعبية كبيرة بين تداول المشتقات، حيث تتيح هذه العقود التكهن بالزيادة أو النقصان في أسعار الأدوات العالمية التي تشمل الأسهم والعملات والمؤشرات والسلع.

ويتم تداول العقود مقابل الفروقات بأداة من شأنها عكس تحركات الموجودات الأساسية، حيث يتم تحرير الأرباح والخسائر عندما يتحرك الأصل بالنسبة للمركز الذي سلكه المتداول.

ولفهم هذه العقود وكيفية تداولها نستعرض آليات الاستثمار الحقيقي، التي تركز على شراء بعض الأسهم بسعر السهم الحالي، أو من خلال الاستثمار في الذهب أو النفط، حيث يتم شراء قطعة من الذهب أو برميل من النفط، بعد ذلك الانتظار حتى يرتفع السعر، عند ذاك يتم بيع ذلك الأصل بسعر أعلى و تحقيق الربح من الفرق بين السعرين.

على نفس النمط يجري تداول عقود الفروقات، حيث يمكن فتح صفقة تداول على أصل بسعر معين، والانتظار حتى يزيد السعر أو ينخفض، وعلى أساس الفرق يتم تحقيق ربح (أو خسارة). أن واحدة من أكبر الاختلافات بين تداول العقود مقابل الفروقات و الاستثمار التقليدي هو عدم امتلاك الأصل بالفعل، وبدلاً من ذلك، تعكس العقود مقابل الفروقات سعر الأصل الأساسي، و بدلاً من شراء هذا الأصل، يمكن التكهن بشأن كيفية تغير سعر ذلك الأصل في المستقبل و استخدام تقلبات الأسعار في الاستثمار بدلاً من شراء و بيع الأصل نفسه.

### 2-3-3 مخاطر المشتقات المالية

أن المشتقات المالية لها تأثير كبير على التمويل الحديث لأنها توفر مجال رحب في حركة التداول لادوات الاستثمار في الاسواق المالية وبما يدعم المستثمرين في سعيهم لجني الارباح، ولكنها في ذات الوقت تتضمن مجموعة تحديات او مخاطر يتطلب التعامل معها بحذر، وهذا ما سنتناوله في هذه الفقرة.

### أولاً؛ أنواع مخاطر المشتقات المالية ( Derivative Risks )

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات في ارتباطها بالتوقعات، جعلها تشكل مخاطر عالية في حد ذاتها، فهي بقدر ما تتضمن من احتمالات الربح و الخسارة، فإن هناك رجحان من تحمل خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في خلق أزمات مالية. ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية<sup>(45)</sup>:

أ. **المخاطر التقليدية:** وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى، ومن أهمها ؛

1. **مخاطر السوق (Market risks)؛** وهي مدى التغيرات التي تحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، وأسعار الصرف للعملة الأجنبية وأسعار الأصول المالية، والتي تؤثر سلباً على أرباح وعوائد المؤسسات، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي الى تغير أكبر في قيمة الأداة المشتقة. وتكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي؛

- السلوك السعري لأسعار الأدوات المالية المشتقة محل التعاقد كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بتلك الأدوات.

- نقص السيولة الذي يؤدي الى تدهور أسعار الأصول وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار وصعوبة إبرام عقود جديدة للتحوط من استمرار هذا التدهور.

- ومن هذه المخاطر، أيضاً، بروز محتكرين في السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء و البيع على نطاق واسع، وبما يمكنهم التأثير بدرجة اكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الامر الذي قد يفضي الى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد .

45 - عزت، فرج عبد العزيز ، مصدر سابق، ص 31.

- علاوة على ذلك فإن هذه المخاطر تتجلى في ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، و سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض له سوق مالية معينة الى الأسواق المالية الأخرى. ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر هذه المخاطر ومعرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها كوقاء منها، مما يتطلب الحد من مخاطر السوق باعتماد تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا ان تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذلك على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة .

2. المخاطر الائتمانية (Credit risks)؛ على الرغم من أن المشتقات المتداولة في الاسواق تمر عموماً بعمليات ملتزمة، فإن بعض العقود التي يتم تداولها قد تواجه مخاطر الطرف المقابل وهي احتمال أن يتخلف أحد المشاركين في المعاملة عن التزامه التعاقدى في معاملات الائتمان والاستثمار والمعاملات التجارية.

ان المخاطرة الائتمانية تمثل الخسارة الناشئة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي ينظمها عقد المشتقات، وبالتالي فهي تمثل الخسارة من تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق. ومن الجدير بالذكر ان هذا النوع من المخاطر هي الأكثر انتشاراً في الاسواق ( البورصة ) غير المنظمة، وهذا يتطلب تقييم الجدارة الائتمانية لأطراف العقد. وهناك عدد من السياسات والإجراءات التي تمكن المتعاملين في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر الائتمانية:

- أدوات الرقابة الداخلية لتعديل المخاطرة الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة التعامل معها.

- التوثيق الدقيق للتعاملات بما يخفف من وطأة المخاطرة الائتمانية في الالتزام القانوني لتنفيذ العقود.

- تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بحدود معينة لهذه المخاطر.

- اعتماد الوسائل التي تدعم الائتمان وتقلل التعرض لمخاطرة تعثر أطراف عملية معينة مثل توفير الضمانات اللازمة لهذا الدعم.

3. المخاطر التشغيلية والرقابية (Operational and control risks) ؛ تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي تنتج عن عدم كفاءة النظم الإدارية والرقابية على العاملين في البنوك والمؤسسات المالية وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بالمشتقات. ومن امثلة هذه المخاطر هي قيام أو سماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، وهذا لا يسمح به وفقاً لقوانين نظم العمل والرقابة. ان تعقد وآليات عمل المشتقات يقتضى توافر عناصر بشرية مدربة ونظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.

4. المخاطر التنظيمية (Organizational risks)؛ وهي المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المؤسسة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة و تشغيل عقود المشتقات داخل المؤسسة نفسها، كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمؤسسة وما ينجم عن غياب توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية التي تؤدي إلى القصور في أبرام وتنفيذ العقد.

5. المخاطر القانونية (Legal Risk)؛ تُنسب هذه المخاطر إلى التصرفات القانونية الغير صحيحة التي تخالف ضوابط عقود المشتقات من حيث التنفيذ والساد في حالة الإفلاس. هذا التخالف سوف ينعكس في عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض من هذه المخاطر، كإدخال تغيرات عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تحضر على المؤسسات المالية في أنواع معينة من الأدوات المالية أو غيرها من التعديلات تؤدي الى بعض المخاطر. ومن الضروري تحديد ومعالجة القضايا التي تؤثر في القدرة على تنفيذ العقود، ذلك ان مخاطرة عدم القدرة على التنفيذ تعني أن عقداً ما يتمتع بمزايا ايجابية غير انه لا يمكن تنفيذه، وقد يعزى ذلك على

عدم تحويل الطرف الآخر بالصلاحيات اللازمة للتعاقد أصلاً أو من الإعلان عن أن مجموعة من العقود قد غدت فجأة غير قابلة للتنفيذ.

6. مخاطر التسوية المالية (Financial settlement risks)؛ تمثل مخاطر التسوية إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويته بنفس اليوم وأنياً، وبعبكسه فانه قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به يعتبر مرتفعاً، ولكن الطرف المقابل يرفض التسديد في التاريخ المحدد للتسوية. ومن اكبر مخاطر التسوية ما قد يحدث في يوم التسوية ذاته، عندما لا يتوافق تسليم الورقة مع أستلام ما يقابلها نقداً من اموال مستحقة. ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال "شروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة، وهذا ما يقلل من مخاطر التسوية التي تتم بنفس العملة.

ب. المخاطر الخاصة <sup>(46)</sup>؛ وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية معينة، وتبدو أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة، ونجد من ضمنها؛

1. مخاطر الارتباط؛ وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته. وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

2. مخاطر نسبة الحماية؛ وتعني قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

3. مخاطر السيولة؛ ترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالباً ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط و ضمانات كبيرة في هذه الحالة.

4. مخاطر التسعيرة؛ يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة ونماذج رياضية متقدمة و خاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفي لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

5. مخاطر الرفع المالي؛ تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

### ثانياً؛ إدارة مخاطر المشتقات المالية

من الواضح أن المشاركين في السوق المالي يجدون في هذه المشتقات أدوات مفيدة لإدارة المخاطر، ويتم استخدامها من قبل ثلاثة أنواع من المشاركين في السوق: البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والمستثمرين. ومع ذلك، المشتقات المالية تشكل تحديات لإدارة المخاطر الخاصة بها، إذ يغلب عليها طابع المضاربة (Speculation)، إذ أن التقلبات العالية للمشتقات المالية يمكن أن يترتب عليها خسائر فادحة بحكم طبيعة المشتقات المالية وسلوكها الذي لا يمكن التنبؤ به، فقد تؤدي المضاربة غير المعقولة إلى خسائر فادحة.

إن إدارة هذه المخاطر يمكن مناقشتها في جوانب متعددة، نرى من أهمها، ما يلي؛

1. إذا كانت مخاطر المشتقات المالية تنقل من طرف يرغب في تقليلها إلى طرف آخر قادر على تحملها، فإنها تبقى في إطارها النظري، إذ لا بد من القول أن من يرغب في المخاطرة ليس بالضرورة قادر على تحملها، لذلك لا بد من البحث عن تلك الوسائل الفعالة لقياس ومراقبة المخاطر للمشتقات المالية، في توجيه الاستثمار نحو المستثمرين الراغبين في اقتناء هذه المشتقات وتحمل مخاطرها في نفس الوقت، على ضوء ما يترتب على هذا الاستثمار من أرباح محفزة لتحمل هذه المخاطر<sup>(47)</sup>.

---

<sup>47</sup> - سهام، عيساوي، "مخاطر المشتقات المالية وإدارتها"، مجلة الاقتصاد والتنمية؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة/الجزائر، ع 20 جانفي 2014، ص164.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

2. من الضرورة بمكان، أيضاً، التفرقة بين استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر وبين استخدام المشتقات كأداة للاحتياط من المخاطر. إن استخدام المشتقات كأداة للاحتياط من المخاطر، إنما يعنى تقليل التعرض لنوع معين من أنواع المخاطر مقابل التخلي عن بعض الفرص لتحقيق الأرباح. بينما نجد ان استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر، إنما تعنى استبدال أحد المخاطر القائمة بمخاطر جديدة تكون أقل تكلفة وأكثر مرونة، مما يمكن المؤسسات المصرفية والمالية من تحقيق الأرباح أو تجنب الخسائر. وإن استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر يستوجب إتباع عدة خطوات نوجزها فيما يلي<sup>(48)</sup>؛

- تحديد أنواع المخاطر التي يمكن أن تواجهها المؤسسة وبالتالي التعرف على مسبباتها (مثل أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ... الخ)؛
- حصر المخاطر الناجمة عن أعمال المؤسسة؛
- اختيار ما يناسب من أدوات المشتقات لمجابهة هذه المخاطر وإدارتها بما يحقق الربح للمؤسسة؛

○ وضع نظام فعال لمراقبة أداء استخدام المشتقات التي تم اختيارها، مع العمل على وضع تنبؤات لنتائجها المستقبلية.

3. إن التصميم المعقد للعقود يجعل التقييم معقداً للغاية أو حتى مستحيلاً، وبالتالي، فإنها تحمل مخاطر عالية متأصلة في الاداة المشتقة ذاتها، ويمكن تأشيرها كما يلي؛

- إن التوسع في المشتقات المالية بدون ضوابط عرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة وربما للإفلاس، كما حدث في العديد من المؤسسات المالية والمصرفية والتي كان من بين أهم أسباب انهيارها تعاملها بالمشتقات المالية المبنية على ديون عقارية كما في أزمة عام 2008<sup>(49)</sup>.

○ بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر الا أنه وبحكم طبيعتها ترتبط بالتوقعات وبالتالي تتضمن احتمالات الربح و الخسارة، حيث أنها في حد ذاتها

48 - عزت، فرج عبد العزيز ، مصدر سابق ، ص50.

49- <https://moga.ahlamontada.net/t246-topic>

تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة مما يتسبب في خلق أزمة.

○ إن السمة الأساسية التي تجمع بين الشركات والبنوك التي تعرضت لخسائر مالية جسيمة من جراء التعامل غير المنوط بالحذر في أسواق المشتقات هي فشل تلك المؤسسات في تفهم هذه الأدوات الجديدة وعدم تبني استراتيجية مناسبة لإدارة مخاطرها.

4. أن خطر المشتقات أو إفادتها يعود إلى كيفية استخدامها كوسيلة لتخفيف المخاطر أو الأداة للمضاربة، ونظراً للمخاطر العالية التي ينطوي عليها التعامل في مجال المشتقات نجد ان هناك ضرورة لوضع بعض الضوابط التي تقي الأسواق المالية من مخاطر المشتقات في مقدمتها؛

○ الرقابة وتتمثل في وضع السلطات الرقابية المعنية لمعانة رقابية عند استخدام المشتقات ووضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات؛

○ وضع حد أقصى لحجم الائتمان الذي تقدمه المؤسسات المالية لشركاتها.

○ وضع ضوابط للمحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمشتقات.

وعلى ضوء ما ورد أعلاه، فإنه يمكن وضع مجموعة حقائق لا بد من اعتمادها في سياقات إدارة مخاطر المشتقات المالية، والتي يمكن ايجاز أهمها بما يلي؛

❖ ان المشتقات المالية ليس لها قيمة اقتصادية بحد ذاتها.

❖ تعد أسواق المشتقات في الأساس أسواقاً للمضاربة وما يترتب عليها من مخاطر كبيرة.

❖ التعامل بالمشتقات المالية في العقود الأخيرة أدى إلى إفلاس الكثير من المؤسسات المالية الكبيرة.

❖ هناك أجماع لفقهاء المسلمين المعاصرين على حرمة تداول جميع أنواع عقود المشتقات المالية.



### الفصل الثالث

#### تقييم أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

ان من أهم الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية هي الأسهم والسندات، وهو ما يتطلب امتلاك المستثمر القدرة الفنية او الوسيلة التي يستطيع من خلالها الحكم على توجهاته الاستثمارية واتخاذ القرار المناسب في اقتناء هذه الأوراق، وتحقيق ما يصبو اليه كل مستثمر في تحقيق الأرباح وزيادة ثروته المادية. وهناك العديد من المعايير المعتمدة في تحليل الأسهم بغرض تقييمها، وان الاعتماد على معيار دون آخر، إنما يعتمد على سلوك متخذ قرار الاستثمار، وطبيعة المستثمر ذاته فيما اذا كان مستثمر مضارب ام متحفظ.

وسنتناول بالتفصيل وبالمثلة أهم جوانب التحليل الكمي في اقتناء المعايير الأكثر تداولاً في تقييم أدوات الاستثمار المالي وهي الأسهم بنوعيتها العادي والممتاز وكذلك معايير تقييم السندات.

#### 3-1 معايير تقييم الأسهم العادية (Common Stocks Valuation Standards)

بعد قيام المحلل المالي بتجميع البيانات الكمية وتحليل العوامل النوعية، يقوم المحلل بإعداد ما تعرف بالقوائم المالية التقديرية (Pro-Forma Financial Statements) وهي عبارة عن قوائم مالية تحاول استشراف مستقبل الشركة، يستخدمها المحللون في عرض التدفقات النقدية والإيرادات وما إلى ذلك. ولمعرفة قوة أداة الاستثمار، وخاصة الأسهم، فإنه يقوم ببساطة بمقارنتها بقيمتها السوقية الحالية. وهكذا يستطيع استنتاج ما إذا كان السهم مبالغاً في تقييمه أم مقيماً بأقل من قيمته الحقيقية (Intrinsic Value)، أم أن سعره الحالي يعكس قيمته المقدرة بشكل صحيح. هذه القيمة تتم مقارنتها بالسعر الحالي للسهم، وحينها سيكون السهم واحداً من ثلاثة حالات<sup>(50)</sup>:

---

50 - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق، (لا يوجد ترقيم). انظر كذلك الفصل الثاني؛ القيمة الحقيقية للسهم، ص56، من هذا الكتاب.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

أ. سهم مبالغ في تقييمه "Over-valued" : أي ان السهم مقيم بأكثر مما يجب؛ أي ان القيمة الحقيقية أقل من السعر السوقي للسهم، فسيقوم المستثمر ببيع هذا السهم إذا كان موجوداً بالفعل ضمن حيازته، ولكن حتى لو لم يكن المستثمر يمتلك هذا السهم، بإمكانه الاستفادة من هذه المعلومة من خلال بيع السهم على المكشوف، أي المراهنة على انخفاض سعر السهم إلى مستوى يعكس قيمته الحقيقية .

ب. سهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية: "Under-valued" : إذا اعتقد المستثمر أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، أي القيمة الحقيقية للسهم أعلى من سعر السهم السوقي، فسيحرص على شرائه. والفكرة هنا ببساطة، هو أنه عاجلاً أو آجلاً سوف يعود السعر الحالي للسهم ليصح نفسه ويصبح مساوياً للقيمة الحقيقية. وأثناء عملية التصحيح هذه، يجني المستثمر الأرباح.

ت. سهم مقيم بقيمته الحقيقية "Properly valued" : أي بما يساوي سعره الحالي، في هذا النوع من التحليل هناك افتراضان مهمان: الأول هو أن السعر الحالي للسهم الجاري تحليله غير صحيح، وهذا يعني أن المستثمر أو المحلل يعتقد أن السوق مخطئ. أما الافتراض الثاني، فهو أن السعر الحالي للسهم سوف يتمكن على المدى الطويل من الاقتراب من أو مماثلة القيمة الجوهرية.

### 3-1-1 معايير التقييم الجارية (Current Value)؛ غير المخصوصة

وهي تلك المعايير التي تعتمد على المعطيات الحالية دون الآخذ بنظر الاعتبار المدة الزمنية، أي عدم اعتماد أسعار الخصم في احتساب هذه المعايير، ومن أهمها ما يلي<sup>(51)</sup>؛

<sup>51</sup> - للمزيد عن هذه المعايير انظر كل من :

- كداوي، طلال محمود؛ " تقييم القرارات الاستثمارية"، دار ابن الأثير /جامعة الموصل، 2009، ص85-92.

- الشمري، ناظم محمد نوري؛ البياتي، طاهر فاضل، " مصدر سابق، ص221-234، ص287-294.

- الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق، (لا يوجد ترقيم)

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

اولاً؛ حساب كلفة الأسهم ؛ يمكن احتساب كلفة الأسهم بالطريقة الآتية؛

$$\text{كلفة الأسهم} = \frac{\text{الربح السنوي}}{\text{سعر السهم (1- كلفة الإصدار)}} \quad 1$$

$$\text{كلفة الأسهم} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{قيمة السهم السوقية (1 - كلفة الأصدار)}} + \text{نسبة الزيادة المتوقعة في الأرباح} \quad 2$$

$$\text{كلفة السهم الواحد} = \frac{\text{ربح السهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}} \quad 3$$

مثال/ 1 ؛

أصدرت إحدى الشركات (30,000) سهم، منها (10,000) سهم ممتاز تحقق ربح سنوي مقداره (6%)، فإذا كان سعر السهم الاسمي (100) دينار، وبلغت نفقات الإصدار (4%) من سعر البيع.

المطلوب؛ كم تكون كلفة السهم الممتاز في الحالات الآتية:

- حالة البيع بالسعر الاسمي، و
- حالة البيع بزيادة (3%) من السعر الاسمي، و
- في حالة خصم مقداره (1.5%)؟

الحل؛

- كلفة السهم الممتاز عند البيع بالسعر الاسمي =  $\frac{6}{(1-0.04)100} = 0.0625 = 6.25\%$  من السعر .
- كلفة السهم عند البيع بزيادة (3%) من السعر الاسمي =  $\frac{6}{103(1-0.04)} = 6.06\%$  من السعر .
- كلفة السهم عند البيع بخصم (1.5%) من السعر الاسمي =  $\frac{6}{(1-0.04)98.5} = 6.435\%$  .

مثال/ 2

أصدرت إحدى الشركات (30,000) سهم، منها (10,000) سهم ممتاز، سعر السهم الاسمي (100) دينار، وأرادت الشركة زيادة رأسمالها بإصدار أسهم جديدة قيمتها (10,000) دينار، وحسب ظروف السوق من عرض وطلب يتوقع أن يبلغ عائد كل سهم

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

(90) دينار بكلفة إصدار ( 10%)، وحسب خطة الشركة وإدارتها سترفع ربح السهم بمقدار (2.5) دينار .

المطلوب؛ كم هي كلفة إصدار الأسهم الجديدة إذا زادت الأرباح المتوقعة ( 5%) ؟

الحل؛

$$\text{كلفة السهم} = \frac{2.5}{(1-0.10) 100} = 0.05 + 0.0277 = 0.05 + 7.77\% \text{ من السعر}$$

ثانياً؛ عائد السهم (حصة السهم من الإيراد) (Earnings Per Share -EPS)

يستخدم هذا المؤشر للتعرف على ربحية السهم، أي بمعنى الإيراد السنوي (العائد) للسهم، وما يترتب على ذلك من مردود ايجابي للمساهمين. وللبرهنة على ذلك سوف نستخدم مثال رقمي، في استخدام الأرباح بالسهم (EPS) والعائد على حقوق المساهمين، كمقياس للمردود الى المساهمين.

ويفضل المستثمر شراء تلك الأسهم التي تحقق عائد أعلى ويبتعد عن تلك ذات الربحية المنخفضة، وهذا هو حال المستثمر المتحفظ، ويحتسب هذا المؤشر كآلاتي؛

$$\text{العائد على الاستثمار EPS} = \frac{\text{صافي (الربح أو الخسارة)}}{\text{الاستثمار الأولي}} \quad (1) \dots\dots\dots$$

$$\text{العائد على الاستثمار EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة- توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية (متوسط مرجح)}} \quad (2) \dots\dots\dots$$

$$\text{عائد السهم الواحد EPS} = \text{قيمة الأسهم} / \text{عدد الأسهم} \dots\dots\dots (3)$$

مثال/3؛

أشترى أحد المستثمرين (200) سهم بسعر (40) دينار للسهم الواحد، يحتفظ بالأسهم لمدة سنة واحدة، عائد السهم الواحد (1) دينار واحد عند نهاية السنة، تكاليف نقل الملكية وعمولة الوسطاء بلغت ( 2%) من قيمة الصفقة.

المطلوب؛

- أ- نسبة الربح أو الخسارة للمبلغ المستثمر إذا تم بيع السهم بـ (45) دينار في نهاية السنة ؟  
ب- نسبة الربح أو الخسارة للمبلغ المستثمر إذا تم بيع السهم بـ (35) دينار في نهاية السنة؟  
الحل؛

أ- إذا كان سعر البيع (45) دينار:

■ قيمة الصفقة = عدد الأسهم × سعر السهم =  $40 \times 200 = 8000$  دينار

العمولة 2% من قيمة الصفقة =  $0.02 \times 8000 = 160$  دينار

- أذن الاستثمار الأولي = 8160 دينار

- الدخل من العوائد =  $1 \times 200 = 200$  دينار

■ الايراد (العائد) في السعر الجديد = عدد الأسهم × سعر البيع =  $45 \times 200 = 9000$

■ تكاليف الصفقة:  $0.02 \times 9000 = 180$  دينار...

$8820 = 9000 - 180$  دينار التدفقات النقدية عن بيع الأسهم

■ الربح = (التدفقات النقدية عن بيع الأسهم + الدخل من العوائد) - الاستثمار

$860 \text{ دينار} = (8820 + 200) - 8160$

■ نسبة العائد على الاستثمار =  $8160 / 860 = 10.5\%$

ب- إذا كان سعر البيع (35) دينار؛

$35 \times 200 = 7000$

2% عمولة الوسطاء =  $0.02 \times 7000 = 140$

أذن قيمة التدفقات =  $7000 - 140 = 6860$  دينار

الدخل من العوائد  $200 \times 1 = 200$  دينار

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

▪ صافي الربح = (قيمة التدفقات من البيع + الدخل من العوائد) - الاستثمار الأولي

$$= (200 + 6860) - 8160$$

$$= 1100 \text{ (خسارة) في حالة بيع السهم بـ (35) دينار.}$$

▪ نسبة الخسارة = صافي (الخسارة) / الاستثمار الأولي

$$= 1100/8160 = 13.2\%$$

#### مثال/4؛

الربح الصافي بعد الضريبة (500) ألف دينار، ومجموع حقوق المساهمين (1) مليون دينار وقيمة الأسهم الممتازة (300) ألف دينار بنسبة ربح (8%)، فإذا بلغ عدد الأسهم العادية (10) ألف سهم فما هو نصيب السهم من الأرباح ؟

$$\text{حصة الاسهم الممتازة من الارباح} = \text{دينار} \quad 24000 = 300000 \times 0.08$$

$$\text{صافي حصة حملة الأسهم العادية} = \text{دينار} \quad 476000 = 500000 - 24000$$

$$\text{عائد السهم من الارباح} = \text{دينار} \quad 47.6 = \frac{476000}{10000}$$

#### ثالثاً؛ حصة السهم من الأرباح الموزعة (Dividends Per Share -DPS)

يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، أي حصة المساهمين من إيرادات الشركة التي تدفع على شكل توزيع أرباح بمعنى الأرباح المستلمة فعلاً من السهم الواحد، إذ قد يحصل أن يترتب للسهم عائداً معيناً قد يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الآخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة.

وتحسب هذه النسبة بقسمة حصة السهم من توزيع الأرباح على أيراد السهم الواحد، فإذا كان نصيب السهم الواحد من الأرباح (2) دولار وأن سعر هذا السهم يبلغ (40) دولار، يعني أن العائد على توزيع الأرباح للسهم هو (0.5)، فهذا يعني أن نسبة توزيع الأرباح هي (50%). بعبارة أخرى أن الشركة قامت بدفع (50%) من إيراداتها على شكل توزيع أرباح. ويمكن استخراج هذه الحصة على وفق الصيغ الآتية؛

$$(1) \dots\dots \frac{\text{الأرباح المعلن عن توزيعها - توزيع أرباح الأسهم الممتاز}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \quad (52) \text{ (DPS)}$$

$$(2) \dots\dots \frac{\text{مجموع الأرباح المتحققة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{( DPS )}$$

وربحية السهم تعتبر من أهم المؤشرات الربحية في ترشيد القرارات الاستثمارية، هل نقوم بعملية الاستثمار في الشركة (أ) أو في الشركة (ب) وذلك بناء على ربحية هذا السهم؟ وتستخرج هذه النسبة كما يلي:

$$\text{ربحية السهم} = \text{اجمالي الأرباح المقرر توزيعها} / \text{عدد الأسهم}$$

$$\text{ربحية السهم} = 200 / 200 = 1 \text{ دينار}$$

مثال/5؛

تبيع إحدى الشركات أسهمها العادية بمبلغ (150) دينار للسهم الواحد، علما انها باعت (10,000) سهم عادي، حققت من خلالها إرباح بمقدار (100,000) دينار، وقررت الشركة إصدار أسهم جديدة بكلفة تقديرية (7000) دينار للسهم الواحد.  
المطلوب؛ استخراج ربحية و كلفة السهم الواحد بطريقة الأرباح ؟

الحل؛

$$\text{ربحية السهم الواحد} = 100,000 / 10,000 = 10 \text{ دينار}$$

- كلفة السهم بطريقة الارباح :

نستخرج القيمة الصافية للسهم الجديد =

$$\text{قيمة السهم} - (\text{ربحية السهم الواحد} - \text{الكلفة المتوقعة}) \dots\dots (3)$$

$$150 - (10 - 7) = 147 \text{ دينار}$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$\text{كلفة السهم بطريقة الارباح} = \text{ربحية السهم الواحد} / \text{القيمة الصافية للسهم} \\ 10/147 = 6.8\%$$

ويمكن تطبيق المعادلات أعلاه، إذا ما أريد تحديد حصة الأرباح للأسهم العادية او الممتازة، فمثلاً يمكن استخراج العائد على حقوق حملة الأسهم العادية، كما في المثال أدناه:

**مثال/6؛**

إذا كانت القيمة الاسمية للأسهم الممتازة، في إحدى الشركات، (200) ألف دينار وأرباح الأسهم الممتازة (15) مليون دينار، علماً ان الشركة حققت أرباح صافية للعامين 2016 و 2017، كانت على التوالي (100) مليون و (120) مليون دينار، وان حقوق المساهمين لعام 2016 كانت (500) ألف دينار ارتفعت الى (550) ألف دينار عام 2017. المطلوب؛ استخراج العائد على حقوق المساهمين من الأسهم العادية ؟

**الحل:**

بتطبيق المعادلة رقم (3) اعلاه، تكون النتائج كما يلي:

في عام 2016 =

$$\frac{(100,000,000 - 15,000,000)}{500,000 - 200,000} = \frac{85,000,000}{300,000} = 28,33$$

في عام 2017 =

$$\frac{(120,000,000 - 15,000,000)}{550,000 - 200,000} = \frac{105,000,000}{350,000} = 30$$

في المقارنة بين السنتين، ارتفعت حصة ربحية السهم من (28.3) دينار عام 2016 الى (30) دينار عام 2017. وهذا يعكس ارتفاع معدل العائد على حقوق حملة الأسهم العادية بمقدار (5.9%) بين عامي 2016 و 2017 ، نتيجة لتحسن أداء الشركة في السوق.



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

رابعاً؛ مردود السهم العادي (YPS - Yield Per Share)

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في الاستثمار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، ويحتسب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$DPS = YPS \text{ / السعر السوقي للسهم ..... (1)}$$

التوزيعات السنوية للسهم (القيمة السوقية - القيمة الاسمية)

$$\text{عائد السهم الكلي} = \frac{\text{التوزيعات السنوية للسهم (القيمة السوقية - القيمة الاسمية)}}{\text{القيمة الاسمية}} \text{ ..... (2)}$$

يقارن مردود السهم مع سعر الفائدة السائدة في السوق؛ فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه عملية مجدية. أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة السائد في السوق فإنه من الأفضل التخلص منه في بيعه أو البحث عن أسهم أخرى ذات مردود أعلى من سعر الفائدة.

مثال/7؛

إذا كان سعر الفائدة السائد في السوق ( 15% ) وان هناك نوعين من الأسهم مطروحة في السوق، أولها سعره السوقي (23) دينار والثاني سعره السوقي (28) دينار، وأن حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح بالنسبة للنوع الأول (2) دينار والثاني (3) دينار. **المطلوب:** أي نوع من الأسهم هو الأفضل ؟

**الحل :**

$$\text{مردود السهم الأول ( YPS ) = توزيعات الأرباح / السعر السوقي} \\ \%8.7 = 23 / 2$$

$$\text{مردود السهم الثاني} = 28 / 3 = \%10.7$$

يلاحظ ان مردود السهم الثاني هو الأفضل، ولكن كلاهما هو أقل من سعر الفائدة، مما يجعل قرار الاستثمار فيهما عديم الجدوى، ومن الأفضل للمستثمر البحث عن فرصة استثمارية أخرى أو إيداع أمواله في المصرف.

## مثال/8

أصدرت إحدى الشركات (60,000) سهم بقيمة (دينار واحد) لكل سهم، وبعد مضي عام على الاستثمار قررت توزيع أرباح بنسبة (40%) من القيمة الاسمية ربحاً على المستثمرين، فإذا بلغت القيمة السوقية للسهم (3) دينار، أوجد:

- معدل ربح السهم (مردود السهم YPS)

- معدل سعر السهم الى ربحه ..... ؟

الحل؛

$$\text{مردود السهم} = 0.4/3 \times 100 = 13.3\%$$

- معدل سعر السهم الى ربحه = السعر السوقى للسهم / ربح السهم

$$= 3/0.4 = 7.5 \text{ مرة}$$

خامساً؛ مضاعف سعر السهم العادي (Price Earnings Ratio -PER)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، وبالتالي إمكانية التنبؤ بحركة الأسعار مقارنة مع المضاعف المعياري (نسبة معيارية للسوق)، وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط في سعر السهم والعكس صحيح. ويحتسب مضاعف سعر السهم كما في الصيغة الآتية؛

$$\text{PER} = \frac{\text{السعر السوقى للسهم}}{\text{DPS}} \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{PER} = \frac{\text{السعر السوقى للسهم}}{\text{EPS}} \dots\dots\dots (3)$$

## مثال/9

نفترض المضاعف المعياري في السوق (10)، ترى ما هو موقف النوعين من الأسهم في المثال السابق:

$$\text{PER من النوع الأول} = 2/23 = 11.5$$

$$\text{PER من النوع الثاني} = 3/28 = 9.3$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

يلاحظ ان النوع الأول من الأسهم يزيد على المضاعف المعياري مما يشير الى ان أسعار هذا النوع تميل الى الهبوط في المستقبل، وعليه إذا كان لدى المستثمر عدداً منها فمن الأفضل له ان يبيعها، وإذا كان لديه نية في شراءها عليه ان ينتظر الآن، بينما مضاعف سعر الأسهم من النوع الثاني يقل عن المضاعف المعياري مما يشير الى جدوى شراء هذه الأسهم الآن، وبذلك فإن الأسهم من النوع الثاني ذا جدوى أفضل.

### سادساً؛ عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR - Holding Period Return)

يقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم، ويحتسب كالاتي؛

$$HPR = \text{القيمة الإجمالية لدخل السهم} / \text{سعر الشراء للسهم} \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم} = (DPS) + \text{المكاسب الرأسمالية}$$

ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في مجال تقييم قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يعبر عن العائد الحقيقي للاستثمار. ومن الممكن اتخاذ قرار الاستثمار من خلال مقارنة هذا العائد مع سعر الفائدة السائد في السوق.

### **مثال/10؛**

إذا كان لدى مستثمر قدر من المال يرغب في استثماره في أسهم على ان لا يقل العائد الذي يحصل عليه عن (20%)، وهناك أسهم معروضة للبيع سعر السهم الواحد منها (23) دينار في بداية السنة، وفي نهاية تلك السنة ارتفع السعر الى (25) دينار، وان صافي الربح بعد الضريبة (70) مليون دينار، وان هناك توزيع (20) مليون دينار من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، وان عدد الأسهم العادية لهذه الشركة (10) مليون سهم.

**المطلوب؛** معرفة عائد الاحتفاظ بالسهم لهذه الشركة ؟

**الحل؛**

$$DPS = \frac{(70-20)}{10} = 5 \text{ دينار للسهم الواحد}$$

المكاسب الرأسمالية للسهم الواحد؛ دينار 2 = 25 - 23

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وبذلك فإن:

$$30.4\% = 100 \times \frac{(5+2)}{23} = \text{HPR}$$

وحيث أنه أعلى من المعدل الذي يروم المستثمر تحقيقه (20%)، فإن شراء هذه الأسهم  
نو جدوى ومربح.

$$rt = \frac{D_t + (P_0 - P_B)}{P_B} \dots \dots \dots (2)$$

حيث ان؛

$D_t$ : التدفقات الجارية:

$P_B$ : سعر الشراء :

$P_0$ : سعر البيع:

$n$ : عدد السنوات:

$$\frac{(\text{سعر بيع السهم} - \text{سعر الشراء}) + \text{الارباح المتحققة}}{\text{سعر الشراء}} = \text{عائد الاستثمار من الاحتفاظ بالسهم لسنة واحدة}$$

### مثال/11

اشترى مستثمر سهما بقيمة (60) دينار وبعد سنة باعه بمبلغ (70) دينار، علما ان السهم  
قد حقق ربحاً مقداره (5) دينار، فكم هو عائد الاستثمار عند الاحتفاظ بالسهم ؟  
 $(70-60)+5/60 = 25\%$

### مثال/12؛

قرر أحد المستثمرين في 1/1/2009 شراء اسهم شركة الرافدين بمبلغ (18) دولار للسهم  
وفي 31/12/2009 قام ببيعه بمبلغ (20) دولار، وقد حصل المستثمر على مبلغ  
(0.400) دولار عن قيمة الأرباح الموزعة في نهاية السنة المذكورة.  
المطلوب؛ بين مقدار العائد المتحقق من عملية شراء وبيع السهم ؟

الحل؛ فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية :

$$rt = \frac{0.400+(20-18)}{18} = 13\%$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وفي حالة الاحتفاظ لعدة سنوات، تتم القسمة على عدد السنوات؛  
( سعر بيع السهم - سعر الشراء/5) + الارباح المتحققة  
عائد الاستثمار من الاحتفاظ بالسهم لخمس سنوات =  
(سعر بيع السهم + سعر الشراء) / 2

$$rt = \frac{D_t + (P_0 - P_B)}{n} \div \frac{P_0 + P_B}{2} \dots \dots \dots (3)$$

### مثال/13

قام احد المستثمرين بشراء سهم قيمته (60) دينار وباعه بعد خمسة سنوات بسعر (90) دينار، علما ان الربح المتحقق سنوياً (2.5) دينار.

المطلوب / معرفة عائد الاستثمار المتحقق من الاحتفاظ بالسهم طيلة هذه المدة ؟  
الحل/

$$11.3\% = \frac{2.5 + (90 - 60) / 5}{(90 + 60) / 2}$$

### مثال/14

تم شراء سهم بمبلغ (8.5) دولار، وبعد (4) سنوات تم بيعه بمبلغ (10) دولار وحصل المستثمر على ربح بمقدار (0.500) دولار.

المطلوب؛ معرفة مقدار العائد الذي حققه المستثمر على السهم المذكور خلال تلك المدة ؟  
الحل؛

$$rt = \frac{0.500 + (10 - 8.5)}{4} \div \frac{(10 + 8.5)}{2} = 5.4\%$$

### سابعاً؛ القيمة الدفترية للسهم (Book Value Per Share - BVPS)

يفيد هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات، حيث يفضل المستثمر المتحفظ الأسهم التي تتزايد قيمتها الدفترية، في حين يفضل المستثمر المغامر العوائد والتوزيعات بشكل اكبر من القيمة الدفترية للسهم، لأنه لا يفضل الاحتفاظ طويلاً بالأسهم، إذ تتعرض هذه الأسهم الى التذبذب في أسعارها تبعاً

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

لعوامل خارجة عن إرادة الشركة، كما في ارتفاع وانخفاض معدلات التضخم وسياسة التسعير والأنماط الاستهلاكية، علماً ان وجود تباين كبير بين القيمتين الدفترية والسوقية للسهم يعكس درجة عالية من الخطورة لهذه الأسهم. وتحسب من خلال العلاقات الآتية؛

(1) .....	$\frac{\text{موجودات الشركة} - \text{الالتزامات للغير (الديون + الأسهم الممتازة)}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	= BVPS
(2) .....	$\frac{\text{رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$	= BVPS
(3) .....	$\frac{\text{صافي حقوق المساهمين (حقوق الملكية)}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$	= BVPS
(4) .....	$\frac{\text{حقوق الملكية} - \text{الأسم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	= BVPS

مثال/15:

- إذا كانت حقوق المساهمين العاديين في مشروع معين كالآتي؛
- (100) مليون سهم: قيمة السهم الواحد دينار واحد = (100) مليون دينار
  - الاحتياطات = (30) مليون دينار
  - أرباح محتجزة = (20) مليون دينار
  - وان القيمة السوقية للسهم الواحد (23) دينار.
- المطلوب؛ مدى جدية او ربحية اقتناء أسهم هذه الشركة ؟

الحل؛

ان القيمة الدفترية للسهم BVPS = 100/150 = 1.5 دينار

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

يلاحظ ان هناك فرق واسع بين القيمة أعلاه والقيمة السوقية للسهم، وبالتالي فان المستثمر معرض للخسارة في حالة تصفية الشركة وكما يلي:

$$93.5 \% = \frac{(23-1.5)}{23} \times 100 \text{ من أمواله،}$$

مما يجعل هذا النوع من الأسهم ذات درجة عالية من الخطورة، ولهذا تفضل الأسهم ذات الفروقات القليلة بين القيمتين الدفترية والسوقية على تلك ذات الفروق الكبيرة.

### ثامناً؛ معدل دوران السهم العادي (ST - Share Turnover)

يقيس هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في السوق المالي معبراً عنه بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية المتداولة التي تحدث على السهم، ويحتسب هذا المؤشر كالآتي:

**ST = عدد الأسهم المتداولة من نوع معين خلال العام/ عدد الأسهم المسجلة من نفس النوع**

ولغرض الوقوف على هذه المؤشرات والتعرف على كيفية احتسابها في أحد المشاريع الافتراضية نأخذ المثال الآتي<sup>(53)</sup>؛

### مثال/16؛

أدناه البيانات المستخرجة من الحسابات الختامية والسجلات المحاسبية لإحدى الشركات المساهمة في 31/12/2010، علماً بأن هذه الشركة مسجلة في السوق المالي<sup>(54)</sup>:

#### 1. حقوق المساهمين العاديين

(10) مليون سهم عادي (القيمة الاسمية دينار واحد).... 10 مليون دينار

احتياطيات..... 3 مليون دينار

أرباح محتجزة..... 2 مليون دينار

---

<sup>53</sup> - مطر، محمد، "إدارة الاستثمارات؛ الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2013، ص 270-272.

<sup>54</sup> - كداوي، طلال محمود، مصدر سابق، ص 91-92.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

2. صافي الربح بعد الضريبة (2.4) مليون دينار، وقد وافقت الجمعية العمومية على توزيع (1.5) مليون دينار منها (0.5) مليون دينار لحملة الأسهم الممتازة.
3. سعر السهم للشركة في بداية عام 2008 بسعر (5) دينار، بينما بلغ السعر السوقي (8) دينار في 31/12/2010 ، وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة في السوق المالية خلال عام 2010، (20) مليون سهم.
4. عدد الأسهم الممتازة في رأس مال الشركة في 31/12/2010، (1) مليون سهم بقيمة اسمية (50) دينار للسهم الواحد.
5. عدد الأسهم العادية في رأس مال الشركة في 1/1/2010، (9) مليون سهم، وقد أصدرت الشركة مليون سهم بتاريخ 1/7/2010، لزيادة رأس المال.
- الحل؛ يمكن احتساب المؤشرات الآتية؛

$$\text{أ- } EPS = \frac{2.4 - 0.5}{10 \frac{6}{12} + \frac{6}{12} \cdot 9} = \frac{1.9}{9.5} = \frac{1.9}{4.5 + 5} = 0.2 \text{ دينار للسهم العادي (المطلب 5)}$$

$$\text{ب- } DPS = \frac{1.5 - 0.5}{10} = 0.1 \text{ دينار للسهم الواحد ..... (المطلب 1+2)}$$

$$\text{ت- } YPS = \frac{0.1}{8} = 1.25\% \text{ دينار للسهم ..... (المطلب 3)}$$

$$\text{ث- } PER = \frac{8}{0.2} = 40 \text{ مرة ..... (المطلب 3 و نتيجة المطلب أ)}$$

$$\text{ج- } BVPS = \frac{15}{10} = 1.5 \text{ دينار للسهم الواحد ..... (المطلب 1)}$$

$$\text{ح- } HPR = \frac{0.2 + 3}{8} = 0.64 \text{ دينار للسهم (المطلب 1 + نتيجة المطلب أ + المطلب 3)}$$

$$\text{خ- } ST = \frac{20}{10} = 2 \text{ مرة .... (المطلب 3 + المطلب 1)}$$

تمرين/1؛ .... حاول التعليق على النتائج أعلاه.

مثال/17؛



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

قيمة الأسهم العادية (2) مليون دولار، والأسهم الممتازة (400) ألف دولار بربح قدره (6%) واجمالي اصولها في سجلات الشركة (1,6) مليون دولار وقيمة الأصول عند البيع (1,2) مليون دولار، عدد اسهمها (200,000) سهم، وكان سعر السهم في السوق (18) دولار، وصافي الربح بعد الضريبة (2) مليون دولار، والارباح الموزعة فعلياً (3) دينار للسهم وكلفة رأس المال في السوق (6%). ويتوقع ان يكون معدل نمو الارباح السنوي (4%) وتبلغ القيمة السوقية للسهم (12) دولار.

المطلوب؛ استخدام التحليل والنسب المالية لتحديد؛

- ربحية السهم العادي الواحد (EPS)

- القيمة الدفترية للسهم (BVS)

- حصة السهم للأرباح الموزعة للسهم (DPS)

- القيمة السوقية للسهم

- القيمة التصفوية

- بيان جدوى الاستثمار، علماً ان المستثمر مضارب ؟

الحل؛

$$\text{ربحية السهم العادي (EPS)} = \frac{2000,000}{200,000} = 10 \text{ دينار}$$

موجودات الشركة - الالتزامات للغير (الديون+الأسهم الممتازة)

$$\text{القيمة الدفترية للسهم (BVS)} =$$

عدد الأسهم العادية

$$D = \frac{200,000}{1,600,000 - 400,000} = 0.3$$

- حصة السهم للأرباح الموزعة (DPS) = الربح الموزع للسهم / ربحية السهم

$$0.3 / 10 = 0.03$$

$$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{توزيعات الأرباح}}{\text{معدل الخصم - معدل النمو}} = \frac{0.30}{0.06 - 0.04} = 15 \text{ دينار}$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

الموجودات - الديون

- القيمة التصفوية للسهم العادي =

عدد الأسهم العادية

$$(400000 - 1200000) / 200,000 = 4 \text{ دينار}$$

- مضاعف سعر السهم العادي = سعر السهم في السوق / عائد السهم العادي (ربحية السهم)

$$12/10 = 1.2 \text{ مرة}$$

- مردود السهم العادي =  $3/12 = 0.25$

إذا كان المستثمر مضارب سوف يقوم بالاستثمار بهذا السهم وذلك لأن سعر السهم في السوق أقل من قيمته السوقية الحقيقية.

### 3-1-2 معايير تقييم الأسهم المخصومة (القيمة الحالية - Present Value)

تعتمد هذه المعايير في احتسابها على خصم التدفقات النقدية (أي اعتماد المدة الزمنية في استخراج التغيرات على الأسعار لمراحل زمنية مختلفة)؛ وفي ذلك يتم تقدير التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية، مثل: احتساب الفائدة والأرباح الموزعة على الأسهم إضافة إلى القيمة السوقية المتوقعة للورقة المالية عند بيعها في نهاية مدة الاستثمار. أما معدل الخصم المناسب فهو العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية. وهذا العائد يتناسب طردياً مع خطر التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في تلك الورقة، فكلما ازداد الخطر المرتبط بالتدفقات النقدية ارتفع العائد المطلوب على الاستثمار. وتعتمد طريقة القيمة الحالية على نسبة الخصم التي تخصم بها قيمة العوائد لمعرفة القيمة عند شراء السهم في بداية المدة، كما في تطبيق الصيغة الآتية:

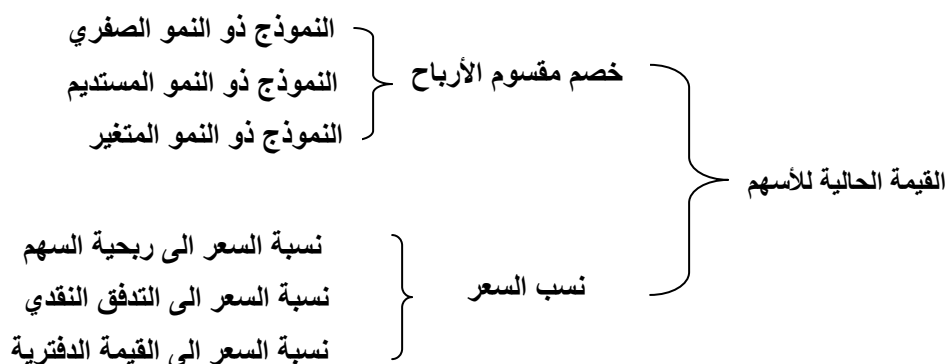
$$\sum_{1}^n \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} \cdots \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

حيث ان؛

D مقسوم الارباح  
K معدل الخصم .....n..... السنوات

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

باختصار، ان هذه المعايير المحتسبة بهذه الطريقة، هي عبارة عن حساب القيمة الحالية للأرباح الناتجة عن عملية الاستثمار. ويمكن أعطاء المخطط الآتي عن أهم هذه المعايير التي سيتم تناولها الآن.



### اولاً؛ خصم مقسوم الأرباح: (DDM – Dividend Discount Model)

يعتمد هذا المعيار على متغير مقسوم الأرباح للأسهم، باعتماد سعر الخصم، حيث ان تقييم أي موجود مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل<sup>(55)</sup>.

$$\frac{F_v}{(1+r)^n} = \text{القيمة الحالية}$$

حيث ان

$F_v$  القيمة المستقبلية

$r$  سعر الفائدة او الخصم، .....  $n$  عدد السنوات

وبالنسبة الى حملة الأسهم العادية يمكن ان يحصلوا على نوعين من التدفقات:

- الأول مقسوم أرباح نقدي (Cash Divided) يتحدد وفقاً لقرارات الشركة.
- الثاني يتحقق من الفرق بالأسعار السوقية.

<sup>55</sup> حول القيمة الزمنية للنقود، انظر الكناني، كامل كاظم بشير، " تقييم قرارات الاستثمار...، مصدر سابق، ص 47-78.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وهذا الأخير يرتبط بأسعار الخصم السائدة، ولذلك تنصب عملية تقييم الأسهم العادية على تحديد القيمة الحالية لمقسوم الأرباح. ويعد نموذج خصم مقسوم الأرباح من أكثر النماذج تمثيلاً للقيمة الحقيقية للسهم العادي.

وبموجب النموذج فإن قيمة السهم تكون مساوية الى القيمة المخصومة لمقسوم الأرباح بمعدل عائد مطلوب من قبل المستثمر، وعلى وفق الآتي<sup>(56)</sup>:

$$P_0 = \frac{D1}{(1+k)^1} + \frac{D2}{(1+k)^2} + \frac{D3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D\infty}{(1+k)^\infty}$$

حيث ان؛

$P_0$  القيمة الحقيقية للسهم  $D....$  مقسوم الارباح

$K$  معدل الخصم (وهو يمثل أيضا معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، والذي يمكن تحديده وفقاً لنموذج (CAPM)\*)

وبذلك فإن القيمة الحقيقية لقيمة السهم ترتبط في هذه الحالة، بمستوى النمو المتوقع للتدفقات النقدية عبر الزمن، وان المستثمر يحدد القيمة المرغوبة على أساس هذا النمو، وعليه فإن لنموذج (DDN) ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي؛

- نموذج النمو الصفري؛
- نموذج النمو الثابت؛
- نموذج النمو المتغير.

أ. النموذج ذو النمو الصفري (Zero-Growth Model)؛ تعتبر حالة اللانمو في الارباح الموزعة أبسط أسلوب لتقييم الأسهم العادية، حيث يفترض ان الشركة تدفع مقسوم أرباح نقدي ثابت سنوياً وبشكل مستديم وإلى ما لا نهاية. ولذلك فإن معدل النمو يكون مساوياً الى الصفر، حيث تحتسب عندها القيمة الحقيقية للسهم على وفق الآتي<sup>(57)</sup>:

<sup>56</sup> - الميداني، محمد أيمن عزت، مصدر سابق، ص720.

\*- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ((Capital Asset Pricing Model-(CAPM)، والذي جاء نتيجة تطور مجموعة افكار متلاحقة على خلفية نظرية المحفظة التي قدمها H. Markotiez عام 1952، وكان من ابرزهم كل من تراينور-1965 Trynor- شارب (Sharp- 1966).

<sup>57</sup> - الميداني، مصدر سابق، ص718. وكذلك النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، ارشد ، مصدر سابق، ص138.

$$p_0 = D/K$$

مثال/1؛

توزع إحدى الشركات مقسوم أرباح نقدي بمقدار (4) دينار سنوياً للسهم الواحد، فما هي القيمة الحقيقية للسهم ؟ إذا علمت ان معدل الخصم 15%.

$$P_0 = \frac{4}{0.15} = 26.67 D \quad \text{الحل؛}$$

ب. النموذج ذو النمو الثابت (Constant Growth Model)؛ نظراً لعدم منطقية افتراض ثبات مقسوم الأرباح الى ما لانهاية وفقاً للنموذج الصفري، قدم جوردن (M. Gordon) نموذجه عام 1963 (والذي أطلق عليه: عصفور في اليد: Bird in the hand) <sup>(58)</sup>، لاحساب القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لمعدلات نمو ثابتة ومستديمة لمقسوم الأرباح، اعتماداً على الافتراضات الآتية<sup>(59)</sup>؛

- المستثمر يتجنب المخاطرة من خلال تفضيله للمقسوم الحالي؛
  - عدم التأكد من ان المقسوم المتوقع يزداد كلما طال أمد التنبؤ؛
  - مقسوم الأرباح ينمو بمعدل ثابت (g) ونسبة أقل من معدل الخصم.
- وقد تم صياغة النموذج كما يلي <sup>(60)</sup>:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{K - g}$$

حيث ان؛

$P_0$  القيمة الحقيقية للسهم، .....  $g$  معدل النمو الثابت او نسبة نمو توزيعات الارباح  
 $K$  معدل العائد المطلوب (او معدل الخصم)، ....  
 $D_0$  دفعات التوزيعات السنوية المتوقعة

<sup>58</sup> - Myron J. Gordon, " The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation, Homewood, Illinois: Irwin, 1962.

<sup>59</sup> - النعيمي، عدنان تايه و التميمي، أرشد، مصدر سابق،، ص139.

<sup>60</sup> - المصدر اعلاه. وكذلك الدوري، مؤيد عبد الرحمن، " إدارة الاستثمار والمحافظ الإستثمارية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2010، ص 144.

## مثال/2؛

بلغ مقسوم الأرباح لسهم إحدى الشركات (2) دينار للسهم الواحد، ويتوقع ان ينمو بمعدل ثابت ( 5%) سنوياً. فما هي القيمة الحقيقية للسهم ؟ إذا علمت ان معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر (15%).

$$P_0 = \frac{2(1 + 0.05)}{0.15 - 0.05} = 21 D.$$

طبقاً لذلك، فإن سعر (قيمة) أعلى من (21) دينار سينتج عنه عائد إجمالي يكون أقل من (15%)، وبالعكس فإن سعر أقل من (21) دينار سيعطي معدل عائد متوقع يزيد عن (15%).

ويمكن التحقق من ذلك من خلال استخدام معادلة احتساب معدل العائد المطلوب (Required rate of Return) على السهم  $E(R)$  ، والتي تمثل أصلاً تكلفة السهم العادي  $(K_s)^{(61)}$ :

$$k_s = E(R) = \frac{D_0(1 + g)}{P_0} + g$$

وبافتراض ان سعر السهم (25) دينار فإن معدل العائد المطلوب سيكون:

$$k_s = \frac{2(1+0.05)}{25} + 0.05 = 13.4\%$$

وطبقاً لهذه النتيجة، فإن العائد يكون أقل من (15%)، أي أقل من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وعليه فإن المستثمر في هذه الحالة سوف لا يقوم بشراء هذا السهم لأنه مسعر بأعلى من قيمته (overvalued).

وفي حالة افتراض سعر السهم يكون أقل من (21) دينار وليكن (17) دينار، فإن العائد المطلوب سيكون:

$$k_s = \frac{2(1 + 0.05)}{17} + 0.05 = 17.3\%$$

<sup>61</sup> -الدوري، مؤيد عبد الرحمن، مصدر سابق، 145-148

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وعلى ضوء هذه النتيجة، فإن العائد يكون أكبر من (15%) وهو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وطالما يقدم السهم عائد أفضل فإنه مسعر بأقل من قيمته (undervalued)، لذلك فإن هذا المستثمر سيحاول شراء السهم. وعليه فإن السعر (21) دينار هو بالضبط السعر الذي يجعل السهم يقدم عائداً يساوي (12%). وبالتالي فإنه بهذا السعر سيتساوى العائد المتاح للخيارات الاستثمارية ذات المخاطر المتناظرة.

مثال / 3؛

الأرباح الموزعة لأسهم إحدى الشركات كانت كما يلي؛

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
الأرباح (\$)	1.4	1.5	1.65	1.8	1.9

المطلوب؛

احتساب قيمة السهم العادي للشركة، إذا كان معدل العائد المطلوب على السهم (12%)، وان توزيع الأرباح المتوقعة للسنة القادمة (2015) تقدر بـ (\$ 2.10).

الحل/

لغرض احتساب قيمة السهم العادي ( $P_0$ )، نتبع الخطوتين الآتيتين؛

- **الخطوة 1؛** استخراج معدل النمو في الأرباح ( $g$ ) اعتماداً على مفهوم القيمة الزمنية للنقود، حيث تمثل الأرباح في سنة 2014 القيمة المستقبلية ( $FV$ )، وفي سنة 2010 القيمة الحالية ( $PV$ )، وان المدة الزمنية هي (5) سنوات، وكما يلي:

$$FV_N = PV_N * FVIF_{IR,N}$$

$$1.9 = 1.4 (FVIF_{IR,5})$$

$$1.9/1.4 = FVIF_{IR,5}$$

$$1.357 = FVIF_{IR,5}$$

$$g = IR = 8\%$$

- **الخطوة 2؛** تطبيق نموذج النمو الثابت لتوزيعات الأرباح عند معدل عائد مطلوب (12%) وتوزيعات متوقعة (\$ 2.10) للسنة القادمة، كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$
$$= \frac{21.10}{0.12 - 0.08} = 52.5 \text{ دولار}$$

أذن قيمة السهم العادي لهذه الشركة على ضوء المعطيات أعلاه، هي (52.5) دولار.

#### مثال/4؛

توزيعات أرباح شركة للسنة السابقة كانت (120) دينار لكل سهم، والمتوقع ان التوزيعات ستتمو بمعدل (5%) سنوياً للسنة القادمة.

المطلوب/ حساب معدل العائد المطلوب للسهم بسعر سهم يعادل (28) دينار في السوق؟  
الحل؛

$$ks = E(R) = \frac{D_0(1 + g)}{P_0} + g$$
$$ks = E(R) = \frac{1.20(1 + 0.05)}{28} + 0.05$$
$$ks = E(R) = \frac{1.26}{28} + 0.05$$
$$= 0.045 + 0.05 = 0.095$$

وعلى الرغم من بساطة “نموذج جوردين” وشيوع استخدامه في تقييم الأوراق المالية، إلا انه يعاني من بعض المحددات، أهمها:

- يطبق فقط على الشركات التي تنسم إرباحها بالاستقرار؛
- معدل النمو ثابت ومستديم الى ما لانهاية في المستقبل؛
- يجب ان يكون معدل الخصم (K) اكبر من معدل النمو (g)<sup>(62)</sup>.

---

<sup>62</sup> - للمزيد عن هذا النموذج، الاطلاع على ؛ الميداني، محمد أيمن عزت، مصدر سابق، ص724-734.



ت. نموذج النمو المتغير (Variable Growth Model)؛ يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار، على أساس انه من غير الواقعي بقاء توزيعات الأرباح المستقبلية بدون نمو، كما انه من المستحيل استمرار نموها بشكل ثابت. ويفترض هذا النموذج ثبات معدل النمو في مقسوم الأرباح بنمط محدد بعد انقضاء مدة زمنية معينة. ومبرر هذا الافتراض هو أن العديد من الشركات في بداية دورة حياتها تنمو بأنماط مختلفة قياساً بالشركات العاملة في الاقتصاد ككل. ويتضح من مضمون النموذج انه يتم التمييز بين مدتين، الأولى عدم استقرار نمو مقسوم الأرباح النقدي والثانية ثبات النمو لمقسوم الأرباح، على وفق المعادلة الآتية<sup>(63)</sup>؛

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

حيث ان:

$D_t$  : القيمة الحالية للتوزيعات للسهم العادي في الفترة t

$P_n$  : سعر السهم العادي في الفترة n

$K_s$  : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

مثال/5<sup>(64)</sup>:

قامت الشركة الوطنية بتوزيع أرباحاً على المساهمين بمعدل (3\$) للسهم الواحد في العام الماضي ويتوقع أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة (21 %) لمدة خمسة سنوات ثم تعود لتستقر النسبة على معدل (6%)، ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة، علماً بأن العائد المطلوب للاستثمار هو (14%).

خطوات الحل :

1. احتساب النمو بالتوزيعات لمدة خمسة سنوات ونسبة (21 %) سنوياً.
2. احتساب القيمة الحالية لهذه التدفقات المتوقعة، وكما في الجدول ادناه؛

<sup>63</sup> - Jones, C . " Investment : Analysis & Management " 4<sup>th</sup> . ed ., N.Y , John Wiley & Sons Inc, 2000 ,P. 258.

<sup>64</sup> - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

السنة	النمو في التوزيعات	معامل الخصم	القيمة الحالية
0	3	0	0
1	3.63	0.877	3.18
2	4.39	0.769	3.38
3	5.31	0.675	3.58
4	6.42	0.592	3.80
5	7.77	0.519	4.03
مج			\$17.97

أذن القيمة الحالية في المدة الأولى بالنسبة إلى قيمة السهم هي (\$17.97).

3. أما القيمة الحالية للسهم للمدة الثانية بمعدل نمو جديد 6%، فتحسب كالآتي:

نمو المبيعات في السنة الأخيرة (1+معدل النمو الجديد) / (العائد المطلوب - معدل النمو الجديد)

$$\frac{7.77(1 + 0.06)}{(0.14 - 0.06)} = 102.95$$

4. يتم جمع كل من القيمة الحالية في المدة الأولى مع القيمة الحالية في مدة النمو الثانية:

$$102.95 \times 0.519 = 53.4\$$$

5. وبتطبيق صيغة معادلة نموذج النمو المتغير ( $P_0$ )، المذكورة سابقاً، نحصل على القيمة الحقيقية للسهم، وكما يلي؛

$$P_0 = 53.4 + 17.97 = 71.4 \$$$

أذن قيمة السهم في ضوء النمو في التوزيعات الأولى والثانية (\$71.4) فإذا كان سعر سهم هذه الشركة يتداول في السوق بمبلغ (\$ 80) معنى ذلك أن هذا السهم مقيم بأكبر مما يجب وبالتالي يجب التخلص منه. وإذا كان يتداول بسعر (\$ 65) مثلاً، معنى ذلك أن السهم مقيم بأقل مما يجب وبالتالي فإنه جيد للاستثمار.

ثانياً؛ نماذج نسب سعر الأسهم (Price Ratios)

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تعتمد هذه النماذج على أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال المعايير الآتية<sup>(65)</sup>؛

- ربحية السهم الواحد.
- التدفق النقدي.
- القيمة الدفترية.

أ. نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد؛ (Price/Earning Per Share Ratio)؛  
ويطلق على هذه النسبة " مضاعف الربح"، ويرمز لها (P/E)، وتعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع بالسهم. وتُعد من المؤشرات المهمة للبورصة كونها دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد، وترتبط قيمتها بعلاقة طردية مع هذا المعدل. كما انها دالة الى مخاطر الربح (الانحراف المعياري)، حيث ترتبط بعلاقة عكسية مع المخاطرة، لان المستثمر يُقيم السهم بناءً على معدلات النمو في الربحية. لذلك تصنف أسهم الشركات الى؛

- أسهم نمو (Stocks Growth)؛ وهي الأسهم التي تكون فيها قيمة P/E مرتفعة؛
- اسهم قيمة (Stocks Value)؛ وهي الأسهم التي تكون فيها قيمة P/E منخفضة.

ويحسب مضاعف الأرباح (P/E) على وفق الآتي:

$$P/E = \frac{MP}{EPS} = \text{Times}$$

حيث ان؛

MP = سعر الإغلاق

EPS = ربحية السهم الواحد (صافي الربح المتاح لحملة الاسهم العادية مقسوم على عدد الاسهم)

وفي إطار تحديد القيمة الحقيقية للسهم (السعر المتوقع في المستقبل) وباستخدام هذه النسبة، فانه يمكن استخدام P/E ، وعلى وفق الصيغة الآتية<sup>(66)</sup>:

---

<sup>65</sup> - للتفاصيل، انظر؛ النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد، مصدر سابق، ص 147-151.

$$P_0 = \frac{P}{E} \times EPS_0(1+g)$$

حيث ان ؛

$EPS_0$  = ربحية السهم الحالية

$g$  = معدل النمو

مثال/1:

إذا علمت ان ربحية السهم الواحد لإحدى الشركات (4) دينار، ويتوقع ان تنمو بمعدل (5.5%) سنوياً، وان سهم الشركة يباع في السوق الآن بسعر (20) دينار. فما هو مكرر الأرباح والقيمة الحالية للسهم المتوقعة.

$$P/E = \frac{20}{4} = 5 \text{ مرات}$$

$$P_0 = 5 \times 4(1+0.055) = 21.1 \text{ D.}$$

أذن السعر المتوقع في السنة المقبلة يجب ان لا يقل عن (21.1) دينار استناداً الى معدل النمو المتوقع في ربحية السهم الواحد.

يتضح ان قيمة السهم الحالية دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد ومضاعف الربح (P/E). ولذلك فان هذا المضاعف هو الآخر دالة الى معدل النمو في ربحية السهم الواحد، وعليه يمكن القول ان نسبة (P/E) هي النسبة المخصوصة لنسبة الدفع المتوقعة في المستقبل وعلى وفق الآتي<sup>(67)</sup>:

$$\frac{P}{E} = \frac{\frac{D}{EPS}(1+g)}{K-g}$$

حيث ان ؛

---

<sup>66</sup> - الميداني، محمد، مصدر سابق، ص721-722

<sup>67</sup> - النعيمي، عدنان تايه، "الادارة المالية المتقدمة"، مصدر سابق، ص149.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$\frac{D}{EPS} = \text{تمثل نسبة الدفع الحالية (نسبة الارباح الموزعة على المساهمين)}$$
$$g = \text{معدل النمو}$$

مثال/2:

نفترض ارتفاع معدل الخصم الى (15%) ونسبة توزيع الأرباح (50%)، وان هناك توقع في نمو الأرباح المؤمل توزيعها على المساهمين بنسبة ثابتة (10%) ، فإن الـ (P/E) ستكون كما يلي؛

$$\frac{P}{E} = \frac{0.50 (1 + 0.10)}{0.15 - 0.10} = 11 \text{ مرة}$$

مثال/3:

القيمة السوقية لسهم شركة معينة هو (10) دينار، يحقق ربح مقداره (2) دينار سنوياً، وحسب تنبؤات السوق هناك نمو للأرباح بنسبة (15%) سنوياً، ، علماً أن مكرر الارباح لهذه الشركة هو (10) مرات.

**المطلوب؛** معرفة السعر المناسب لشراء سهم هذه الشركة ؟

**الحل؛**

- الأرباح المتوقعة للسنة القادمة =  $0.15 \times 2 = 0.30$  دينار

أذن  $2 \times 0.30 = 2.30$  دينار الأرباح المتوقعة

- وبما ان مكرر الأرباح هو (10) مرة، فإن:

$$10 = \text{سعر السهم السوقى} / 2.30$$

$$\text{سعر السهم السوقى} = 23 \text{ دينار} = 10 \times 2.30$$

ب. نسبة السعر الى التدفق النقدي: (Price-Cash Flow Ratio: PCR)؛ يقصد بالتدفق النقدي، هنا، صافي الربح مضافاً اليه قسط الاندثار السنوي، ويفضل البعض

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

النظر الى التدفق النقدي (الايراد) للسهم الواحد عند تقييم الأسهم العادية، كونه أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركة او عند المقارنة بين الشركات. ونظراً لاختلاف طرق احتساب الاندثار، فان صافي الربح لشركتين متساوية في الإيرادات والنفقات النقدية ومختلفة في طرق احتساب الاندثار، لا يعد مؤشراً للتمييز بينهما. ويمكن قياس نسبة السعر إلى التدفق النقدي وفقاً للصيغة الآتية<sup>(68)</sup>؛

$$PCR = \frac{P_0}{C_0} \dots \dots \dots 1$$

حيث ان؛  
 $P_0$  سعر السهم الحالي  
 $C_0$  التدفق النقدي الحالي

### مثال/4؛

إذا كان سعر سهم شركة ما في السوق (18) دينار وان التدفقات النقدية المتوقعة (1.2) دينار للسهم الواحد ، فما هو سعر السهم إلى التدفق النقدي ؟

**الحل/**

$$PCR = \frac{18}{1.2} = 15$$

ان مؤشر نسبة ال PCR يمكن ان يكون دالة لجودة الأرباح، والمقصود بالجودة ان الأرباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي وليس ارقام محاسبية فقط. ولذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الأرباح، وتحصيل حاصل الى معدل النمو في التدفق النقدي، وتحسب على وفق الآتي:

$$PCR = \frac{MP}{C_0} = \text{Times}$$
$$P_0 = PCR \times C_0(1 + g)$$

**حيث ان ؛**

---

<sup>68</sup> - الدوري، مؤيد عبد الرحمن، مصدر سابق، ص159.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$C_0 = \text{التدفق النقدي للسهم الواحد}$$

$$g = \text{معدل النمو في التدفق النقدي}$$

مثال/5؛

نفترض ان سهم إحدى الشركات يباع حالياً بسعر (20) دينار، والتدفق النقدي الحالي للسهم (1.2) دينار، ويتوقع ان ينمو بمعدل (6.5%)، فما هو السعر المتوقع للسهم في المستقبل ؟

$$PCR = \frac{20}{1.2} = 16.6 \text{ Times}$$

$$P_0 = 16.6 \times 1.2(1 + 0.065) = 21.3 D.$$

ان الحديث عن التدفق النقدي يتطرق ضمناً الى المدخلات النقدية للشركة، وفي ذلك إشارة واضحة الى كل من الإيراد والمبيعات. وتعتبر الإيرادات العامل الرئيسي عندما يتم تقييم سهم الشركة، لما لها من أهمية كبرى بالنسبة لأي مستثمر كونها تعطي مؤشر عن الأرباح المتوقعة توزيعها على المساهمين وكذلك على فرص نمو الشركة في المستقبل، ومن هنا فان التحليل الأساسي يعني بالدرجة الأولى إيرادات الشركة، مما يتطلب هنا الإشارة، في تقييم الأسهم، الى نسبة السعر الى الإيراد، كدلالة قياس ايضا للتدفق النقدي.

وهذا لا يعني بالضرورة أن الإيرادات المنخفضة أو حتى السالبة لأي شركة أن أسهمها غير جيدة للاستثمار بها، فهناك الشركات الناشئة التي ترغب في النمو من أجل الحصول على حصة في السوق لا تقوم عادة بتوزيع أرباح أو انه في بعض الأحيان تظهر هذه الشركات خاسرة. لذلك فإن الأساس في تحليل سهم شركة هو تحليل كافة البيانات المالية للشركة من خلال دراسة قوائمها المالية لمعرفة حقيقة سهم هذه الشركة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ومنها نسبة الى الإيراد ونسبته ايضا الى المبيعات.

1. نسبة السعر الى الإيراد (Price/ Earning Ratio): ان اتخاذ القرار الاستثماري في ارجحية سهم شركة معينة لا يمكن ان يستند فقط على مقارنة إيرادات هذه الشركة مع الشركات الاخرى، إذ أن صافي الإيراد عادة لا يعكس عدد الأسهم القائمة في هذه الشركة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

او تلك، ولذلك حتى يكون موضوع مقارنة الإيرادات ذات معنى لا بد من النظر إلى إيرادات السهم الواحد. ويتم الوصول إلى هذا من خلال؛

### صافي إيرادات الشركة / عدد الأسهم فيها

فعلى سبيل المثال لنفرض أن شركة الأسمدة قد حققت أرباح مع نهاية العام ( 10 ) مليون دولار، وأن عدد الأسهم القائمة لدى هذه الشركة يبلغ (5) مليون سهم، فهذا يعني أن إيراد السهم الواحد لهذه الشركة يبلغ (2) دولار .

وبقدر الاهتمام بهذه النسبة عند مقارنة الإيرادات بين عدة شركات ولكن هذه النسبة لا تعطي أي مدلول عن الكيفية التي يقيم بها السوق سهم الشركة. لذا يتم احتساب نسبة سعر السهم إلى الإيرادات لمعرفة ما هي القيمة التي يكون بها المستثمر مستعد لدفعها مقابل سهم الشركة، وتحتسب هذه النسبة كما يلي؛

$$\text{نسبة سعر السهم / الإيراد} = \text{سعر سهم الشركة} / \text{إيراد هذا السهم}$$

فعلى سبيل المثال لو كان سعر سهم شركة الأسمدة يساوي ( 50 ) دولار، و ربحية السهم الواحد تساوي (5) دولار فتكون عندئذ نسبة سعر السهم إلى إيراده ( 10 )، فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة عند المقارنة مع شركات أخرى، فإنها تكون جاذبة للمستثمرين على شراء أسهم هذه الشركة ذات القيمة المرتفعة . ولكن قد يحدث ان بعض الشركات لا تحقق أرباح، لذا يصعب التقييم عند المقارنة وبالتالي لا يمكن احتساب هذه النسبة لها، عندئذ يلجأ المستثمر إلى احتساب نسبة السعر إلى المبيعات.

2. نسبة السعر الى المبيعات (Price Sale Ratio-PSR)؛ وتحتسب كما يلي؛

$$\text{سعر سهم الشركة} / \text{حصة كل سهم من المبيعات}$$

هذا يعني أن الشركة التي يتداول سهمها بمقدار ( 1 ) دولار وأن حصة السهم من المبيعات ( 2 ) دولار تكون نسبة السعر/ المبيعات (0.5) . وفي العادة تكون النسبة التي تقل عن واحد نسبة مفضلة للاستثمار، ولكن يجب أن يكون المستثمر حذر في استخدام هذه النسبة، إذ قد يكون أحياناً لدى الشركة مبيعات ضخمة ولكنها قد تكون غير مربحة، بالرغم من ارتفاع سعر السهم، وتبرير ذلك ان هذا الارتفاع مقارنة مع إيرادات هذا السهم قد



يكون ناجم عن النمو الكبير المتوقع لإيرادات هذه الشركة في المستقبل وبالتالي ارتفاع سعر هذا السهم.

3. نسبة السعر إلى نمو الإيراد (Price to Earning Growth Ratio)؛ تحسب هذه النسبة ببساطة كما يلي؛

نسبة سعر السهم إلى إيراداته / نسبة النمو المتوقع في الإيرادات للسنة القادمة  
فمثلاً، سهم نسبة السعر إلى الإيرادات فيه ( 40 ) و نسبة النمو بالإيرادات (20%) تكون  
نسبة السعر إلى النمو تساوي ( 2 ). وبشكل عام كلما قل هذا الرقم، كانت قيمة السهم  
أفضل لأن المستثمر يدفع أقل في هذا السهم مقابل كل وحدة من نمو الإيرادات.

ت. نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (Price-Book Value Ratio)؛ تعتمد هذه النسبة  
على المقياس المحاسبي لقيمة السهم الواحد، ويطلق عليها أحيانا بنسبة السوق إلى القيمة  
الدفترية، ويرمز لها: PBVR.

وتحتسب هذه النسبة بقيمة سعر السهم على قيمته الدفترية؛

$$PBVR = \frac{P_i}{BV_i}$$

فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر سهم شركة ما يباع في السوق بـ ( 100 ) دولار وأن  
القيمة الدفترية للسهم تساوي ( 5 ) دولار، فإن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي ( 20 ) .  
وكلما ارتفعت هذه النسبة، كان السوق يدفع علاوة أكبر من ما تبرره موجودات الشركة.  
أما القيمة الدفترية (BV)، فهي عبارة عن طرح موجودات الشركة من مطلوبات الشركة،  
وفي حال تصفية الشركة فهي القيمة المتبقية من الموجودات بعد استبعاد المطلوبات.

القيمة الدفترية = مطلوبات الشركة - موجودات الشركة ..... (1)

القيمة الدفترية للسهم = حقوق المساهمين / عدد الأسهم العادية ..... (2)

وهناك اعتقاد سائد ان السهم يجب ان لا يباع بأقل من قيمته الدفترية على الأقل في الآجل  
الطويل، وعليه فان نسبة الـ PBVR مؤشر على قدرة الشركة في خلق الثروة لحملة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

الأسهم. لذا الشركة التي تكون فيها هذه النسبة اكبر من الواحد الصحيح، توصف بأنها شركة قادرة على خلق الثروة (إعادة تمويل الفرص الاستثمارية) وبالتالي النمو والعكس من ذلك، فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على ذلك.

ولأن الشركات عادة تنمو وتحقق أرباح في المستقبل فإن قيمة الشركة الحقيقية تكون أعلى من ما تظهره القيمة الدفترية، ولهذا تكون هذه النسبة مهمة للمستثمرين الباحثين عن السهم بذاته وليس عن النمو.

ولمقارنة هذه النسبة لعدة شركات فإنه يتم احتساب هذه النسبة بقسمة القيمة الدفترية على عدد الأسهم القائمة:

$$PBVR = \text{القيمة الدفترية} / \text{عدد الأسهم} \dots\dots\dots (1)$$

ولتقييم هذه القيمة فإنه يتم مقارنتها مع القيمة السوقية للسهم، وكما يلي:

$$PBVR = \text{سعر السهم في السوق} / \text{القيمة الدفترية للسهم} \dots\dots\dots (2)$$

$$PBVR = \frac{MP}{BV_0} = \text{Times}$$

$$P_0 = PBVR \times BV_0(1 + g)^{(69)}$$

حيث ان ؛

$PBVR$  = مضاعف القيمة الدفترية

$BV_0$  = القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية

$MP$  = القيمة السوقية للسهم

$g$  = معدل النمو المتوقع في ارباح الشركة ، والذي يفضل احتسابه على اساس معدل النمو المحتمل للقيمة الدفترية  $(BV_0(1 + g))$ .

فإذا كانت النسبة مرتفعة فإنها تبين اداء جيد ونشط للشركة في السوق. ولذلك تسعى الشركات الى احتجاز الجزء الأكبر من إيرباحها لتمويل فرص النمو، وبذلك يمكن اعتماد النسبة ( $PBVR$ ) في تحديد القيمة الحقيقية للسهم.

## مثال/6

<sup>69</sup> - النعيمي، عدنان تايه، مصدر سابق، 151.

يباع سهم إحدى الشركات الآن في السوق بسعر (25) دينار، والقيمة الدفترية الحالية للسهم الواحد (2.5) دينار، ويتوقع ان تنمو أرباح الشركة بمعدل (6.5%). فما هو السعر المتوقع للسهم ؟

$$PBVR = \frac{25}{2.5} = 10 \text{ Times}$$

$$P_0 = 10 \times 2.5(1 + 0.065) = 26.63 D.$$

### 2-3 معايير تقييم الأسهم الممتازة (التفضيلية) Preferred Stock Valuation

يتم تقييم الأسهم الممتازة على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وهناك متغيرين أساسيين يتم اعتمادهما في تقييم هذه الأسهم، وهي:

- الأرباح الموزعة بالسهم (\*) (Dividend Yield) =

معدل الأرباح الموزعة الثابتة × القيمة الاسمية للسهم الممتاز

- العائد المطلوب عن الأسهم الممتازة في هذه الأسهم يحدد المستثمر العائد المرغوب على ضوء الخطر من تلك الشركة في دفع الأرباح الموزعة. ويقوم على تقسيم الأرباح الموزعة بالسهم على العائد المطلوب، وكما يلي<sup>(70)</sup>:

$$P_s = \frac{D_p}{K_p} \dots \dots \dots 1$$

حيث أن؛

$P_s$  قيمة السهم الممتاز .....  $D_p$  الأرباح الموزعة .....  $K_p$  العائد المطلوب

وفي حالة معرفة السعر الجاري للسهم الممتاز (قيمة السهم) والتوزيعات على السهم الواحد، فإنه يمكننا احتساب معدل العائد المطلوب وفقاً للصيغة الآتية<sup>(71)</sup>:

\* - أنظر كذلك، الفصل الثاني: 1-1-2/ثانياً ب.

70 - الميداني، محمد أيمن عزت، مصدر سابق، ص718.

71 - الدوري، مؤيد عبد الرحمن، " مصدر سابق " ص150

$$K_p = \frac{D_p}{P_s}$$

### مثال/1؛

تدفع شركة التجهيزات الالكترونية (5) دينار أرباحاً موزعة بالسهم لإصدار الأسهم الممتازة، ما هي قيمة السهم لمستثمر يطلب (0.12) دينار عائد على الاستثمار ؟

$$P_s = 5/0.12 = 41.67 D. \quad \text{الحل}$$

ويمكن للمستثمر ان يقدر العائد المطلوب على الأسهم التفضيلية للشركة بالمقارنة مع أسهم تفضيلية لشركات أخرى مماثلة من حيث الخطر، للاستئناس وتحديد العائد المطلوب من قبله، فكلما ازداد هذا الخطر ازداد العائد المطلوب.

### مثال / 2؛

إذا كان السهم الممتاز لشركة مماثلة لشركة التجهيزات الكهربائية يباع في السوق بـ (46) دينار، ويدفع (6) دينار أرباح موزعة بالسهم، فانه يمكن للمستثمر ان يحسب الربح الموزع المطلوب على هذا السهم في السوق المالي، وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$P_s = \frac{D_p}{M_v} \dots \dots \dots 2$$

حيث ان  $(M_v)$  القيمة السوقية Market Value

$$P_s = 6/46 = 0.13$$

وبذلك يكون قيمة السهم المطلوب من قبل المستثمر، كما يلي:

$$P_s = 5/0.13 = 38.46 D$$

ان انخفاض الربح الموزع في الشركة المماثلة قد يعود الى انخفاض الخطر في اسهم هذه الشركة، لذلك على المستثمر ان يجري مقارنة دقيقة بين سهمي الشركتين، ومدى رغبته في تحمل المخاطر من عدمه في اختيار أحد السهمين، فإذا ما تبين، مثلاً، ان خطر تقلب أرباح التجهيزات الالكترونية أقل بقليل من تلك العائدة الى الشركة المماثلة، فإنه قد يرضى

بعائد الـ (12%) للسهم التفاضلي لشركة التجهيزات الكهربائية، او العكس في قبول الـ (0.13) دون ان يتحمل اي مخاطر محتملة.

### مثال/3<sup>(72)</sup>؛

شركة الرشيد المساهمة تكونت برأس مال مقداره (15) مليون دينار موزعة أسهم عادية (12) مليون دينار وبقيمة دينار للسهم العادي، واسهم ممتازة (8) مليون دينار للسهم، علما ان مبلغ الأسهم مدفوع بالكامل، وببربح (8%) من قيمة السهم، وقد أعلنت الشركة عن توزيع أرباح بمقدار (2) مليون دينار.

### المطلوب؛

- استخراج نصيب كل من حاملي الأسهم العادية والممتازة وفق الاحتمالات الآتية؛
- أ. الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح وغير مشاركة بالأرباح؛
- ب. الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ولكن غير مشاركة بالأرباح ، وان الشركة لم توزع أرباح السنة الماضية؛
- ت. الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح و مشاركة بالأرباح بنسبة مساهمتها في الشركة.

### الحل؛

### الحالة أ؛

- توزيعات الأرباح للأسهم الممتازة ؛
- $$640,000 = 0,08 \times 8000,000$$
- الأرباح القابلة للتوزيع للأسهم العادية؛
- $$1,360,000 = 640,000 - 2,000,000$$

### الحالة ب؛

- توزيعات متأخرة لحملة الأسهم الممتازة بمقدار (8%) عن السنة الماضية = 640,000 دينار؛

---

<sup>72</sup> - آل شبيب، دريد كامل، " الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مصدر سابق، ص262-264.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

- توزيعات العام الحالي للأسهم الممتازة = 640,000 دينار
- مجموع نصيب حملة الأسهم الممتازة = 1,280,000 دينار
- نصيب الأسهم العادية = 2,000,000 - 1,280,000 = 720,000 دينار

الحالة ت؛

- توزيعات الارباح الممتازة عن العام الحالي =  
 $640,000 - 2,000,000 = 1,180,000$  دينار
- نصيب الأسهم العادية =  $12,000,000 \times 8\% = 960,000$  دينار
- $960,000 - 1,180,000 = 220,000$  دينار ما تبقى ، يوزع حسب نسبة كل نوع من الأسهم في تمويل الشركة.
- حصة الأسهم الممتازة من المتبقي من الأرباح =  
 $220,000 \times 40\% = 88,000$  دينار
- حصة الأسهم العادية =  $220,000 \times 60\% = 132,000$  دينار.

مثال/4؛

نفترض ان توزيعات الأرباح السنوية لسهم ممتاز كانت (3) دينار ، وان القيمة السوقية لذلك السهم كانت (40) دينار ، فإن معدل العائد المطلوب على السهم ستكون:

$$K_p = \frac{D_p}{P_s}$$

$$K_p = 3/40 = 7.5\%$$

### 3-3 تقييم السندات (Bond Valuation Techniques)

تُعد السندات من الأوراق المالية كأحدى أدوات الدين طويلة الأجل في العملية الاستثمارية، والتي يسهل تقييمها لإمكانية تقدير التدفقات النقدية الناتجة عنها. وتتألف التدفقات النقدية للسند من الفائدة الدورية والقيمة الاسمية للسند، وكلاهما معروف قيمته وتاريخ دفعه مسبقاً. ويتأثر سوق السندات بالظروف الاقتصادية السائدة كنسب النمو والتضخم. على عكس الأسهم، يعرف المستثمر مسبقاً نسبة أرباحه عند الاستثمار في السندات. ويحدد المستثمر المبلغ المناسب لشراء السندات حسب الظروف الاقتصادية، فلو كان يتوقع أن تكون نسبة التضخم مرتفعة فلن يكون مستعداً للشراء بمبلغ كبير، والعكس صحيح.

### 3-3-1 المتغيرات الأساسية في سوق السندات

مصدر القلق الرئيسي لمصدر السندات (Bond issuer) هو مقدار النقد الذي سيحصل عليه من المستثمرين في يوم بيع السندات. هذا المبلغ يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالسندات المخصوصة بمعدل الفائدة السائد في السوق في ذلك الوقت : يسمى معدل السوق (Market Rate) أو المعدل الفعلي (Effective Rate).

#### اولاً؛ التدفق النقدي المرتبط بالسندات

أ. أسعار الفائدة؛ في سوق السندات توجد علاقة عكسية بين سعر السند وسعر الفائدة، فلو ارتفع سعر السند ستتخفض الفائدة، والعكس صحيح. وللتوضيح نعتمد المثال التالي:

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

يتم تداول سند منعدم الفائدة (ولكن بسعر أقل من قيمته الاسمية) ونفترض قيمة اسمية تعادل (\$ 1000) وتاريخ استحقاق خلال سنة واحدة بسعر (\$ 950) ، في هذه اللحظة العائد على هذا السند يعادل (5.26%):

$$(1000 - 950)/950 = 0.05263$$

لا شك أن أي مستثمر سيكون سعيداً بالحصول على نسبة الفائدة تلك، ولكن في الحقيقة، هذا يعتمد على ما يحدث في سوق السندات، فالمستثمرون في سوق السندات كغيرهم من المستثمرين الآخرين يبحثون عن استغلال الفرص بأدنى ثمن، فلو ارتفعت أسعار الفائدة وتم إصدار سندات جديدة بنسبة فائدة تعادل (10%)، فلن يرغب أحد في شراء سند بنسبة فائدة تعادل (5.26%). ولكي يستطيع صاحب السند الأول إيجاد مشتر، عليه بيعه بثمان بحيث يساوي عائد هذا السند ذو نسبة الفائدة (10%)، وفي هذه الحالة، لكي يعادل السند الأول السند ذو نسبة الفائدة (10%) يجب أن ينخفض سعره من (\$950) ، الذي يمنح عائداً يساوي (5,26) إلى (\$ 909) لكي يصبح العائد يعادل (10%)؛

$$(1000-909)/909= 0.10011$$

ب. عوائد وقيم السند؛ السندات عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات والحكومات وضمن تاريخ استحقاق معين، تتم فيه إعادة رأس المال المستثمر (أو القيمة الاسمية للسند أو سعر إصدار السندات) لحامل السند، الذي يكون كذلك قد استلم العوائد الفصلية التي تم توزيعها حسب مقدار عائد القسيمة. أذن هناك متغيرين أساسيين في عائد السند، هما:

- القيمة الاسمية (Face amount)

- مدفوعات الفائدة (Interest payments)

باستخدام طريقة معدل الفائدة الفعلي يضمن أن العائد على السندات حتى تاريخ الاستحقاق، أي معدل العائد النهائي للمستثمر، يساوي معدل العائد السائد في السوق في وقت البيع.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

إن استخدام المعدل الفعلي لتحديد القيمة الحالية للسندات يضمن أيضاً عند الاستحقاق أن يتم تقييمها بالقيمة الاسمية لها. يمكن أن ينتج عن حساب القيمة الحالية عائدات نقدية تساوي أو تقل عن أو تزيد عن القيمة الاسمية للسندات، وهذا يتوقف على العلاقة بين سعر الفائدة المعلن للسندات ومعدل السوق؛

- إذا كان معدل السندات المعلنة هو نفس معدل السوق في وقت البيع، فإن القيمة الحالية للسندات سوف تعادل بالضبط القيمة الاسمية لها، ويقال إن السندات تباع "على قدم المساواة". ولكن من النادر أن يتوافق معدل الكوبون بدقة مع معدل السوق في الوقت الذي تكون فيه السندات جاهزة للبيع.

- إذا كان معدل السندات المعلنة (Stated rate) أقل من معدل السوق، فيجب منح المستثمرين حافزاً (Incentive) لشراء السندات، نظراً لأن مدفوعات الفائدة الدورية للسندات أقل من تلك المتاحة حالياً في السوق. في هذه الحالة يتلقى المصدر نقداً أقل من القيمة الاسمية، ويقال إن السندات تباع بخخص اصدار (Sold at a discount).

- إذا كان معدل السندات المعلنة أعلى من معدل السوق يكون المستثمرون على استعداد لدفع المزيد مقابل السندات، لأن مدفوعات فوائدهم الدورية أعلى من تلك المتاحة حالياً في السوق. في هذه الحالة يحصل المصدر على مبالغ نقدية أكبر من القيمة الاسمية ويقال إن السندات تباع بعلاوة اصدار (Sold at a premium).

وبذلك يمكن أن تكون للسند ثلاثة قيم:

○ **قيمة اسمية (C):** هي قيمة القرض التي يمثلها السند، و يتم حساب الفائدة بتطبيق معدل الفائدة (i) على هذه القيمة؛

○ **سعر الإصدار (E):** قد يكون هذا السعر مساوياً للقيمة الاسمية ولكنه في غالب الأحيان أقل منها ( $E < C$ ) ، و هذا لتشجيع المقرضين المحتملين على شراء السندات المقدمة فإذا كان  $C=1000$  و  $E=990$  ، فيشتري المقرض السند بسعر (990) و يأخذ فائدة محسوبة على أساس (1000) ؛

○ سعر التعويض (R): من أجل تقديم مزايا أكبر للمقرضين و الزيادة في رغبتهم في الحصول على السندات يمكن وضع سعر تعويض أكبر من القيمة الاسمية للسند (C)، أي أن:  $R \geq C \geq E$ .

ت. سعر بيع السند (The Selling Price of the Bond): أسعار السندات ترتفع في ظروف عدم التأكد في الأسواق وعند حدوث الأزمات الاقتصادية وفترات تباطؤ النمو الاقتصادي، فالمستثمرون يشترون السندات كنوع من اللجوء لملأذ آمن، ذلك لأن الاستثمار في السندات يعد أقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم أو العقود المستقبلية. ومن المعروف أيضاً وجود علاقة عكسية بين أسواق الأسهم وأسواق السندات، فغالباً عندما ترتفع أسعار الأسهم تنخفض أسعار السندات والعكس صحيح.

سعر البيع لأي سند يساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية للسند. وتشتمل هذه التدفقات على كل من مدفوعات الفائدة وسداد المبلغ الاسمي عند الاستحقاق. ويتم حساب القيمة الحالية (الخصم) باستخدام معدل الفائدة السوقي للسندات الأخرى ذات الخصائص المتشابهة: نفس تاريخ الاستحقاق، والمخاطر الافتراضية، والقيود، وما إلى ذلك. بعبارة أخرى لا يمكن بيع السند إلا بسعر يمكن للمستثمرين الذين يشترونه من كسب مبلغ العائد الذي يبحثون عنه، من خلال استخدام معدل الفائدة في السوق لحساب القيمة الحالية وسعر البيع، إذ أن كل من سعر بيع السند وقيمه السوقية حساسان للغاية للتغيرات في معدلات الفائدة، حيث يوزع السند عائداً مالياً دورياً بنسبة محددة يسمى عائد القسيمة أو كوبون السند.

يحصل المستثمر (المقرض) على سعر فائدة محددة نظير إقراض أمواله، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقرض) على الأموال التي تحتاجها. ونظراً لكون سعر السند خاضعاً لقوى العرض والطلب و المركز المالي للشركة و الأحوال السياسية، وإن تغير سعر السند يتبعه تغير العائد الجاري للسند، فلو كان عائد القسيمة لأحد السندات (4%)، والقيمة الاسمية للسند (1000 \$ )، فإن العائد السنوي لحامل السند يكون (40 \$)، ولكن مع التغيرات الاقتصادية اليومية يتغير سعر السند، فيكون العائد الجاري أقل أو

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

أعلى من (4%)، وهذا يعني عدم النظر فقط إلى العائد، بل أخذ مدة الاستحقاق بعين الاعتبار.

### ثانياً؛ مدة الأستحقاق (Maturity Period)

أ. مفهوم مدة الأستحقاق؛ ان مدة الأستحقاق للسندات هي متوسط مرجح لعدد الدفعات حتى استلام كل من الفائدة ومبلغ السند، وفقاً لنسبة إجمالي القيمة الحالية للسند الممثلة بالقيمة الحالية لكل التدفق النقدي الذي سيتم استلامه. وبذلك يمكن تعريف مدة الاستحقاق بأنه المدة اللازمة لاسترداد قيمة السند بعد خصم التدفقات النقدية.

أن زيادة مدة السندات يترتب عليها أزيد من تقلب القيمة السوقية، إذ كلما طال وقت الانتظار لحين استلام دفعة مستقبلية كلما كان تأثير التغيير في معدل الفائدة السوقي أكبر على القيمة الحالية للدفع. إن القيمة السوقية لسندات الشركات طويلة الأجل، حتى تاريخ الاستحقاق سوف تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في معدل الفائدة. ويمكن القول، مع اقتراب تاريخ استحقاق السند تقل مدته وتصبح قيمته السوقية أقل حساسية للتغيرات في معدل الفائدة في السوق.

### ب. حساب مدة السند (Calculating Duration of Bond) : يتطلب المعلومات التالية؛

- العائد على السندات حتى تاريخ الاستحقاق أو العائد السنوي الفعلي والذي قد يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب (Required rate of return)، وهو العائد حتى تاريخ الاستحقاق وهو لا يختلف عن معدل الفائدة الاسمي (Nominal interest rate) وذلك بسبب تأثير معدلات الفائدة المتقلبة على أسعار السندات وما ينتج عنها من علاوة أو خصم على معدل السوق للأوراق المالية.

- معدل الفائدة الاسمي في حساب المبلغ النقدي للفائدة التي يتم استلامها لكل مدة.  
- عدد مدفوعات الفائدة (Number of interest payments) المستلمة في السنة.  
- المبلغ الرئيسي (Principal amount) الذي يجب استلامه عند استحقاق السند.  
هذا وسبق وأن تم الحديث عن أن القيمة الحالية لأي استثمار تمثل مجموع التدفقات مخصومة بسعر خصم مناسب، حيث أنه كلما كانت المدة الزمنية أطول فإن القيمة الحالية

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

للتدفقات النقدية تتناقص، وهذا تماماً ما ينطبق على السندات. لذلك فإن مخاطر استرداد المبلغ المستثمر في السندات تزداد مع ازدياد الزمن. ولكن يمكن أن تتخفض هذه المخاطر في حال زيادة العائد على السندات، فمثلاً سيتم استرداد قيمة سند لسعر الفائدة ( 10 %) أسرع من سند مماثل في موعد الاستحقاق ولكن سعر الفائدة (7%).

ت. العائد حتى استحقاق السندات (Yield to Maturity of a Bond) : يستخدم مصطلح العائد حتى تاريخ الاستحقاق (YTM) عادة للإشارة إلى؛

- معدل الفائدة الفعلي (Effective interest rate) أو
- معدل العائد على السند لحامله على مدى عمره

(The rate of return on a bond to its holder over its life)

على افتراض أن المستثمر يحمل السند حتى تاريخ استحقاقه، فإن هذا يعني، ان مجرد قيام المستثمر بشراء سندات لن يتغير عائد ذلك المستثمر حتى تاريخ استحقاقه على هذا السند إذا كان المستثمر يحتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه. وبالتالي فإن العائد حتى تاريخ الاستحقاق هو معدل العائد على مدى العمر المتبقي للسند، إذا تم شراؤه بمعدل السوق الحالي (Current market price) أو تاريخ صدوره ( Issue date )، إذا تم شراؤه عند الإصدار الأصلي (Original issue) واحتفظ به حتى تاريخ استحقاقه. عائد السند حتى تاريخ الاستحقاق هو معدل الخصم (Discount rate) الذي يجعل القيمة الحالية لجميع الفوائد المتوقعة والمدفوعات الرئيسية مساوية للقيمة السوقية الحالية للسند. ويشمل العائد حتى الاستحقاق إطفاء (Amortization) الخصم أو العلاوة بالإضافة إلى الفائدة النقدية المتلقاة خلال مدة السند.

ولكن يتغير معدل السوق للسند في السوق الثانوية بشكل دينامي مع التغيرات في معدلات الفائدة بالسوق، خلال مدة الحياة (Holding period)، وإذا قام المستثمر ببيع السند في السوق الثانوية، قبل استحقاق السندات، فسيؤثر عائد المستثمر خلال مدة الحياة بالقيمة السوقية للسندات في التاريخ الذي يتم فيه بيع السندات. ولكن طالما ظل المستثمر يحتفظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق فإن عائد حامل السند حتى تاريخ الاستحقاق لن يختلف.

وهذا يقود الى البحث في القيمة الحالية للسندات والتي ترتبط بعامل سعر الخصم ومدة الاستحقاق.

### 3-2 قياس مخاطر السند

يتم قياس مخاطر السند من خلال مدة الاستحقاق، أي كلما كانت مدة الاستحقاق لسند أطول كلما كانت سرعة تغير سعره أعلى وبالتالي مخاطره أكثر. غير أن هذا النهج يأخذ في الاعتبار الدفعة الأخيرة فقط ولا يأخذ بالاعتبار قيمة التدفقات عبر الزمن وبالتالي لا يعطي أي مقارنة دقيقة لأي مخاطر نسبية بين السندات. فمثلاً هل السند الذي مدته (10) سنوات و بفائدة (15 %) أكثر خطورة من سند مدته ( 9 ) سنوات وبسعر فائدة (2%) ؟ لذلك لابد من الأخذ بنظر الاعتبار المدة الزمنية لكافة التدفقات النقدية بالاعتبار وبالتالي احتساب القيمة الزمنية للنقود عن طريق خصم التدفقات النقدية بسعر خصم مناسب، أي القيمة الحالية لقيمة السند، وبما يمكن من قياس مخاطر السند ومردوده للمستثمر.

#### اولاً؛ القيمة الحالية للسند ( Present Value of Bond )؛

عند تقييم السند يجب الاعتماد على متغيرات مهمة في عملية التقييم لما لهما من تأثير على قيمة السند المستقبلية، وهي؛

أ- القيمة الزمنية للنقود؛ عند تقييم السند يجب أن يتم الأخذ بالاعتبار القيمة الزمنية للنقود باعتماد سعر خصم مناسب<sup>(73)</sup>. وسعر الخصم هو عكس مفهوم سعر الفائدة، فمثلاً؛ أن ( 100 ) دولار اليوم أفضل من ( 100 ) دولار بعد سنة، حيث أن وجود (100 \$) اليوم تمكن الشخص من استثمارها مثلاً بفائدة بنسبة (10%) فإنه سيحصل على ( 110 \$) بنهاية السنة، وهي قيمة مستقبلية للمبلغ المستثمر في نهاية المدة، وبالتالي يكون له الخيار إما (100) دولار اليوم أو (110) دولار بعد سنة، أي ان الـ (10%) هي في حقيقتها تعويض عن انخفاض قيمة النقود خلال الزمن، وهذا ما يفسره معامل الخصم، من خلال الحصول على القيمة الحالية بدلالة سعر الخصم في بداية المدة، وبسبب هذه

---

<sup>73</sup> للتوسع في هذا الموضوع: الكناني، كامل ، " تقييم قرارات الاستثمار...، مصدر سابق، ص47-78.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

الحقيقة فإن قيمة النقود التي تمتلكها الآن أكبر من قيمة النقود المتوقع استلامها في المستقبل. ويمكن توضيح هذه العلاقات؛

$$\text{القيمة المستقبلية} = \text{التدفقات النقدية} \times (1 + \text{سعر الفائدة})^n$$

$$\$ 110 = {}^1(0.10 + 1) \times 100 =$$

$$\text{القيمة الحالية} = \text{القيمة المستقبلية} / (0.10 + 1)^n$$

$$\$ 100 = {}^1(0.10 + 1) / 110 =$$

فمثلاً القيمة الحالية لسند قيمته (\$ 133) يمكن الحصول عليها بعد ثلاثة سنوات مخصومة بسعر 10%، هي:

$$\text{القيمة الحالية} = \text{التدفقات النقدية} / (1 + \text{سعر الفائدة})^3$$

$$100 \$ = \frac{133}{(1+0.10)^3} =$$

ب- تأثير أسعار الفائدة؛ يتحدد سعر السند في البورصة وفقاً لأسعار الفائدة السائدة في السوق، فهو محرك لسوق السندات، والعلاقة بينهما، كما ذكر آنفاً، علاقة عكسية، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات والعكس صحيح. وكمثال على ذلك تقوم شركة ما بإصدار سند، قيمته الاسمية (100 دولار، بمعدل فائدة سنوي (4%)، أي أن مالك السند سيحصل سنوياً على مبلغ (\$ 4) كفائدة طول مدة السند. وفي حالة انخفاضها إلى (2%) مثلاً فإن ذلك يستلزم توظيف (\$ 200) في البنك بدلاً عن (100 \$) للحصول على نفس العائد، أي (\$ 4)، وهذا يعكس ارتفاع قيمة السند وبالتالي ارتفاع سعره.

وبالطبع يحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق إلى (8%) بدلاً من (4%)، في هذه الحالة يكفي للمستثمر أن يوظف (\$ 50) عوض عن (100 \$) ، ليحصل على نفس العائد أي (\$ 4) ، بمعنى أن (100 \$) السابقة ستعود عليه لو وظفها في البنك بـ: (\$ 8) ، وهذا يعني انخفاض قيمة السند وبالتالي انخفاض سعره. وهذا يعكس كون معدل الفائدة السائد في السوق هو المؤشر الفعلي لحركة أسعار السندات.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ان التغييرات في سعر الفائدة تترك أثراً بالغة على أسعار السندات، ففي فترات الانتعاش (الازدهار) الاقتصادي ترتفع أسعار الفائدة مما ينعكس سلباً على أسعار السندات، فلو فرضنا ان سندا يحمل سعر فائدة (8%) وارتفعت أسعار الفائدة الى (10%)، فانه يعني انخفاض قيمة السند، اي انه يباع بأقل من قيمته الاسمية. أما في أوقات الركود الاقتصادي تميل أسعار الفائدة الى الانخفاض فانها تنعكس على ارتفاع أسعار السندات، فإذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق الى (7%)، مثلاً، فهذا يعني ارتفاع قيمة السند، اي انه يباع بأعلى من قيمته الاسمية.

### ثانياً؛ الخصم أو العلاوة على السندات (The Discount or Premium on the Bond):

عندما يختلف معدل الفائدة الحالي في السوق عن السعر المذكور في السند نفسه، فإن سعر بيع السند سيكون مختلفاً عن القيمة الاسمية للسند. يُطلق على هذا الفرق بين سعر بيع السند (القيمة السوقية) والقيمة الاسمية للسند الخصم أو العلاوة.

- عندما يكون معدل الفائدة في السوق أعلى من معدل الفائدة المذكور في السند يباع السند بسعر مخفض.

- إذا كان معدل الفائدة في السوق أقل من معدل الفائدة المعلن على السند سيتم بيع السند بعلامة وهو سعر أعلى من قيمته الاسمية.

نلاحظ أن المستثمر سيضمن تلقي معدل العائد الحالي في السوق فقط إذا كان المستثمر يحمل السند حتى تاريخ استحقاقه. أما إذا قام المستثمر ببيع السند في السوق الثانوية قبل تاريخ استحقاقه فسيؤثر إجمالي العائد للمستثمر بسعر البيع المستلم في تاريخ البيع، نظراً لأن معدلات الفائدة في السوق تتغير باستمرار ولكن مبلغ الفائدة الذي يدفعه السند لا يتغير خلال مدة العقد، لذا فإن معدل السوق للسند الفردي سيتغير باستمرار عندما؛

- يتم بيع السند الذي يباع بسعر مخفض اليوم بخصم أصغر أو حتى بعلامة في السنة، من الآن إذا انخفضت معدلات الفائدة؛

- يتم بيع السند الذي يباع بسعر أعلى اليوم بعلامة أصغر أو حتى بسعر خصم عام، من الآن إذا ارتفع معدل الفائدة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

○ **التدفقات المخصومة**؛ سبق وأن تم الحديث عن أن القيمة الحالية لأي استثمار تمثل مجموع التدفقات مخصومة بسعر خصم مناسب، حيث أنه كلما كانت المدة الزمنية أطول فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تتناقص، وهذا تماماً ينطبق على السندات. لذلك فإن مخاطر استرداد المبلغ المستثمر في السندات تزداد مع ازدياد الزمن. ولكن يمكن أن تنخفض هذه المخاطر في حال زيادة العائد على السندات. فمثلاً سيتم استرداد قيمة سند لسعر الفائدة (10 %) أسرع من سند مماثل في موعد الاستحقاق ولكن سعر الفائدة (7%).

○ **احتساب آجل الاستحقاق للسند** باستخدام المعادلة التالية<sup>(74)</sup>:

$$\text{مجموع (القيمة الحالية للتدفق النقدي} \times \text{المدة الزمنية لهذا التدفق)} \\ \text{آجل استحقاق للسند} = \frac{\text{م.ج. القيمة الحالية للسند}}{\text{م.ج. القيمة الحالية للسند}}$$

**مثال/1؛**

أصدرت شركة الكهرباء سند قيمته الاسمية (1000 دولار) وبسعر فائدة (8 %) لمدة (5 سنوات)، أحسب آجال الاستحقاق إذا كان سعر الفائدة السائد في السوق هو (0.09) ؟  
علما ان التدفقات النقدية للشركة قدرت بـ (80 \$) سنوياً.

**خطوات الحل؛**

- يتم احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية .
- احتساب القيمة الحالية المرجحة والتي هي حاصل ضرب القيمة الحالية بالمدة الزمنية.
- قسمة هذه النتيجة على القيمة الحالية فيكون الناتج هو آجل الاستحقاق.

السنة	التدفقات	سعر الخصم	القيمة الحالية	القيمة الحالية المرجحة
-------	----------	-----------	----------------	------------------------

<sup>74</sup> - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق.



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

1	2	3	(2×3) =4	(1×4) =5
1	80	0.917	73.36	73.36
2	80	0.842	67.36	134.72
3	80	0.772	61.76	185.28
4	80	0.708	56.64	226.56
5	1080	0.650	702	3510
			<b>961.12</b>	<b>4130</b>

$$D = \frac{4130}{961.12} = 4.2 \quad \text{أذن؛}$$

من المثال اعلاه، نلاحظ أن كل من سعر فائدة السند، معدل العائد والمدة الزمنية كلها عوامل تلعب دور في تحديد آجال الاستحقاق، وكما يلي؛

- الزيادة في معدل العائد في السوق يؤدي إلى تقليل القيمة الحالية لكل تدفق. وبما أن آجال الاستحقاق يعتمد على حاصل ضرب القيمة الحالية بالمدة الزمنية، فإن العائد المرتفع يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق، لذلك هناك علاقة عكسية ما بين أجل الاستحقاق ونسبة العائد في السوق.

- الزيادة أيضاً في نسب العوائد على السندات يؤدي إلى رفع القيمة الحالية وبالتالي سعر السند، هذه الزيادة في السعر تؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق، لذلك هناك علاقة عكسية ما بين آجال الاستحقاق ومعدل العائد على السند.

- الزيادة في موعد الاستحقاق تؤدي إلى زيادة آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أكثر حساسية للتغيرات في سعر الفائدة في السوق. والانخفاض في موعد الاستحقاق يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أقل حساسية للتغيرات في أسعار الفائدة السوقية. لذلك فإن هناك علاقة طردية ما بين استحقاق السند وآجال الاستحقاق للسند.

### ثالثاً؛ تأثير المتغيرات في آجال الاستحقاق وقيمة السند

يعتبر مدة آجال الاستحقاق كمؤشر على حجم التغير في سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة في السوق. السند ذات آجال الاستحقاق الكبير سيكون أكثر تأثراً بالتغيرات في سعر الفائدة، فعندما يرتفع سعر الفائدة فإن السند ذات الآجال الكبيرة ستخضع لقيمة أكثر من السند ذات آجال الاستحقاق الأقل، وأن الزيادة في قيمة السند ذات آجال الاستحقاق الأكبر ستكون أكبر في حال انخفاض سعر الفائدة في السوق مقارنة مع السند ذات آجال الاستحقاق الأقل.

○ **مدة الاستحقاق المعدل (Duration Modified)؛** من أجل احتساب نسبة التغير في قيمة السند نتيجة التغير في نسبة سعر الفائدة في السوق يتم احتساب ما يسمى آجال الاستحقاق المعدل، وهو ببساطة حاصل ضرب آجال الاستحقاق بمعامل الخصم، وعلى وفق الصيغة الآتية<sup>(75)</sup>؛

$$\text{Modified Duration} = D \left\{ \frac{1}{(1+i)} \right\}$$

في المثال السابق فإن آجال الاستحقاق المعدل؛

$$MD = 4.2 \times \frac{1}{1.09} = 3.85$$

ولاحتساب نسبة التغير في سعر السند فإنها ستكون حاصل ضرب آجال الاستحقاق المعدل في نسبة التغير في سعر الفائدة. فلو ارتفع سعر الفائدة من (9 %) إلى (10 %) فإن التغير في سعر السند سيكون ببساطة؛

$$3.85 \times (0.10) = 0.385$$

أذن مقدار التغير في سعر السند سيكون:

$$\$961.12 \times (0.385) = \$37$$

$$961.12 - 37 = 924.12$$

وهذا يعني انخفاض سعر السند من (961.12) إلى (924.12).

---

<sup>75</sup> - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق (بدون ترقيم)

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

○ **قيمة السند المخصوص؛** يستخدم المستثمر تقنية القيمة الزمنية للنقود عند تقييم السندات، بناءً على خصم التدفقات النقدية التي يحصل عليها من كوبون السند والقيمة الاسمية عند الاستحقاق، بمعدلات الفائدة السوقية السائدة وقت الخصم<sup>(76)</sup>. وعليه فان سعر السند هو القيمة الحالية لتدفقاته النقدية وعلى وفق الآتي<sup>(77)</sup>:

$$\text{Bond value(BV)} = I \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^{m.t}}}{r} \right] + \frac{F}{(1+r)^{m.t}}$$

حيث ان:

I: معدل الفائدة الاسمي..... r: معدل الفائدة في السوق..... F: القيمة الاسمية للسند

t: الزمن ..... m: عدد مرات دفع الفائدة في السنة

ويلاحظ من صيغة تحديد قيمة السند، أعلاه، أن الجزء الأول يمثل القيمة الحالية للفائدة في حين الجزء الثاني يمثل القيمة الحالية للمبلغ المستثمر (القيمة الاسمية للسند). وان هذه القيمة تتقلب بناءً على العلاقة العكسية بين سعر السند ومعدل الخصم، وعلى وفق الآتي<sup>(78)</sup>:

- إذا تساوت معدلات الفائدة السوقية ومعدلات الكوبون على السند فان القيمة الحالية للسند تساوي القيمة الاسمية.

- إذا كان معدل كوبون السند أكبر من معدلات الفائدة السوقية فإن القيمة الحالية للسند أكبر من قيمته الاسمية.

- إذا كان معدل الكوبون على السند أقل من معدلات الفائدة السوقية فان القيمة الحالية للسند اقل من قيمته الاسمية.

76 - التميمي، أرشد فؤاد، "الأسواق المالية ....."، مصدر سابق، ص282.

77 - الميداني، محمد أيمن ، مصدر سابق، ص714 ، وكذلك النعيمي، عدنان و التميمي، أرشد، مصدر سابق، ص 182.

78 - النعيمي، عدنان تايه، التميمي، أرشد فؤاد، " مصدر سابق، ص183-185

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- إذا كوبون السند يدفع بشكل نصف سنوي او ربع سنوي في هذه الحالة يضاعف زمن الاستحقاق بعدد مرات دفع الفائدة خلال السنة وقسمة الفائدة السوقية وفائدة السند السنوية على عدد مرات دفع الفائدة للسند.

أذن يباع السند حسب مقارنة سعر الفائدة الاسمي مع قيمته في السوق وكما يلي:

- إذا تم بيع السند بعلاوة (If a bond is sold at a premium) ، فإن سعر السند أكبر من قيمته الاسمية وسيكون معدل الفائدة على المشتري أقل من معدل الفائدة الاسمي.  
بعلامة  $\leftarrow$  سعر الفائدة الاسمي < سعر الفائدة في السوق

- إذا تم بيع السند بسعر مخفض/بخصم (If a bond is sold at a discount)؛ فإن سعر السند أقل من القيمة الاسمية وسيصبح العائد حتى تاريخ الاستحقاق (YTM) على المشتري أكبر من معدل الفائدة الاسمي (Nominal interest rate).

بخصم  $\leftarrow$  سعر الفائدة الاسمي > سعر الفائدة في السوق

- إذا تم بيع السند بقيمته الاسمية (If a bond is sold at its par value)؛ مع عدم وجود علاوة أو خصم، فإن عائد السند حتى تاريخ الاستحقاق (YTM) سيكون مساوياً لمعدل الفائدة الاسمي.

بقيمته الاسمية  $\leftarrow$  سعر الفائدة الاسمي = سعر الفائدة في السوق

### مثال/2؛

القيمة الاسمية لسند دين (\$ 1000) ، ويحمل فائدة اسمية قدرها (10%) (كوبون السند)، تدفع نصف سنوي، يحقق عائد يساوي (12%) حتى تاريخ الاستحقاق بعد (10) سنوات.  
المطلوب: حساب قيمة السند، وهل ان السند يباع بقيمته الاسمية أم بخصم عن القيمة الاسمية أم بعلاوة ؟ ولماذا ؟

الحل: يمكن حساب قيمة السند على ثلاث خطوات وكما يلي<sup>(79)</sup>:

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- معدل الفائدة الاسمية السنوية =  $0,10 \times 1000 = 100$  دولار
- بما ان الفائدة تدفع نصف سنويا فان الفائدة الدورية (النصف سنوية) تساوي (50\$)
- (100/2) او (  $0,05 \times 1000$  )
- اما معدل الخصم المناسب للمدة أعلاه، نصف سنة، هو (6%) (0,06/12).
- المدة الزمنية حتى استحقاق السند (20) سنة (10×2).

والآن يمكن حساب قيمة السند كما يلي:

القيمة الحالية لدفعات الفائدة =  $50 \times \text{الفائدة للقيمة الحالية السنوية لـ } 20 \text{ سنة بفائدة } 6\%$

$$= 50 \times 11,47 = 573,5 \text{ دولار}$$

القيمة الحالية للقيمة الاسمية =  $1000 \times \text{الفائدة للقيمة الحالية لـ } 20 \text{ سنة بفائدة } 6\%$

$$= 0,312 \times 1000 = 312 \$$$

$$\text{أذن قيمة السند} = 573,5 + 312 = 885,5 \text{ دولار.}$$

كما يمكن استخراج قيمة السند بتطبيق المعادلة السابقة، وكما يلي:

$$\text{Bond value} = 50 \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+0.06)^{20}}}{0.06} \right] + \frac{1000}{(1+0.06)^{20}}$$

$$= 50 \left[ \frac{1 - 0.312}{0.06} \right] + \frac{1000}{3.21}$$

$$= 573 + 312 = 885 \$$$

يلاحظ ان السند يجب ان تكون قيمته أقل من القيمة الاسمية لان معدل العائد المطلوب في السوق (12%) اكبر من (10%) معدل الفائدة الاسمي (معدل الكوبون للسند)، اي ان السند يجب ان يباع في السوق بخصم عن القيمة الاسمية. يتضح من ذلك ان هناك علاقة عكسية ما بين اسعار السندات والعائد المطلوب (معدل الفائدة في السوق).

مثال/3؛

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تبلغ القيمة الاسمية لسند دين (\$) 1000 ويحمل فائدة اسمية (10%) تدفع سنوياً،  
يفترض ان يحقق عائداً يساوي (12%) حتى تاريخ الاستحقاق بعد (10) سنوات.

**المطلوب:**

إيجاد القيمة الحالية للسند ؟ وهل ان السند يباع بقيمته الاسمية أم بخصم عن القيمة  
الاسمية أم بعلاوة ؟ ولماذا ؟

**الحل:**

$$\begin{aligned}\text{Bond value} &= I \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^{m.t}}}{r} \right] + \frac{F}{(1+r)^{m.t}} \\ &= 100 \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1.12)^{10}}}{0.12} \right] + \frac{1000}{(1.12)^{10}} \\ &= 100 \left[ \frac{1 - 0.678}{0.12} \right] + \frac{1000}{3.10} \\ &= 565 + 322 = 887\end{aligned}$$

أذن السند قيمته السوقية اقل من قيمته الاسمية، وهي نفس نتيجة المثال السابق حيث ان  
معدل العائد المطلوب في السوق (12%) اكبر من (10%) معدل الفائدة الاسمي. اي ان  
السند يجب ان يباع في السوق بخصم عن القيمة الاسمية .

اما اذا كان السند لا يستحق السداد، أي سند أبدي (Perpetual Bond) ، فمن الممكن  
تقييمه باستعمال المعادلة الآتية:

$$\text{Bond Value} = \left[ \frac{I}{r} \right]$$

أي بتقسيم الفائدة الدورية المدفوعة على معدل العائد المطلوب.

**مثال/4؛**

نفترض ان السند في المثال السابق لا يستحق التسديد، فان قيمة السند تكون كما يلي:

- الحالة الأولى (نصف سنة)  $= \$833 = 50/0,06$
  - الحالة الثانية (سنوياً)  $= \$833 = 100/0,12$
- يستنتج من ذلك ان السعر الأقصى الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه لسند من هذا النوع هو (\$833).

من خلال المثالين السابقين يجب الإشارة إلى أن أسعار السندات طويلة الأجل تتقلب أكثر من أسعار السندات القصيرة الأجل نتيجة أي تغير في أسعار الفائدة، إذ عندما ارتفعت هذه الأسعار من (10% ) إلى (12%) أنخفض سعر السند الذي يستحق بعد (10) سنوات إلى (855.5) دولار، أما السند الأبدى (الذي لا يستحق) انخفض سعره إلى (\$833). و تفسير ذلك، أن السندات طويلة الأجل تمثل التزاماً على مدى الطويل وبسعر فائدة اسمي ثابت، فإذا تغير سعر الفائدة في السوق، فإن تأثير ذلك على سعر السند طويل الأجل يكون أكبر، هذا يعني أن خطر الاستثمار في السندات طويلة الأجل اكبر من خطر الاستثمار في السندات قصيرة الأجل، ويدعى هذا الخطر بـ " خطر معدل الفائدة" وهو أحد الأسباب التي تجعل العائد المطلوب على السندات طويلة الأجل أعلى من العائد المطلوب على السندات القصيرة الأجل.

من ذلك يتضح من تقييم السندات أن سعر السند يتقلب للدلالة على حساسيته الى مخاطر تبدل أسعار الفائدة، ولذلك يستخدم مقياساً لكيفية تأثير التغير في سعر الفائدة على سعر السند. أن هذا التقييم يسترشد به المستثمر في سوق السندات للتعرف على درجة حساسية سعر السند للتغير في سعر الفائدة خلال الزمن حتى الاستحقاق.

#### مثال/5؛

أصدرت شركة الأسمدة سند بقيمة اسمية ( 100 ) دولار وبسعر فائدة ( 10 % ) سنوياً.

#### المطلوب؛

- استخراج القيمة الحالية التي يمكن أن تعطى لهذا السند إذا كان معدل العائد في السوق هو ( 12 % ) علماً بأن فترة استحقاق السند تبلغ ( 5 ) سنوات؟

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- وماذا يحدث لو كان سعر الفائدة يدفع كل ستة أشهر، مع المحافظة على القيمة الحالية اعلاه للسند ؟

**الحل؛**

- إذا كانت الفائدة تدفع سنوياً، فإن حامل هذا السند سيحصل على مبلغ ( 10 ) دولار سنوياً لمدة 5 سنوات ( $10 = 0.10 \times 100$ ) بالإضافة إلى مبلغ الـ ( 100 \$) في نهاية السنة الخامسة. ولمعرفة القيمة الحقيقية لهذه التدفقات يتم استخدام أسلوب القيمة الحالية لتقدير ذلك، وكما يلي؛

السنة	التدفقات	سعر خصم 12%	القيمة الحالية
1	10	0.893	8.93
2	10	0.797	7.97
3	10	0.712	7.12
4	10	0.636	6.36
5	110	0.567	62.37
-	-	-	<b>92.75</b>

- أما إذا كان سعر الفائدة تدفع كل ستة أشهر فإنه يتم احتساب القيمة الحالية اعلاه عن طريق مضاعفة المدة أي ستكون (10) سنوات بدل من (5) سنوات، ويتم استخدام نصف العائد على السند أي نسبة (5 %) بدلاً من (10%)، وكما يلي؛

السنة	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
التدفقات	5	5	5	5	5	5	5	5	5	105	-
خصم 6%	.943	.890	.840	.792	.747	.705	.665	.627	.592	.558	-
القيمة الحالية	4.72	4.45	4.20	3.96	3.74	3.53	3.33	3.14	2.96	58.59	<b>92.75</b>

من خلال احتساب قيمة السند يلاحظ أن هذا السند يباع بخصم على أساس أن قيمته أقل من قيمته الاسمية ( 100 \$)، ويجب أن يكون كذلك حتى يعطي حافز إلى المستثمر لشراء هذا السند ولتعويضه عن العائد الذي يمكن أن يحققه هذا المستثمر لو ذهب إلى الاستثمار في قنوات أخرى كالودائع لدى البنوك مثلاً.

### 3-3-3 معايير تقييم السندات



### اولاً؛ احتساب كلفة السند<sup>(80)</sup> (Bond Cost)

تمثل السندات ديون على الجهة المصدرة باعتبارها حقوق للآخرين، ويعتمد احتسابها على سعر الفائدة والسعر الاسمي تبعاً لنوع الديون. وتحسب كلف السندات كما يلي؛  
- احتساب كلفة السند قبل الضريبة = الفوائد المدفوعة / سعر بيع السند

$$\text{احتساب كلفة السند بعد الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة}}{\text{سعر بيع السند} \times (1 - \text{الضرائب})}$$

### مثال/1؛

قامت إحدى الشركات بالبحث عن مصادر تمويل طويلة الأجل، وبعد الدراسة حصلت على سندات من نوع الديون المستمرة بقيمة ( 50,000 ) دينار وبسعر فائدة ( 7% ) وكانت نسبة الضريبة ( 50%).

**المطلوب؛** كم تكون الكلفة قبل وبعد الضريبة إذا صدرت السندات بالسعر الاسمي، و بسعر خصم (6%)، ثم في حالة سعر إضافي (6%) وبدون نفقات الإصدار ؟

**الحل:**

- في حالة الإصدار بالسعر الرسمي؛  
الفوائد المدفوعة هي؛

$$50,000 \times 0,07 = 3500$$

$$50000 - 3500 = 46500$$

$$\text{أذن الكلفة قبل الضريبة} = 3500 / 50,000 = 0,07$$

$$\text{الكلفة بعد الضريبة} = 0,07 (1 - 0,50) = 0,035$$

- في حالة الإصدار بسعر خصم 6%؛

$$50,000 \times 0,06 = 3000$$

$$50,000 - 3000 = 47000$$

$$\text{كلفة السند قبل الضريبة} = 3500 / 47000 = 0,0744$$

$$\text{كلفة السند بعد الضريبة} = 0,372 = (1-0,50) \times 0,0744$$

• في حالة سعر إضافي 6%؛

$$50,000 \times 0,06 = 3000$$

$$50,000 + 3000 = 53000$$

$$\text{كلفة السند قبل الضريبة} = 0,066 = 3500/53000$$

$$\text{كلفة السند بعد الضريبة} = 0,033 = (0,50) \times 0,066$$

### ثانياً؛ كوبون السند (Bond Coupon -BC)

يعبر عن الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من السند؛ الفائدة السنوية للسند، ويمثل الفائدة الدورية التي تتأثر بالتوقعات التضخمية وخاصيتي الإصدار والمصدر، فمثلاً إذا اشترى مستثمر سنداً قيمته الأسمية (100) دينار بمعدل (10%)، فهذا يعني أن الكوبون السنوي يعادل (10) دينار، يسدد لحامله إما على أساس سنوي أو نصف سنوي. وقد جاءت تسمية كوبون، حيث تصدر السندات مع كوبونات بعدد الفترات (مدة القرض)، فمثلاً سند قيمته الأسمية (1000) دينار يستحق بعد (15) سنة، ويحمل معدل فائدة أسمى (15%)، وفيه مجموعة من الكوبونات، لكل كوبون تاريخ محدد (نهاية كل سنة من عمر السندات) لاستبداله بقيمة (150) دينار بتاريخ استحقاقه، ويقوم المستثمر بقطع هذا الكوبون ويستلم قيمته من الجهة المصدرة بتحويل قيمة الفائدة تلقائياً لحساب المستفيدين.

### ثالثاً؛ عائد او مردود (قيمة) السند (Bond Yield)

لحساب مردود السند (قيمة السند) يجب الأخذ بنظر الاعتبار توظيف الفوائد والعائد عليها ومبلغ الفوائد المدفوعة دورياً وذلك اعتماداً على الإيراد المتحقق من دخل وربح، وهنا نميز بين المردود الجاري والمردود عند انتهاء المدة.

أ. المردود الجاري (CY - Current Yield) ؛ لا يأخذ بنظر الاعتبار الفوائد الدورية المدفوعة ولا إعادة استثمار الفوائد، ويحسب من خلال القانون الآتي<sup>(81)</sup>:

---

81 - الشمري، ناظم، مصدر سابق، ص233.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

$$CY = \text{الفائدة السنوية او الكوبون السنوي للسند} / \text{القيمة السوقية للسند} \times 100$$

مثال/2؛

سند يحمل سعر فائدة (10%) يستحق بعد (20) سنة، تم تسعيره بـ (167) دينار، فكم هو مردود السند ؟

الحل؛

$$\text{المردود (CY)} = \frac{10}{167} = 0.059 = 5.98 \%$$

مثال/3؛

تم شراء سند بقيمة اسمية (1000) دينار وبفائدة (5%) وتاريخ اطفاء (10) سنوات، فإذا تم الاحتفاظ بالسند لمدة سنة وكانت القيمة السوقية هي نفس القيمة الاسمية، فما هو المعدل الجاري للسند خلال مدة الاحتفاظ ؟

الحل/

$$\text{مبلغ الفائدة} = 0.05 \times 1000 = 50 \text{ دينار}$$

$$\text{العائد الجاري} = 100\% \left( \frac{1000}{50} \right) = 5\%$$

مثال/4؛

في مثالنا اعلاه، نفترض انخفاض القيمة السوقية للسند إلى (950) دينار، فإن العائد الجاري للسند بالنسبة للمشتري كما يلي؛

$$\text{العائد الجاري للسند} = 100 \left( \frac{950}{50} \right) = 5.26 \%$$

ب. المردود المتوقع للسند (PY - Promised Yield)

يعد من المؤشرات المهمة في تقييم ربحية السندات، حيث انه يأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات المتوقعة من السند، وتتمثل في الدخل السنوي الذي سيحصل عليه حامل السند بافتراض انه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافاً إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن ان تكون القيمة الاسمية أو غيرها. ويطلق عليه البعض مصطلح "

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

العائد لحين الاستحقاق (Yield to Maturity)، وهي رغبة المستثمر في الاحتفاظ بالسند  
لحين الاستحقاق، فإن المردود يحدد حسب الصيغة الآتية؛

$$PY = \frac{r + \frac{Vs - Va}{n}}{\frac{Vs + Va}{2}} \times 100$$

حيث ان؛

PY ؛ المردود المتوقع للسند.... r ؛ كوبون السند او الفائدة السنوية للسند.... Vs ؛ القيمة الاسمية للسند  
Va = القيمة السوقية للسند ..... n = مدة الاستحقاق

مثال/4؛

أصدرت إحدى الشركات سندات بقيمة أسمية قدرها (1000) دولار للسند الواحد بمعدل  
فائدة سنوية (6%) وبأجل استحقاق (10) سنوات.

المطلوب؛

ما هو عائد السند عند الاستحقاق؟ علماً ان السند يباع الآن في السوق بسعر (810)  
دولار ؟

الحل:

الفائدة السنوية r = معدل الفائدة X قيمة السند الاسمية

$$60 = 1000 \times 0,06$$

$$PY = \frac{60 + \frac{1000 - 810}{10}}{\frac{1000 + 810}{2}} \times 100\%$$

$$8,73\% = \frac{60+19}{905} \times 100\%$$

مثال/5؛

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تم شراء سند في 1/1/2008 بقيمة (950) دولار وبفائدة (5%) وتاريخ إطفاء (10) سنوات، فإذا تم الاحتفاظ بالسند إلى تاريخ الاستحقاق وكانت القيمة الاسمية (1000) دولار، فما هو العائد الجاري للسند خلال مدة الاحتفاظ ؟  
الحل/؛

$$PY = \frac{50 + \frac{1000 - 950}{10}}{\frac{1000 + 950}{2}} \times 100\% \\ = \frac{55}{97.5} \times 100 = 56.4\%$$

ت. عائد السند حين الاستدعاء (Yield to Call)؛ في بعض الحالات يتم قبول السندات من قبل المستثمر على وفق شرط الاستدعاء من قبل الجهة المصدرة، وفي هذه الحالة يتم منح علاوة استدعاء (Call Premium) للمستثمر. وغالباً ما يتم التنبؤ في تاريخ الاستدعاء وخاصة عندما يكون معدل الفائدة أقل من معدل فائدة السند، وبالتالي فإن المستثمرين يقومون بتقدير معدل العائد المتوقع كعائد للاستدعاء بدلاً من العائد لمدة الاستحقاق.

ويمكن استخراج هذا العائد بنفس طريقة العائد للاستحقاق، وكما في المثال الآتي؛  
مثال/6؛

تم شراء سند في 2020/1/1 بقيمة أسمية (1000) دولار وبفائدة (5%) وتاريخ إطفاء (10) سنوات، وكان من شروط الإصدار إمكانية قيام الجهة المصدرة باستدعاء السند بعد مرور (3) سنوات من تاريخ الإصدار، مع منح علاوة استدعاء بقيمة (20) دولار للسند، فما هو العائد الجاري للسند خلال مدة الاحتفاظ ؟  
الحل/

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$PY = \frac{50 + \frac{1000 - 1020}{3}}{\frac{1000 + 1020}{2}} \times 100\%$$

$$= \frac{56.6}{1010} \times 100 = 5.6\%$$

ث. عائد الاحتفاظ بالسند (Holding Period Return - HPR)؛ يعبر هذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحاصل في سعر السند السوقي، ويطلق عليه أيضا العائد الكلي للسند (Total Return-TR) وفق الصيغة الآتية؛

$$\frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفائدة}}{\text{سعر شراء السند}} = \text{HPR}$$

مثال/7؛

اشترى مستثمر سند بقيمة (1000) دولار يحمل كوبون (100) دولار سنوياً في 2021/1/1، أصبح سعر السند في السوق المالي (1100) دولار في نهاية هذه السنة (2021/12/31).

المطلوب؛ استخراج عائد الاحتفاظ بالسند ؟

الحل؛

$$TR = \frac{100 + (1100 - 1000)}{1000}$$

$$\frac{1100 + 100}{1000} = 20\%$$

مثال/8؛

أ. تم شراء سند بقيمة اسمية (1000) دولار في 2019/1/1 وبفائدة (6%) وتاريخ إطفاء (15) سنة، فإذا تم الاحتفاظ بالسند لمدة سنة وتم بيعه بقيمة (1020) دولار في نهاية السنة.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

المطلوب؛ أستخرج عائد السند خلال مدة الاحتفاظ ؟  
الحل/؛

$$\text{مبلغ الفائدة} = 0,06 \times 1000 = 60 \text{ دولار}$$

$$\text{عائد مدة الاحتفاظ} = 0,08 = (1020 - 1000) + 60/1000$$

ب. إذا ما تم بيع السند بمبلغ (980) دولار، فإن عائد مدة الاحتفاظ يكون؛

$$0,04 = (1000 - 980) + 60/1000$$

يلاحظ من المثال أعلاه تأثير التغير في سعر السند في السوق على عائد مدة الاحتفاظ للسند على الرغم من ثبات العائد الجاري المتمثل بمعدل الفائدة بسبب انخفاض الربح الرأسمالي الناجم عن اختلاف سعر البيع عن سعر الشراء.

رابعاً؛ سعر شراء السند (Bond Price)

عند بيع السند، يستطيع الراغب بالشراء تحديد السعر على وفق ما يلي<sup>(82)</sup>؛

$$\frac{\text{سعر الفائدة} \times \text{عدد الأيام الأساسية}}{360 \times 100} + 1$$

$$\text{سعر شراء السند} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسند} \times \text{العائد المتفق عليه} \times \text{عدد الأيام المتبقية}}{360 \times 100} + 1$$

مثال/9؛

---

<sup>82</sup> - الشمري، ناظم، مصدر سابق، ص232.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

سند قيمته مليون دولار بسعر فائدة (10%) سنوياً مدته الأساسية (150) يوماً، وكانت  
المدة المتبقية على استحقاقه عند الشراء (30) يوماً والعائد المتفق عليه (12%) سنوياً.  
المطلوب؛ حساب سعر شراء السند ؟  
الحل؛

$$\text{سعر شراء السند} = \frac{\frac{150 \times 10}{360 \times 100 + 1} \times 1000,000 + \frac{30 \times 12}{360 \times 100 + 1}}{1} = 103128 \text{ دولار}$$

### الفصل الرابع

#### أسواق النقد والعملات الاجنبية

سوق النقد هي السوق التي يجري فيها تداول الأصول المالية ذات الآجال القصيرة والقابلة  
للتداول والتحويل إلى سيولة نقدية. بعبارة أخرى، هي الادوات المالية التي تستحق خلال  
أقل من عام، وأهمها: أذونات الخزينة، شهادات الايداع، الاوراق التجارية ، القبولات  
المصرفية.

#### 4-1 ماهية سوق النقد

#### 4-1-1 مفهوم واهمية السوق النقدي



### أولاً؛ مفهوم سوق النقد

السوق النقدي ( Money Market ) هو سوق للتعامل عموماً بالأصول المالية (أدوات الاستثمار) قصيرة الأجل، والتي يكون تاريخ استحقاقها أقل من سنة، وهي نوع من صكوك المديونية، وتدخل في إطار نشاط السوق النقدية، مصدرها المصارف التجارية وبعض بيوت السمسرة<sup>(83)</sup>، وهؤلاء المقترضون غالباً ما يكونوا تجاراً أو سماسرة أو رجال صناعة أو منتجين و غيرهم بالإضافة إلى المؤسسات الحكومية. أما المقرضون فهم البنوك التجارية و شركات التمويل و التأمين و كذلك البنك المركزي.

وتعتبر الوظيفة الأساسية لهذا السوق هي إيجاد السيولة للشركات والأفراد والحكومات من أجل مواجهة احتياجاتها النقدية قصيرة الأجل، والسبب أن توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة سيكون في معظم الحالات غير متوافق، فمثلاً إذا توفر لدى إحدى الشركات فائضاً نقدياً ولكنها ستحتاج لهذا الفائض بعد ستة شهور فإنها يمكن أن تقرض المبلغ في السوق النقدية نظراً لانخفاض المخاطر وإمكانية تحويل الاستثمار إلى سيولة ودون خسائر تذكر، ليتم بذلك أسلوب المتاجرة؛ الإقراض والإقراض بين المتعاملين فيه، بين دائن يملك الفوائض النقدية، يسمى "وحدات الفائض"، وبين مدين يرغب في توظيف هذه الأموال.

وتسمى أوراق سوق النقد أحياناً بـ " معادلة النقد (Cash Equivalents) " أو اختصاراً "النقد" فقط. إن سوق النقد هو قطاع فرعي لسوق الدخل الثابت. وهو يشتمل على أوراق الدين قصيرة الأجل وهي ذات قابلية عالية للتحويل السريع إلى نقد. والكثير من هذه الأوراق المالية تتداول بفئات كبيرة وبالتالي لا يستطيع المستثمرين الأفراد المتاجرة فيها مباشرة، إلا من خلال صناديق سوق النقد الإستثمارية وتقوم هذه الصناديق الإستثمارية بتجميع أكثر الموارد من المستثمرين وتشتري نطاقاً واسعاً من أوراق سوق النقد نيابة عنهم.

### ثانياً؛ أهمية سوق النقد

---

83 - الداغر، محمود، مصدر سابق، ص 114.

تمثل أهمية سوق النقد للمؤسسات المالية أحد المعايير الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد احتياجات المؤسسات المالية من السيولة، بجانب أن السوق يتميز بالسيولة العالية للأدوات المالية المتداولة فيه وذلك لاعتبارات قصر آجال الأوراق المتداولة، إضافة إلى زيادة عدد المتعاملين فيه من الأفراد والمؤسسات وبالتالي انخفاض المخاطر السوقية لهذه الأدوات. هذه المزايا، وغيرها تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة من الموجودات تساعد على تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات. بالإضافة إلى أن وجود سوق النقد يساعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين اعتبارات الربحية والسيولة للمؤسسات وبما يضمن تحقق أهدافها.

#### 4-1-2 خصائص الاستثمار في سوق النقد

يمكن أجمال هذه الخصائص، بما يلي؛

أ. **أنخفاض درجة المخاطرة؛** ان الميزة الأساسية لهذه الأدوات هي أنها وسيلة للاستثمار منخفض المخاطرة لتحقيق دخل دوري أو عائد رأسمالي، حسب نوعها، وتحافظ في نفس الوقت على القيمة الاسمية للمبلغ المستثمر، إذ ان تقلب أسعار الفائدة يمكن تجاوزها في تقليص المدة الزمنية للأقتراض، مما يعني بقاء الظروف في الحالة الطبيعية مستقرة، وإن حدث تغير مفاجيء فلن يكون أثره كبير؛ كما انها أكيدة العائد لأن احتمالية عدم القدرة على الدفع يكون محدوداً لأن الجهة المصدرة لهذه الأدوات غالباً ما تكون ذات مركز أئتماني جيد وسمعة طيبة، مثال ذلك المؤسسات الحكومية وبعض البنوك العالمية.

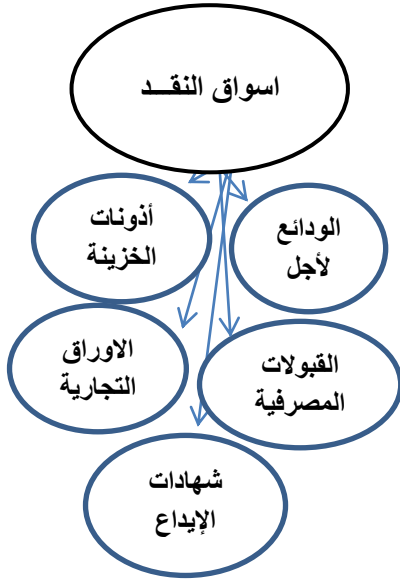
ب. **الخبرة والكفاءة؛** يتم تداول الأدوات الاستثمارية من قبل ذوي الخبرة والكفاءة من السماسرة، وخاصة عندما يكون حجم التداول كبير، حيث تكون ارباحه او خسائره كبيرة، ولذلك فهو بحاجة الى اصحاب الخبرة والمهارة على إدارة هذا التداول.

ت. **المرونة العالية؛** يمتلك هذا السوق سرعة التجاوب مع التغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظم العوائد، نظراً لقصر الآجال وما يتمتع به من أنخفاض درجة المخاطرة.

ث. **آجال الاستحقاق؛** تُعد آجال الاستحقاق قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ج. سرعة دوران رؤوس الأموال؛ لما يوفره هذا السوق من سهولة للأصول قصيرة الأجل وبما يتيح فرص تعجيل وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمشروعات.



### 4-1-3 أصناف سوق النقد

يمكن تصنيف هذا السوق الى ثلاث أصناف رئيسية:

- **الصنف الأول؛ السوق المفتوحة:** وهو ما يلجأ اليه البنك المركزي في شراء وبيع الأوراق الحكومية او العملات الأجنبية، فإذا رغب هذا البنك، من خلال سياسته النقدية، إلى تقليص حجم الائتمان فانه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي بحوزته ليرفع من كمية النقد المتاحة في السوق،

وعلى العكس من ذلك إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية بدفع قيمتها نقداً ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

- **الصنف الثاني؛ أسواق الخصم؛** وفيه يكون التعامل مع الأوراق القابلة للخصم كأوراق تجارية، حيث يتقاضى البنك المركزي سعراً من البنوك التجارية نظير إعادة خصمه للكبيالات والأوراق المالية والتجارية.

- **الصنف الثالث؛ سوق النقود تحت الطلب؛** كالودائع المصرفية والحسابات الجارية والتوفير.

### 4-2 ادوات الاستثمار في الاسواق النقدية

ان اهم أدوات الاستثمار في اسواق النقد هي تلك التي يتم فيها اصدار وتبادل الادوات المالية قصيرة الاجل ( مدة استحقاقها اقل من سنة ) ، مثل أذونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية.

### 4-2-1 الودائع لأجل (Time deposit)؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

هي عملية إيداع مبلغ من رأس المال لدى أحد البنوك أو المؤسسات المالية بسعر فائدة ثابت ولمدة محددة لاستحقاقها، مثل حساب الادخار أو شهادة الإيداع. وكما يتم الاحتفاظ بالأموال الموجودة في هذه الحسابات لمدة محددة فإنه يشترط على المودع معرفة أنه لا يمكنه السحب إلا من خلال تقديم إشعار بذلك للبنك. وهناك ظروف محددة تؤخذ بالاعتبار تحيط احتمالية سحب الأموال المبكر، فيتم تقليل ذلك من خلال استخدام العقوبات عندما يقوم المودع بسحب مبكر دون أنذار مسبق، وذلك بسبب وجود تضحية بالسيولة لدى البنك، فتقدم البنوك أسعار فائدة مرغوبة مقارنة مع اغلب حسابات الادخار الأساسية الأخرى لدى البنك.

• **الغرض من حسابات الوديعة لأجل:** تقدم حسابات الودائع لأجل للبنوك الأموال اللازمة لإقراض هذه الأموال لأفراد أو منشآت أخرى، ومن خلالها يحقق البنك ربحاً عن طريق إقراض الأموال المودعة بالأجل لأفراد يبحثون عن التمويل اللازم، فيقدم البنك التمويل بسعر فائدة عالي مقارنة بسعر الفائدة على الحسابات بالأجل.

• **تاريخ الاستحقاق وأسعار الفائدة:** يمكن للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى أن تتفاوض مع الزبون على مدة الاستحقاق أو مدة إيداع الأموال التي يحتفظون بها، طالما أن المدة لا تقل عن (30) يوماً ويتم دفع فائدة عليها. وعندما يحين موعد الاستحقاق، يمكن للزبون أن يسحب أمواله التي اودعها دون أي عقوبة أو جزاء، أو يمكنه أيضاً تجديد الحساب والاحتفاظ بالأموال لمدة إضافية أطول. وفي معظم الحالات، كلما كانت مدة الإيداع أطول، كلما ارتفع معدل الفائدة عليها. فعلى سبيل المثال، قد يقدم الزبون على الإيداع لمدة عام واحد بمعدل فائدة (10%)، في حين أن الإيداع يكون لمدة خمس سنوات لنفس المبلغ بمعدل فائدة أعلى، مثلاً (25%). بالإضافة إلى ذلك، فإن حسابات الإيداع التي لديها إيداعات أعلى تقدم بشكل عام أسعار فائدة أكثر ملائمة.

• **تحديد سعر الفائدة:** من العوامل التي تحدد سعر الفائدة في الودائع لأجل نذكر؛  
أ. المفاضلة بين البنوك لاختيار الأفضل؛

ب. التعامل مع البنوك ذات المركز المالي الممتاز للحد من المخاطر؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ت. الربط بين أسعار الفائدة وأجل الوديعة، فكلما توقعنا ارتفاع أسعار الفائدة قلت آجال الودائع.

- **مزايا حساب الوديعة لأجل**، ربما تتباين هذه المزايا بين البنوك، الخاصة والحكومية وبين الدول ذاتها، ولكنها بالاجمال تتركز بما يأتي؛
  - تنمية الرصيد من خلال الحصول على عوائد مالية مجزية.
  - اختيار وتحديد مدة الربط المناسبة والتي تصل لغاية سنة.
  - إمكانية فتح حساب الوديعة بالعملة المحلية والعملات الأجنبية المختلفة.
  - إمكانية الحصول على بطاقة ائتمانية (فيزا أو ماستر كارد).
  - إمكانية الاقتراض بضمان حساب الوديعة بأسعار فائدة تفضيلية.
  - تسهيلات السحب على المكشوف تصل إلى (95%) من قيمة الودائع.

### 4-2-2 الحوالات (القبولات) المصرفية (Bankers Acceptances)

ان هذه الحوالات تمثل إحدى أشكال الاقتراض، فهي أداة دين (وعد بالدفع) تستخدم في تمويل التجارة الدولية (الخارجية) تصدر عن البنك أو منشأة أعمال باعتبارها سحباً زمنية للدفع المؤجل، في موعد معين مستقبلاً، لقيمة بضاعة يتم استيرادها، فهي قصيرة الأجل مما يوفر لها عنصر السيولة، كما انها في معظم الأحيان تكون قابلة للخصم لدى البنك المركزي مما يوفر لها ميزة الأمان. ومن أجل تسهيل عملية تداولها في السوق الثانوي تصدر القبولات المصرفية عادة بقيمة (1000) ومضاعفاتها.

وتشكل هذه القبولات أداة فعالة لتنشيط التجارة الخارجية يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة اجنبية على الحساب، فمثلاً لو أراد أحد التجار ان يستورد بضاعة، هناك بديلين؛

- الاول؛ فتح اعتماد مستندي بما يتوافق ودفع ثمن البضاعة المستوردة بمجرد وصول مستندات الشحن، وهو ما يعرف بـ (Sight credit)؛
- الثاني؛ اعتماد القبولات المصرفية عندما لا يمتلك السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وإذا ما تم اختيار البديل الثاني، يتم الاتفاق مع احد البنوك التجارية لأصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا البنك للجهة المصدرة لهذه البضاعة الحصول على ثمن البضاعة، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة، وب أجل متفق عليه بين المٌصدر والمستورد. وهنا يكون الخيار للمورد أما الاحتفاظ بهذه الحوالة لحين موعد الاستحقاق أو بيعه في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين، حيث تقوم البنوك التجارية بشراءه محقة بذلك عائداً هو نسبة الخصم.

ان هذه القبولات عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص من أحد البنوك ويمكن للبنك الاحتفاظ بهذا التعهد حتى تاريخ الإستحقاق، كما يمكن بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لشخص ثالث وهكذا. ويمكن تداوله في سوق التداول بخصم، إذا استوفت الشروط التالية:

- عدم مبالغة البنك في استعمال هذه الأداة؛
  - أن تنتج عن عمليات تجارية كالاستيراد والتصدير؛
  - أن لا تزيد مدة التمويل عن ستة (6) أشهر؛
  - أن يكون إصدارها بمبالغ يسهل تداولها في السوق؛
  - يجب توثيق عمليات القبولات في كل من بنك المٌصدر والمستورد.
- ان حجم التداول لهذه الحوالات انما يرتبط بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، فعند انخفاضها يقل الأقبال في حجم تداولها، إذ من الأنسب في هذه الحالة للمستوردين الحصول على قروض مباشرة بدلاً من اللجوء الى هذه الحوالات.
- أن صفة الضمان في هذه الورقة المالية نابعة من ختم المصرف بعبارة (Accepted)، ففي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي)، وإذا ما فشل في ذلك يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية.

### 4-2-3 الأوراق التجارية ( Commercial Papers )

اولاً؛ مفهوم الأوراق التجارية

هي أوراق دين غير مضمونة قصيرة الأجل، وهي أوراق تتداول بين الافراد تداول النقد، وقيمتها ليست في ذاتها ولكن بما مدون فيها من النقود، وتتميز بسهولة انتقالها وإنشائها. تاريخ استحقاقها لا يتجاوز السنة وتصدرها شركات ومؤسسات تجارية ومصارف كبرى ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات الاستثمار لتمويل الحسابات المستحقة القبض مثل رواتب العاملين وشراء الأدوات الضرورية والمخازن وتلبية الالتزامات القصيرة الأجل لمدة تتراوح بين يوم واحد إلى (270) يوماً<sup>(84)</sup>.

وبمقتضى تلك الأوراق يقوم مصدر الورقة بدفع قيمتها لحاملها في تاريخ الإستحقاق، وتباع هذه الأوراق بخصم من قيمتها الاسمية، كأذونات الخزينة، وتعكس أسعار الفائدة السائدة في السوق. وتُفرض عليها فائدة أعلى من السندات عادةً، حيث تزيد سعر الفائدة حسب المدة المحددة للسداد ويتغير سعرها حسب السوق.

#### ثانياً؛ مزايا الأوراق التجارية

تعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ومن غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة الشركة ومكانتها، لأن الأوراق التجارية تصدرها المؤسسات الكبيرة، وإن فئات عروض الأوراق التجارية كبيرة، وعادة ما تكون (100) ألف دولار أو أكثر، وعادة ما تعتبر الشركات الأخرى، والمؤسسات المالية، والأفراد الأثرياء و صناديق سوق المال مشترين للأوراق التجارية.

وأن التزام مثل هذه المؤسسات او البنوك التجارية بسداد قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدوداً ولكن أعلى بقليل من المخاطرة الناجمة عن الاستثمار بأذونات الخزينة، وقريب من ذلك الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية<sup>(85)</sup>.

وتتميز الأوراق التجارية بسهولة تداولها، ويجب أن تحتوي على كامل البيانات التي حددها القانون التجاري وتتضمن امراً بدفع مبلغ محدد من المال إلى طرف أو كيان آخر في موعد

---

84 - القليوبي، سميحة، "الأوراق التجارية"، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1999، ص 456-457 .

85 - مطر، محمد، مصدر سابق، ص 205.

الاستحقاق أو عند الاطلاع. وتستخدم هذه الأوراق لغايات تسهيل العمليات التجارية بسلاسة ومرونة ودون تعقيد، كما لا بد من التأكيد على أن؛

- الأوراق التجارية غير الأوراق النقدية، فالأوراق النقدية يشترط القانون لها شروط خاصة من حيث شكلها وقيمتها وغطائها وجهة إصدارها، بينما تقوم الأوراق التجارية على أي نحو، فبمجرد توفر بعض البيانات الجوهرية والتي تنحصر في تحديد قيمتها وآجال سدادها ومصدرها تؤدي الورقة دورها، وعلى هذا فإن أي شخص يستطيع إصدار ورقة تجارية متى راع فيها هذه البيانات.

- الأوراق التجارية تختلف عن الأوراق المالية من حيث القيود الموضوعة على الأخيرة فهي تخضع لقيود تجعل من تداولها محدوداً، وهي اليوم تقوم مقام السلع حيث تباع وتشتري في الغالب في سوق الأوراق المالية "البورصة".

**مثال على الأوراق التجارية:** عندما تبحث شركة بيع بالتجزئة عن تمويل قصير الأجل لتمويل بعض المخزون الجديد لموسم العطلات القادم. وبافتراض أن الشركة تحتاج إلى (10) ملايين دولار وتوفر للمستثمرين مبلغاً قدره (10.1) مليون دولار من القيمة الاسمية للورق التجاري مقابل (10) ملايين دولار نقداً، وفقاً لأسعار الفائدة السائدة. بمعنى آخر، سيكون هناك دفع فائدة بقيمة (0.1) مليون دولار عند استحقاق الأوراق التجارية مقابل (10) ملايين دولار نقداً، بما يعادل معدل فائدة (1%).

### ثالثاً؛ أنواع الأوراق التجارية

ظهرت هذه الأوراق حينما اتسعت التجارة وصار نقل النقود وسيلة صعبة تحول دون سهولة العمليات التجارية، ولكن تطور الحياة بفعل الوسائل التقنية التي ابتدعها الإنسان قد يؤدي إلى اختفاء الأوراق التجارية، وإن بطاقات الاعتماد المصرفية "Credit cards" قد تحل بديلاً آمناً للأوراق النقدية وربما تؤدي إلى اختفائها<sup>(86)</sup>. رغم أن مفهوم الأوراق التجارية اتسع في بعض الدول ليشمل اذونات الخزنة، والسندات لحاملها، وقسائم أرباح الشركات، وغيرها، إلا أن أغلب القوانين حصرت الأوراق التجارية في الآتي:

---

<sup>86</sup> - ياملكي، أكرم، "الأوراق التجارية والعمليات المصرفية"، دار الثقافة، عمان/الأردن، 2009، ص 266.



أ. **الكمبيالة ( Bill of exchange )**؛ ظهرت الكمبيالة لأول مرة في بعض المدن الإيطالية، وبدء استعمالها هناك في القرن الثاني عشر الميلادي، واقتصر هذا الاستعمال على التجار دون العامة، ثم انتقلت إلى فرنسا وبريطانيا. وكانت الكمبيالة بديلاً آمناً للنقد التي كانت تُسك في هيئة قطع معدنية، وهي في الغالب من الذهب، مما يعرض حاملها للمتابع بسبب وزنها أو مخاطر السطو والسرقة. هذا التداول يتم بالتظهير أو التدوير، والتظهير هو قيام المستفيد من الكمبيالة بالتوقيع على ظهرها لصالح مستفيد آخر، وصار بالامكان ادائها أو الحصول على قيمتها في محل انشائها، أي المكان الذي صدرت فيه بعد أن كان ذلك غير ممكناً. وتعرف الكمبيالة في البلاد العربية بأسماء مختلفة هي "السفتجة" و "البوليصة".

ب. **السند الأذني ( Promissory note )**؛ ظهر السند الأذني بعد ظهور الكمبيالة وكان أكثر الأوراق التجارية شيوعاً واستعمالاً بسبب طبيعته، ولما وجد فيه من سهولة، فهو بخلاف الكمبيالة يقوم على التزام بين طرفين حاضرين يتعهد فيه أحدهما للآخر بسداد مبلغ معين، في وقت معين. ويعتبر ظهور المصارف التجارية وانتشارها، السبب الأساسي في انحسار استخدام السندات الأذنية، ذلك أن المصارف اعتمدت على الصكوك كأسلوب آمن في عملياتها التجارية.

ت. **الصك (Cheque)**؛ يمكن اعتبار الصك شكل متطور للكمبيالة، فهو يتفق معها في عدد اشخاصه وفي قابليته للتظهير ولكنه يختلف عنها من حيث أنه لا يسحب إلا على مصرف "بنك"، وعلى هذا النحو فإن الثقة فيه أكبر منها في الكمبيالة. و الصك الشائع استخدامه هو الذي نعرفه كلنا تقريباً غير أن هناك أنواع خاصة من الصكوك يمكن اجمالها في الآتي :

- **الصك المُصدّق (Certified cheque)**، وهو الشيك الذي يقدمه صاحبه، أو حامله إلى البنك المسحوب عليه لتصديقه بما يؤكد اعتماده من قبله، وهذا يعني حجز قيمة الصك لدى المصرف المسحوب عليه إلى أن تسلم للمستفيد، فيكون بذلك مضمون القيمة، فيتم الوفاء به عند تقديمه ولايستطيع المصرف أن يحتج بعدم وجود رصيد أو يرفض تسجيل

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

قيمة الصك. ويترتب على ذلك قيام البنك المصدق للشيك بتجميد قيمته لصالح المستفيد، ويكون الاعتماد بتوقيع البنك المسحوب عليه على صدر، أو ظهر الشيك<sup>(87)</sup>.

- الصك المسدد للحساب (Account paid)؛ وهو الصك الذي يقوم صاحبه، أو حامله، بمنع الوفاء به نقداً، بل يوفي به عن طريق توثيقه في سجلات البنك لصالح المستفيد، بتقيده في حسابه، ويتم تقييد الشيك في الحساب عن طريق الكتابة على ظهر الشيك عبارة "لقيده في الحساب"، أو أي عبارة أخرى تفيد منع الوفاء به نقداً، ويقوم القيد في السجلات مقام الوفاء. وبذلك لا يمكن تقاضي قيمته إلا بعد تقييده في حساب المستفيد، كوسيلة من وسائل الضمان.

- الصك المخطّط (Crossed cheque)؛ يميّز هذا النوع من الصكوك بخطّين متوازيين على وجهه متوازيين بينهما فراغ، بأي اتجاه كان رسمهما، ويحقق وفاء قيمة الشيك عن طريق المقاصة، مما يقلل حجم تداول الشيك في المعاملات التجارية، وعلى هذا النحو فهو صك محدود التداول.

- الصكوك السياحية للمسافرين (Travellers cheque)؛ هو صك معد لاستخدام المسافرين يحرر بقيم محددة، وباسم المستفيد، وهو مسحوب على فروع البنك المسحوب عليه في خارج بلاد الساحب، أو على مراسليه، بهدف الاستفادة منه أثناء السفر، وعدم التعرض لمخاطر حمل النقود، والسفر بها. وصورته أن يودع المسافر في بنك معين في بلده مبلغاً من النقود للحصول عليها في البلاد المسافر إليها ويسحب بقيمة نقوده ما يساويها من الشيكات ويوقع عليها الساحب أمام موظف البنك عند الإيداع، وأمام موظف فرع البنك، أو البنك المراسل عند السحب، ويخضع الشيك السياحي لأحكام الشيك العادي<sup>(88)</sup>.

87 - القليوبي، سميحة، مصدر سابق، ص 460.

88 - ياملكي، الأوراق التجارة، مصدر سابق، ص 268.

وتعد هذه الصكوك من أكثر أنواع الصكوك تمتعاً بالأمان، ولكن هناك خلاف حول اعتبارها من الصكوك، لأن الساحب لهذه الصكوك هو المسحوب عليه نفسه، من الناحية القانونية، ومع ذلك، عملياً لا يمكن أن تسمى الآ صكوكاً ، ولو جوازاً.

- **الصك الإلكتروني** هو صك تنطبق عليه كافة شروط الصكوك، ومواصفاتها، غير أنه ليس ورقياً بل معالج الكترونياً بشكل كلي، أو جزئي. لقد شهدت تقنية المصارف تقدماً ملموساً في الآونة الأخيرة وذلك في مجال السماح لزبائنهم بإجراء عملياتهم المصرفية من خلال شبكة الاتصال الإلكترونية، وهذا ما أدى إلى استخدام الوسائل الإلكترونية لتسوية الكثير من المعاملات المالية، وإبرام الصفقات عبر الانترنت ، ولعل من أبرز وسائل الدفع الإلكترونية هو ما يعرف بالصك الإلكتروني الذي يعد أداة جديدة للدفع الإلكتروني وأحد نتائج الثورة التقنية لما له من ميزة نسبية تتمثل في انخفاض تكاليفه قياساً بتكلفة الصك الورقية<sup>(89)</sup>. ويتضمن، هذا الصك، أمراً من الساحب إلى البنك المسحوب عليه بأن يدفع مبلغاً من النقود لإذن شخص ثالث يسمى المستفيد، وينطبق على الشيك الإلكتروني نفس الأحكام التي تنطبق على الشيك العادي<sup>(90)</sup>.

#### 4-2-4 شهادة الإيداع (CDs- Certificate of Deposit)

##### أولاً؛ مفهوم شهادة الإيداع

شهادات الإيداع هي شهادات أدخار (Saving Certificate) بتاريخ استحقاق معلوم، وهي من أدوات الاستثمار المهمة في سوق النقد، تخول حاملها الحصول على الفائدة. وعموماً هي وديعة لأجل، تقيد أصحاب الأموال من سحب أموالهم عند الطلب، وتصدر عادة من قبل بنوك تجارية وشركات التأمين، وقد يتم تجديدها تلقائياً عند حلول موعد الاستحقاق، ويمكن سحب المبلغ الأساسي من رأس المال والفائدة المضافة إليه عندما

<sup>89</sup> - عيسى، نهى خالد، و مظلوم، اسراء قادر، " الصك الإلكتروني"، مجلة المحقق للعلوم القانونية والسياسية، ع3، ص7/2015، ص562-568. وكذلك أنظر الموقع الإلكتروني؛

[www.traidnt.net](http://www.traidnt.net) [www.xf-ar](http://www.xf-ar)

<sup>90</sup> - طه، بندق، وكمال مصطفى، وائل أنور، الأوراق التجارية ووسائل الدفع الإلكترونية الحديثة، دار الفكر الجامعي، 2007، الإسكندرية، ص 350.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

يحين موعد الاستحقاق، حيث يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدونة على الشهادة، كما في أذونات الخزينة والأوراق التجارية. وتتشابه شهادات الإيداع مع حسابات الادّخار بخلوّها من المخاطر، حيث يتم تأمينها بمبلغ مالي موجود في البنك.

ونظراً لأنها تعتبر بمثابة ودائع لأجل فإنه لا يجوز استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق لكن يمكن التصرف بها عن طريق عرضها للبيع في السوق الثانوي، الذي يتضمن بيوت السمسرة، البنوك التجارية، وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وهناك امكانية سحب الأموال من شهادات الإيداع قبل تاريخ الاستحقاق، إلا أن هذا الإجراء غالباً ما يتعقبه غرامة، ويشار إلى هذه الغرامة على أنها غرامة سحب مبكرة.

### ثانياً؛ معدلات الفائدة

عادة ما تصدر شهادات الإيداع مع تثبيت سعر الفائدة عليها، وهو اما ان يكون ثابتاً (Fixed Rate) او عائماً (Floating Rate) في ظل ظروف السوق المعتادة او مدد الاستثمار، حيث ان الشهادات طويلة الأجل لديها معدلات فائدة أعلى بالمقارنة مع شهادات الإيداع قصيرة الأجل، و ذلك لأن المستثمر قد تخلى عن فرصة استخدام الأموال لفترة محددة من الزمن، وبناءً عليه يتم تعويضه عن طريق كسب المزيد من الفائدة، كلما طالت مدة الاستثمار في هذ الشهادات. ويكون معدل الفائدة على القيمة الاسمية للشهادات القابلة للتداول أعلى من مثيلاتها غير القابلة للتداول في السوق النقدية، طالما تضمنت حق الاختيار لحاملها والتي تمنحه ميزة التحوط (Hedging)، إزاء مخاطر تغيرات الأسعار المستقبلية إذا ما تغيرت أسعار الأسهم العادية<sup>(91)</sup>، علماً أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق، حيث تتراوح مدة شهادة الإيداع عموماً من شهر إلى خمس سنوات.

<sup>91</sup> - الداغر، محمود، مصدر سابق، 117.

ونشير هنا، ان التعامل بهذه الشهادات يتم في السوق الثانوي للأوراق المالية وذلك على نفس الأسس المتبعة في التعامل مع السندات، إذ انها تباع على أساس المردود أو الربح (Yield) وليس على أساس الخصم (Discount) كما هو حال معظم أدوات النقد<sup>(92)</sup>.

### ثالثاً؛ أنواع شهادات الإيداع المتاحة

قد تتباين هذه الشهادات بين البنوك والجهات المصدرة لها، تبعاً لمعدلات الفائدة أو القيمة الاسمية للشهادة، إلا انها اجمالاً يمكن ان تصنف الى نوعين رئيسيين؛

- شهادات الإيداع الصغيرة التي تقل قيمتها عن 100,000 دولار. ويكون لبعض هذه الشهادات حد أدنى من متطلبات الاستثمار، فعلى سبيل المثال، قد تتطلب مؤسسة مالية ما لا يقل عن 1000 دولار لفتح شهادة إيداع.
- شهادات الإيداع الكبيرة أو الضخمة التي تزيد قيمتها عن 100,000 دولار وتعتبر جميع الشهادات الكبيرة وكذلك الصغيرة قابلة للتفاوض.

### رابعاً؛ مزايا شهادات الإيداع

تتبارى البنوك والمصارف في جذب المستثمرين لاقتناء شهادة الإيداع، سواء في تقديم معدل فائدة متغير تبعاً لمدة الإيداع و/أو في تقديم الحوافز والجوائز، ومع ذلك يمكن ايجاز أهم هذه المزايا في؛

- إمكانية الحصول على تمويل بضمان قيمة شهادة الإيداع.
- مرونة في اختيار طريقة الحصول على الفائدة المدفوعة اما مقدماً أو كل ثلاثة أشهر أو عند تاريخ الاستحقاق.
- إمكانية طلب بطاقة ائتمانية بضمان شهادة الإيداع.
- إمكانية اختيار مدة الشهادة: سنة واحدة أو اكثر.
- إمكانية حامل هذه الشهادة من بيعها أو التنازل عنها بسوق التداول المالي.

---

<sup>92</sup> - مطر، محمد، "إدارة الاستثمارات....."، مصدر سابق، ص201.

#### 4-2-5 اتفاقية إعادة الشراء (Repurchase Agreement-Repo): اتفاقية البيع والشراء (\*) :

##### أولاً: مفهوم اتفاقية إعادة الشراء

شكل من أشكال الاقتراض القصير الأجل، يلجأ إليها تجار متخصصون في بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية لتحويل مخزون اضافي من الأوراق المالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لبضعة أيام قليلة وقد تمتد لمدة أطول قد تصل إلى شهر أو أكثر، إذ يبيع التاجر الأوراق المالية الحكومية للمستثمرين لمدة زمنية قصيرة، في الغالب يوم واحد ثم يقوم بشرائها في اليوم التالي، وهكذا. ويمكن تفسير العملية كما يلي؛ بالنسبة للطرف الذي يبيع الورقة المالية ويوافق على إعادة شرائها في المستقبل فإنها تكون اتفاقية إعادة شراء، وبالنسبة للطرف الآخر الذي يشتري الورقة المالية ويوافق على بيعها في المستقبل فإنها تكون اتفاقية إعادة شراء معكوسة، وبسعر أعلى قليلاً، وبالتالي يتم تحقيق أهداف كلا الطرفين.

- الريبو؛ اتفاق إعادة الشراء ( Repurchase Agreement/ repo )
- الريبو العكسي؛ اتفاق إعادة الشراء المعكوس ( Reverse repurchase agreement/ Reverse repo )

وان اتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء المعكوس من الاستثمارات قصيرة المدى المضمونة بالأوراق المالية الحكومية ( Collateral ) .

وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التجار إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر ( بصفة مؤقتة ) أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم بنفس الوقت بإبراد صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر، وهكذا تنتهي

\* انظر هذا الموضوع فيما يتعلق بالاسهم ... الفصل الثاني؛ 2-1-1/- ثانياً.... من هذا الكتاب.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر وعودة الأموال إلى المستثمر. ويعتبر الفرق بين قيمة عقد البيع وقيمة عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة. ومن المعروف أيضاً أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تبقى في حوزة التاجر، وإن كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر.

### ثانياً؛ اتفاقية إعادة الشراء المعاكس (Reverse Repo Rate)

أن الريبو والريبو العكسي من أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي للتحكم في معدلات السيولة النقدية، ويقوم بموجبها لإقراض من المصارف التجارية من أجل سحب أو ضخ السيولة في السوق للسيطرة على المعروض النقدي، حيث أن معدل الريبو هو سعر فائدة لليلة واحدة أو مدة زمنية قصيرة للغاية لعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية ما بين البنك المركزي والمصارف التجارية.

تفسر عملية الريبو من خلال شراء البنك المركزي للأوراق المالية من المصارف التي تتعهد بإعادة شرائها من البنك المركزي بعد انقضاء مدة زمنية معينة. أي معدل الريبو يستخدم لإقراض المصارف التجارية الأموال التي تحتاجها لمواجهة طلبات السيولة، أما الريبو العكسي فهو معدل الفائدة الذي تودع به المصارف التجارية أموالها لدى البنك المركزي، إذن هناك عملية ريبو وهناك ريبو معاكسة:

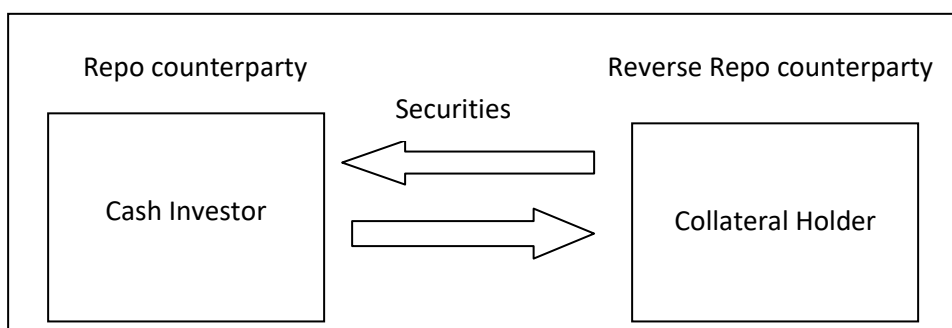
- الطرف الذي يبيع الأوراق المالية الحكومية ( غالباً السندات ) يسمى بائع أو مُقترض؛

البائع ⇐ مُقترض لأنه تنازل عن الأوراق المالية للحصول على نقد مع اتفاق بإعادة شراء هذه الأوراق ( ريبو )؛

- الطرف الذي يقوم بشراء الأوراق المالية الحكومية يسمى مُقرض؛

المشتري ⇐ مُقرض لأنه اشترى الأوراق المالية و أعطى النقد مع اتفاق بإعادة بيع هذه الأوراق ( ريبو عكسي ).

#### مخطط (4) اتفاقية الريبو والريبو العكسي



المصدر؛ الموقع الالكتروني؛

<https://www.facebook.com/1basispoint/posts/2715544641823680/>

عندما يتم رفع معدل الريبو العكسي فإن المصارف التجارية تتشجع للأحتفاظ بفائض اموالها لدى البنك المركزي، بالتالي تصبح تكاليف الحصول على القروض أعلى مما يؤدي الى سحب السيولة الفائضة من السوق.

أما عندما ينخفض معدل الريبو العكسي فإن المصارف التجارية تجد من الأفضل الأحتفاظ بالسيولة لديها وتشجيع الأقرض، وبالتالي يتم ضخ المزيد من السيولة في السوق:

- في حالة احتياج مصرف تجاري لسيولة عاجلة وعدم توفر من يقرضه من المصارف الاخرى يلجأ للبنك المركزي، حيث يقوم ببيع الأوراق المالية الحكومية التي بحوزته للبنك المركزي مع وعد بإعادة شراءها بفائدة اعلى وهي ما تعرف بالريبو.

- في حالة توفر سيولة فائضة عن حاجة ذلك المصرف وعدم توفر زبائن لإقراضهم، فانه يقوم بشراء الأوراق المالية الحكومية من البنك المركزي مع وعد بان يقوم المركزي بإعادة شراءها بفائدة اعلى، وهو ما يعرف بالريبو العكسي وبالتالي تحقيق مكسب للبنك التجاري.

#### ثالثاً؛ أنواع اتفاقيات إعادة الشراء

توجد ثلاثة أنواع من اتفاقيات إعادة الشراء<sup>(93)</sup>؛

<sup>93</sup> - الموقع الالكتروني؛ <https://trading-secrets.guru/>



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

- النوع الأول الذي تتطلب فيه المعاملة ضمان السندات (او أي ورقة مالية) في بداية الاتفاقية والاستحقاق في عملية إعادة الشراء المتخصصة، وهذا النوع من الاتفاق لايس شائعاً جداً؛
- النوع الثاني هو عقد إعادة شراء الضمان، حيث يتلقى البائع نقداً لبيع الضمان ولكنه يحتفظ به في حساب حفظ الأوراق المالية للمشتري، هذا النوع من الاتفاق هو أقل شيوعاً لأن يوجد خطر على البائع، وقد يصبح متعسر، والمقترض قد لا يتمكن من الوصول إلى الضمان؛
- النوع الثالث هو الأكثر شيوعاً في اتفاقية إعادة الشراء هي اتفاقية إعادة شراء الطرف الثالث، وفي هذا الترتيب، يقوم المخلص الجمركي أو البنك بإجراء المعاملات بين المشتري والبائع حيث يحمي مصالح كل منهما، وهي تحتفظ بالأوراق المالية وتضمن استلام البائع نقداً في بداية الاتفاق، ويقوم المشتري بتحويل الأموال لصالح البائع ويسلم الأوراق المالية عند الاستحقاق.

### 3-4 سوق تداول العملات الأجنبية "Foreign Exchange Market"

#### 1-3-4 المفهوم والأهمية

سوق تداول العملات الأجنبية هو سوق يتم فيه تداول العملات الأجنبية (بيع وشراء) مقابل العملة المحلية أو تحويل عملة أجنبية إلى عملة أجنبية أخرى، تبعاً لـ "سعر الصرف"، ويطلق عليه اختصاراً؛ سوق فوركس "Forex Market". وهو سوق يمتد في جميع أنحاء العالم حيث تصرف العملات من قبل عدة مشاركين، مثل البنوك العالمية والمؤسسات الدولية والأسواق المالية والنقدية والمتداولون الأفراد. والسوق يتحرك تحركات هادئة أو تحركات سريعة، وأسعار العملات تواصل الصعود والهبوط مما يتيح فرص استثمار عديدة و كبيرة لتحقيق الأرباح. وتتم هذه العملية عبر وسطاء أو عبر اسواق محلية او عالمية، و تعتمد في نشاطها على ازدهار الحركة التجارية وتطور العلاقات الدولية، وعلى قوة الإقتصاد والتقدم التقني في البلد. ويرى معظم الخبراء الاقتصاديون أن أسواق العملات هي أسواق اعتيادية خلقتها التقنية وسهلت انتشارها في الآونة الأخيرة، ولتأثر سوق الفوركس بالتقنية، استطاع هذا السوق استقطاب مجموعات كبيرة من المستثمرين خلال السنوات الحالية بفضل انتشار التقنية ووسائل الاتصالات.

أن التذبذب في اسعار العملات هو امر دائم و يحصل يومياً مما يتيح تكرار هذه الفرصة بعدد كبير من المرات يومياً. بالمقابل فإن انخفاضاً بالسعر يمكن أن يحقق خسارة أيضاً، حيث يتميز سوق العملات بعنصرين أساسيين :

- الحساسية المفرطة للظروف السياسية والاقتصادية مما يزيد من درجة المخاطرة؛
  - سوق يفتقر إلى الإطار المادي ويتعامل بواسطة أدوات الاتصال الحديثة.
- وسوق العملات الأجنبية هو، في حقيقته، سوق التداول بين البنوك (Interbanking) وهو بالأساس سوق تغطية الاحتياجات التجارية من العملات الأجنبية لتغطية أثمان الصفقات التجارية. ومن خلال التداول بين البنوك و تحقق الفائدة من فروقات أسعار الصرف انتظمت أسواق متعددة منها على سبيل المثال لا الحصر سوق تبديل العملات ( الصرافة ) و سوق المستندات الائتمانية، ومنها أيضاً أكبر هذه الأسواق على الإطلاق

سوق ( أو بورصة ) تداول العملات، كما أخذ سوق التداول الإلكتروني بالاتساع والازدياد على المستوى الدولي.

ومن السهل فهم سوق العملات الأجنبية عندما نتبين أن العملة عبارة عن سلعة تتغير قيمتها في مقابل العملات الأخرى كما هو الحال بالنسبة للأصول الأخرى مثل الذهب والنفط. عند التعامل في العملات الأجنبية، تباع عملة في مقابل عملة أخرى وبما يعبر عنه بـ سعر الصرف وهو تعبير عن القيمة النسبية بين عملتين.

#### 4-3-2 خصائص سوق العملات الأجنبية

- ليس هناك مكان محدد لإتصال البائعين والمستثمرين، إذ يمكن ان تتم العمليات عن طريق "الفاكس" أو "الهاتف" أو "الأنترنت" وغيرها من سبل الاتصالات الحديثة.
- انخفاض وربما انعدام تكلفة للتعاملات، إذ تتم غالبية التداولات في العملات الأجنبية خارج البورصة وبدون عمولة. ولأن الفروق منخفضة، تصبح تكلفة التداول أقل بكثير من الأصول الأخرى مثل الأسهم.
- تكافؤ الحصول على معلومات السوق؛ في مجال العملات الأجنبية، حيث تعتبر الميزة الوحيدة التي تتميز بها البنوك هي تدفق المعلومات. ولكن سوق العملات الأجنبية سوق مفتوح حيث يمكن لجميع المشاركين تقريباً الحصول على نفس المعلومات الخاصة بحركة السوق كغيرهم.
- ومن الخصائص المهمة لسوق العملات هي خاصية التوازن حيث يختلف عن سوق الأسهم في أنه لا يهبط، فعندما تفقد الأسهم قيمتها في الاسواق المالية يكون هذا انهياراً، أما إذا انهار الدولار مثلاً فإن ذلك يعني فقط أن عملة أخرى صارت أقوى، مثال لذلك، الين الياباني الذي صار في بضعة أشهر من عام 1998 أقوى مقارنة بالدولار، إذ وصل هبوط الدولار لبعض الأيام في تلك السنة لعشرات في المائة، بالرغم من ذلك لم يحدث انهيار للسوق واستمرت المعاملات كالعادة، وذلك لأن العملة تعتبر بضاعة كاملة السيولة يمكن شراؤها أو بيعها في كل الأوقات.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- احتمال تحقيق الربح بغض النظر عن اتجاه السوق؛ إن سوق العملات الأجنبية سوق حر، يمكن للأسعار أن ترتفع وتخفض بسهولة. إذا اعتقد المتداول أن قيمة عملة معينة ستخفض، لا توجد قيود عليه تمنعه من بيعها ولكن هناك تكاليف يجب التفكير بها إذا بقي في نفس المركز لأكثر من يوم. إن احتمال الربح موجود في العملات الأجنبية سواء قام المتداول بالبيع أو الشراء أو إذا كان السوق في الارتفاع أو الانخفاض.
- الأدوات المتاحة لإدارة التداول في السوق، هي:
  - أمر التحديد (limit order) ؛ و هو أمر أو إغلاق صفقة يتم وضعه عند سعر يراه المتداول كافياً لتحقيق ربح، أو فتح صفقة يراه المتداول مناسباً لدخول السوق.
  - أمر وقف الخسارة (stop loss order)؛ هو أمر إغلاق صفقة يرغب به المتداول لإنهاء عقد متحماً خسارة مقبولة لديه و وقف خسائر أكبر يمكن أن تتحقق.
  - أمران ينهي أحدهم الآخر (OCO - Order Cancel Order)؛ أمران يوضعان لإنهاء عقد بسعران يحيطان السعر الذي نفذت به الصفقة، أحدهما يحقق ربح و الآخر خسارة يقبلهما المتداول.

### 4-3-3 سعر الصرف

يُسمى السعر الذي يتم به التداول بين العملات بـ سعر الصرف (Exchange Rate)، لتلبية متطلبات العلاقات التجارية أو المالية بين الدول، وبموجب هذا السعر تتم عملية تسليم واستلام العملات لحظة أبرام عقد الصرف<sup>(94)</sup>. هذا السعر يتغير وباستمرار، وربما حتى خلال اليوم الواحد وفقاً لأحجام العرض والطلب على العملات الدولية. هذه العملية تتم في شكل أزواج عملات، حيث أن سعر عملة أي دولة لا يتحدد إلا عند مقابله مع سعر عملة دولية أخرى، و يتم تداول غالبية العملات مقابل الدولار الأمريكي (USD)<sup>(95)</sup>.

<sup>94</sup> - عطية، عبد القادر محمد عبد القادر ، "دراسات الجدوى التجارية و الاقتصادية و الاجتماعية مع

مشروعات BOT"، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2001 ، ص 33 - 35،

<sup>95</sup> - الدولار الأمريكي هو العملة الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويساوي (100) سنت ويرمز له

بـ \$، ويرمز للسنت بـ ¢.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

و العملات الأربع الأكثر تداولاً بعده هي اليورو (EUR)، الين الياباني (JPY)، الجنيه الاسترليني (GBP) والفرنك السويسري (CHF). تُشكّل تلك العملات الخمسة غالبية السوق و تُسمى العملات الرئيسية، وهناك من يضيف الدولار الاسترالي (AUD).

### العملات الأساسية في سوق الفوركس

المرتبة	العملة	مختصر الدولة	رمز
1	 الدولار الأمريكي	USD	\$
2	 اليورو	EUR	€
3	 الين	JPY	¥
4	 الجنيه الاسترليني	GBP	£
5	 فرنك سويسري	CHF	-
6	 دولار أسترالي	AUD	\$

أولاً؛ كيف تتم قراءة سعر الصرف<sup>(96)</sup> ؛

- سعر البيع (العرض Bid) ؛ هو قيمة عملة الأساس التي يطلبها البائع مقابل وحدة معينة من أية عملة أخرى؛
- سعر الشراء (الطلب Ask) ؛ هو قيمة عملة الأساس التي يدفعها المشتري مقابل وحدة معينة من أية عملة أخرى.

Ask > Bid → Profit (Spread)

ويكون سعر الشراء عادة أعلى من سعر البيع<sup>(\*)</sup>، وبما يمثل هامش ربح فوري الى الطرف القائم على إبرام العقد سواء اكان البنك أو صانع سوق أو وسيط أو مكتب صرافة العملة،

<sup>96</sup> - للمزيد من المعلومات انظر الموقع الالكتروني :

<http://www.yallaforex.net/school-yallaforex-pages/9.htm..>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ويسمى فارق النقاط هذا بـ "السبريد" (Spread). وتعرض اسعار العملات في شاشة خاصة يطلق عليها " شاشة مراقبة السوق" (Market Watch)، تعرض اسعار العملات لحظة بلحظة، كما في الشكل أدناه:

Market Watch 11:52:34		
Symbol	Bid (سعر البيع؛ العرض)	Ask (سعر الشراء؛ الطلب)
EUR/USD	1.3599	1.3602
GBP/USD	1.6198	1.6200
USD/JPY	97.72	97.74
USD/CHF	0.9021	0.9023
AUD/USD	0.9385	0.9387

### ثانياً؛ العملة الأساس والعملية المقابلة؛

- عملة الأساس هي العملة الاولى التي تظهر على يسار الشاشة.
  - العملة الثانية تظهر على يمين الشاشة وتسمى عملة القراءة أو العملة المضادة أو عملة التسعير أو العملة المقابلة.
- وغالباً ما يفصل بين العملتين خط مائل ( / )، وبالتالي فان العملة المقابلة هي مقام الكسر في هذه المعادلة وعملة الأساس هي بسط الكسر، وتساوي دائماً (1) صحيح (\*)، أذن:

ان كل واحد صحيح من عملة الأساس (بسط الكسر) يشتري وحدات من العملة المضادة ( مقام الكسر)

وتقرأ كما يلي:

\* فمثلاً، السعر الأقل بينهما هو الذي يشتري البنك على أساسه العملة، أما السعر الأعلى فهو سعر بيعه للعملة ، والفرق بينهما هو ما يطلق عليه اسم السبريد. بعبارة أخرى، السبريد هو العائد الذي يحصله البنك من عمليات تصريف العملات التي يقدمها لعملائه او هي عمولة الوسيط.

\* مثلاً، سعر صرف ( Eur / USD ) = (1.2083)، يُحدد لمشتري اليورو، يعني أنه يجب دفع (1.2083) دولار أمريكي للحصول على (1) يورو.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- $(\frac{EUR}{USD})$  ..... أو .... EUR/USD ؛ اليورو/الدولار الأمريكي: وتقرأ كما يلي؛ كم دولار أمريكي يلزم لشراء واحد يورو؛ وهذا يعني ان اليورو أقوى من الدولار، وهكذا بالنسبة لبقية العملات، وكما يلي:
  - الجنيه الاسترليني/الدولار الأمريكي: GBP / USD : كم دولار أمريكي يلزم لشراء جنيه أسترليني واحد، الجنيه الاسترليني أقوى من الدولار.
  - الدولار الأمريكي/الين الياباني: USD / JPY : كم ين ياباني يلزم لشراء واحد دولار أمريكي، الدولار الأمريكي أقوى من الين الياباني.
  - الدولار الأمريكي/الفرنك الفرنسي: USD / CHF : كم فرنك سويسري يلزم لشراء دولار أمريكي واحد، الدولار الأمريكي أقوى من الفرنك الفرنسي.
  - AUD / USD : كم دولار أمريكي يلزم لشراء دولار أسترالي واحد، وهو الأقوى.
  - USD / CAD : كم دولار كندي يلزم لشراء واحد دولار أمريكي.
- وتقرأ العلاقة (سعر الصرف) كم سيحصل البائع من العملة المضادة (المقابلة) عندما يبيع وحدة واحدة من عملة الأساس. وسعر الصرف يقرأ من زوايا مختلفة تبعاً للطريقة التي يتم التعامل بموجبها، فلو أخذنا، على سبيل المثال، سعر صرف يورو/دولار (EUR / USD)، كما مؤشر في الجدول السابق، فانه يقرأ بالطرق التالية:
- الطريقة الأولى: قراءة سعر الصرف بطريقة الدفع، وهنا تكون القراءة كما يلي:
    - أشتري (1) يورو وادفع (1.3602) دولار أمريكي. أو
    - بيع (1) يورو واحصل على (1.3599) دولار أمريكي
  - الطريقة الثانية: قراءة سعر الصرف بطريقة البيع والشراء، تكون القراءة كما يلي:
    - ان سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي هو (1.3602) سعر شراء و (1.3599) سعر البيع.
  - الطريقة الثالثة: قراءة سعر الصرف بطريقة العرض والطلب، تكون القراءة:
    - سعر الطلب (أو السؤال Ask) هو (1.3602)
    - سعر العرض (أو العطاء Bid) هو (1.3599)
  - الطريقة الرابعة: قراءة سعر الصرف بطريقة البوينت (Point)، وكما يلي:

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- سعر الشراء (1) دولار أمريكي و (36) سنت و (2) بوينت
- سعر البيع (1) دولار أمريكي و (35) سنت و (99) بوينت

أما إذا عكسنا سعر الصرف الى USD/EUR فهذا يعني معرفة سعر عملة الدولار  
الامريكي الواحد (عملة الأساس هنا) مقابل عملة اليورو (العملة المقابلة) :

Symbol	Bid	Ask
USD/EUR	1/1.3599	1/1.3602

بالتالي ان ناتج سعر الصرف يقرأ كما يلي:

Symbol	Bid	Ask
USD/EUR	0.7353	0.7382

وهذا معناه:

- أشتري (1) دولار أمريكي وادفع (0.7382) يورو
  - بيع (1) دولار أمريكي واحصل على (0.7353) يورو
- وهناك نوعان من نظم سعر الصرف:
- نظام سعر الصرف المرن؛ في هذا النظام، للعملة "حرية" التعويم وتحدد قيمتها قوى السوق.
  - نظام سعر الصرف المحدد؛ وهو النظام الذي لا يسمح للعملة أن تتذبذب بحرية، حيث يتم ربط سعرها إما بعملة أخرى مثل الدولار الأمريكي بسعر معين أو بسلة عملات. وفي هذا النظام المحدد، يستخدم البنك المركزي الاحتياطي الخاص به من العملات لمنع تحرك الأسعار.

### ثالثاً؛ هدف المستثمر

من المتاجرة بالعملات الأجنبية هو تحقيق الربح من تحركات العملات الأجنبية. و تتم المتاجرة بالعملات الأجنبية بشكل زوجي دائماً، على سبيل المثال، سعر صرف: اليورو/ دولار أمريكي في سنة معينة كان (1.0857) دولار، لو أن المستثمر كان قد اشترى



(1000) يورو في ذلك التاريخ، لكان دفع (1085.7) دولار أمريكي. و بعد سنة، أرتفع السعر (1.2083)، ما يعني أن قيمة اليورو قد ازدادت بعلاقتها مع الدولار الأمريكي. يمكن للمستثمر الآن بيع الـ (1000) يورو ليستلم بدلا عنها (1208.3) دولار أمريكي، و هكذا، سيكون لدى المستثمر (122.6) دولار أمريكي (1085.70 - 1208.30) أكثر مما بدأ به منذ سنة ماضية. ولكن، لمعرفة فيما إذا كان المستثمر قد قام باستثمار جيد، يجب على المرء مقارنة خيار الاستثمار هذا مع استثمارات بديلة. وتعتمد آلية عمل السوق على قوى العرض والطلب في ضوء التطورات والأحداث السياسية والإقتصادية و لها تأثير في توجهات المستثمرين وارباحهم.

#### رابعاً؛ العوامل المؤثرة في سعر الصرف تصنف إلى مجموعتين؛

##### المجموعة الاولى؛ عوامل اقتصادية وسياسية :

- الظروف الاقتصادية للدولة، إضافة إلى تطور سوق الاستيراد والتصدير؛
  - وضع ميزان المدفوعات للدولة وأثره على أسعار الفائدة؛
  - القروض الدولية والمساعدات الخارجية، ظروف التضخم، الأحداث السياسية.
- ##### المجموعة الثانية؛ عوامل فنية :

- ظروف السوق النقدي وظروف المتعاملين فيه؛ من خلال الأخبار والتقارير، وما يترتب عليها من تأثير مباشر على اسعار الصرف، كما في الإشاعات والتصريحات المستمرة؛
- العرض والطلب من العملات الأجنبية، وسرعة دورانها وتوفير السيولة اللازمة؛
- خبرة ومهارة المتعاملين؛ بظروف السوق ومدى تأثيرها على اسعار الصرف؛
- المتغيرات والحاجة للعملة؛ والمقصود بذلك التغيرات في السوق المالي، إذ ان ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالي مثلاً، يؤدي الى طلب أكبر على السوق النقدي مما يترتب عليه إرتفاع أسعار العملات فيه، إضافة الى انه كلما زادت الحاجة لعملة معينة كان من الصعب الحصول على سعر صرف أفضل.

#### 4-3-4 المشاركون في سوق العملات الأجنبية

هناك أنواع عديدة من المشاركين في سوق العملات الأجنبية وهم في أغلب الأحيان ينشدون نتائج مختلفة، وهم؛

أ. البنوك العالمية: البنوك هم أكبر وأهم اللاعبين في ساحة تجارة العملات العالمية، حيث تجري الألاف من الصفقات اليومية على مدار الساعة، يتبادلونها بين بعضهم أو مع الزبائن أو المستثمرين العاديين، عبر ممثلهم الدائمين في هذا المجال. ولا يخفى أيضاً أن التأثير الأكبر في تحريك السوق وتحديد وجهته ينحصر في يد كبار البنوك العالمية، إذ أن صفقاتهم اليومية تبلغ مليارات الدولارات(\*).

\* - وهم الأنظمة التي يتم التعامل معها من قبل هذه البنوك عن طريق شبكة الانترنت، هو ما يطلق عليه بـ "المتاجرة بالهامش (Margin trading)"، والذي يقوم على فكرة إمكانية المتاجرة بـ "أضعاف رأس المستثمر وزيادة قدرته الشرائية"، في سوق الأوراق المالية والعملات الأجنبية؛ فوركس، من خلال الرافعة المالية (Leverage) وهي نسبة تضعها البنوك أو شركات الوساطة لمضاعفة القدرة الشرائية لرأس المال المستثمر، وهي وإن كانت متباينة بين البنوك، إلا أن أشهرها؛  $1/50$ ،  $1/100$ ،  $1/200$ ، ...  $1/400$ ، الخ. وهي تعني القدرة الشرائية للدولار الواحد، فمثلاً؛  $(1/50)$  أن كل دولار تكون قدرته الشرائية (50) دولار، و  $(1/100)$  تعني أن كل دولار تكون قدرته الشرائية (100) دولار. وقد ساهم هذا النظام على تنشيط سوق الأوراق المالية على الشبكة الدولية؛ الانترنت، وبقدر ما يساهم هذا النظام في مضاعفة رأس المال في جني الأرباح من مبالغ صغيرة، كقدرة شرائية لرأس المال المستثمر، إضافة إلى ما تجنيه شركات الوساطة من العمولات، فهو في ذات الوقت نظام يتضمن مخاطر كبيرة من خسائر لا يمكن تجاهلها. إذ أن الكثير من المعاملات التي تجريها البنوك، وشركات الوساطة في الأسواق المالية معاملات تعتمد على المخاطرة، والمجازفة (المضاربة). ولذا فهي سوق محفوفة بالمخاطر لشدة حساسيتها، وسرعة تأثرها هبوطاً وصعوداً بأمور كثيرة متشابكة، والمتعاملون فيها لا يقصدون تملك ما يشترون، والاحتفاظ به، وإنما قصدهم جني الأرباح السريعة التي قد تحصل من ورائها، ولا يهتمون أيضاً لمسألة القبض فيما يشترونه، بل إنه يشترط عليهم عدم القبض. ولكنه يعتمد على فكرة "الربا" فإن استخدامه محدود جداً في العالم الإسلامي. ويمكن الاطلاع على المزيد من تفاصيله وآليات العمل على مواقع شبكة الانترنت، وكذلك؛

- هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مركز الدلتا للطباعة/الاسكندرية، 2006.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ب. **البنوك المركزية** : هذه البنوك تجري صفقاتها في هذا السوق بتكليف من حكوماتها، وهي تتحرك في معظم الاحيان للتأثير في مجرى الوجهة التي تتخذها عملاتها الخاصة، بحسب المصلحة التي تنسجم مع سياساتها المالية والنقدية، وتحمي بالتالي مصالحها الاقتصادية.

ت. **البنوك التجارية**؛ في هذا السوق تتعامل البنوك التجارية بشكل كبير، حيث تتصل فيما بينها ومع الوسطاء من خلال غرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية، وفي حالة عدم وجودها يتم التعامل عبر وسطاء ومقابل عمولة محددة؛

ث. **الصناديق الاستثمارية**: تعود في معظمها الى مؤسسات استثمارية، او صناديق تقاعد، او شركات تأمين، تتدخل في السوق بحسب ما تمليه مصالحها، واهم أنواعها صناديق التحوط (Hedge Funds)\*.

وتختلف صناديق التحوط عموماً عن صناديق الاستثمار المشتركة، حيث إن استخدامها للرافعة المالية لا يحده المنظمون، كما أنه يختلف عن صناديق الأسهم الخاصة، حيث تستثمر غالبية صناديق التحوط في الأصول السائلة نسبياً<sup>(97)</sup>.

---

- القضاة، موسى مصطفى موسى ، " المتاجرة بالهامش وأثرها في إحداث الأزمة المالية العالمية من منظور شرعي"، منشور في مجلة صالح كامل للأقتصاد الإسلامي في الأزهر، 2010، ص1-23.

- موسى، عبد العزيز فرج، " أحكام المتاجرة بالهامش دراسة فقهية مقارنة"، كلية الشريعة والقانون بالقاهرة، 2013

- الموقع الإلكتروني؛ شركة هينب المحدودة - بوابتك للاستثمار في أسواق العملات.

<https://www.binance.vision/ar/economics/what-is-margin-trading>

\* سناتي الى ذكر هذه الصناديق في الفصل السابع من هذا الكتاب؛ 3-7، ان شاء الله.

<sup>97</sup> - أشهر هذه الصناديق نذكر " كوانتوم " Quantum Hedge Fund ، شتاينهارت ، النمر وغيرها. يشير البعض إلى أن صناديق التحوط ساهمت في أزمة العملة الأوروبية في عام 1992 (انهيار الجنيه الاسترليني)، وأزمة العملة المكسيكية في عام 1994 ، وأزمة العملة الآسيوية في عام 1997 (التلاعب بأسعار النفط). وهناك 1000 شركة ، تملك حوالي 120 مليار دولار، معظمها تدار في الواقع من قبل حوالي 20 صندوق. هذه الصناديق تعمل بمرونة أكبر من الصناديق الاستثمارية أو أي صناديق الأخرى، انظر الموقع الإلكتروني؛ <https://www.quantumamc.com>

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

ج. عملاء تجارة العملات: مهمة هؤلاء تنحصر في الربط الدائم بين المشتري والبائعين. بتعبير آخر هم يتحركون من جهة كوسطاء بين مختلف البنوك، ومن جهة ثانية بين البنوك والمستثمرين العاديين، مقابل حصولهم على عمولة.

ح. الاشخاص المستقلون: هؤلاء هم الاشخاص العاديون الذين يجرون يومياً عمليات تبديل هائلة بين العملات لتمويل رحلاتهم المزمعة، أو لتأمين الحصول على مرتباتهم أو على تقاعدهم .... الخ.

#### 4-4 مقارنة بين أسواق الأوراق المالية والأسواق النقدية

ان أسواق النقد وأسواق رأس المال (أسواق الأوراق المالية) هما المكونين الأساسيين لسوق المال، بغية أستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة ذات العائد المجزي بأقل التكاليف، وبما يضمن بالمقابل مصلحة الأطراف المتعاملة من خلال توجيه الإذخارات في توظيفها في استثمارات تنهض بالواقع الاقتصادي للبلد.

■ **السوق المالية (Marché financier):** هو السوق الذي تتم فيه عمليتي الإقراض و الاقتراض في الآجال المتوسطة و الطويلة و يلتقي فيها العرض و الطلب عن طريق الأشخاص و المؤسسات التي تمتلك رؤوس الأموال و التي تزيد اقتراضها بمعدل فائدة بالطلب المتمثل في بعض الأحيان برجال الصناعة و التجار الذين يبحثون عن رؤوس أموال جديدة.

و يتم التعامل بالأوراق المالية في هذه السوق عبر سوقين أساسيين هما(\*):

أ. **السوق الأولية (Primary market):** هي جزء من السوق المالية، حيث يتم شراء و بيع الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية التي تطرح للتداول، لهذا تعرف بسوق الإصدارات حيث تقوم الدولة بإصدار قرض عام عن طريق السندات، و بعد عمليات الاكتتاب في الأوراق المالية عن طريق البنوك مقابل فائدة معينة يتحدد سعرها حسب العرض والطلب، و هو غالباً أعلى من سعر الفائدة في الورق النقدي الذي تحدده البنك المركزي ثم تنتقل هذه السندات والأسهم كمرحلة ثانية إلى سوق ثانوية.

ب. **السوق الثانوية (Secondry market):** : في هذه الأسواق يتعامل بالأوراق المالية التي صدرت سابقاً، وذلك داخل البورصات عكس السوق الأولية التي يتم فيها التعامل خارج البورصات. وهذه السوق الثانوية هي ما ندعوها بورصة القيم المنقولة.

---

\* سبق وإن تم التطرق وبنوع من التفصيل الى هذين السوقين في الفصل الاول/ 1-2 ...من هذا الكتاب.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

مواصفات أسواق رأس المال	أدوات سوق رأس المال
طويلة الأجل	سندات بأنواعها
مخاطرة مرتفعة نسبياً	أسهم ممتازة
عائد مرتفع نسبياً	أسهم عادية
سيولة مختلفة	أرباح محتجزة

■ **السوق النقدية (Money Market) :** على عكس السوق المالي فهي سوق لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، التي تتم فيها عملية الإقراض و الاقتراض من المؤسسات المصرفية، فهو سوق التعامل بين البنوك، حيث تلجأ البنوك إلى هذه الأسواق لتوفير احتياطي من السيولة (Liquidity) في حسابها المفتوح لدى البنك المركزي لمواجهة عمليات السحب التي يقوم بها الزبائن، و تتم الصفقات هنا بين البنوك نفسها التي تقرض مع بعضها البعض، حيث يتحدد سعر الفائدة من طرف البنك المركزي و بالتالي هذا المعدل يتحدد وفقاً للسياسة النقدية للدولة، في فترات التضخم تعمل على رفع سعر الفائدة لتحقيق حجم الأوراق النقدية المتداولة و تخفض إذا أرادت تنشيط الاقتصاد.

مواصفات أسواق النقد	أدوات سوق النقد
مقيدة الأجل	أذونات الخزينة
مخاطرة منخفضة نسبياً	شهادات الودائع
عائد منخفض نسبياً	القبولات المصرفية
حماية رأس المال	الأوراق التجارية
سيولة عالية	اتفاقية إعادة الشراء

وعلى ضوء ما تقدم يمكن القول، ان سوق رأس المال (Capital Market) ، هو عبارة عن تلك السوق التي تجمع وتركز عرض وطلب الأموال لأجل طويل، وهذا ما يميزها عن السوق النقدية (Money Market) ، التي تتعامل بالائتمان لأجل قصير. كما تتميز السوق المالية بكونها تتعامل فيما يسمى بالأوراق المالية سواء كانت أوراق حكومية أو أوراق لمشروعات خاصة، بخلاف السوق النقدية التي تتعامل أساساً فيما يسمى بالأوراق التجارية، وتتواجد مؤسسات السوق المالية عادة في البلدان التي يكون فيها النظام

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

المصرفي (البنوك) متكاملًا، وهي تشتمل على مصارف الاستثمار، ومصارف الأعمال، والمصارف العقارية والبورصات وشركات التأمين، ومع ذلك فإن لكل منهما خصائصه المميزة، كما في الجدول الآتي:

جدول (5)

المقارنة بين أسواق النقد و أسواق الأوراق المالية

اسواق النقد	اسواق الاوراق المالية	اساس المقارنة
سوق للتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل (سنة فأقل)، تقوم بها البنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية كالبنك المركزي.	سوق للتعامل بالأوراق المالية متوسطة او طويلة الأجل، تقوم بها مؤسسات ادخارية واستثمارية خاصة (مصارف متخصصة - شركات تأمين)	المفهوم
كبيرة رغم محدودية عدد الصفقات	قد تكون أقل رغم عدد الصفقات الكبير	حجم الصفقات
توفير السيولة والثقة والأمان	توفير الدخل (الأرباح)	الهدف
أهمها؛ أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية	أهمها؛ الأسهم والسندات وحقوق الشراء والبيع للأفراد وللشركات	الأدوات
أقل هيكلية وتنظيماً	مهيكلية ومنظمة بشكل دقيق تبعاً لوظائفها	الهيكلية والتنظيم
سرعة الإستجابة للمعلومة من خلال توفر وسائل الإتصال الحديثة	يجب توافر سوق أولية وثانوية نشطة تعمل على تسريع حركة التداول وتلعب البورصة دوراً أساسياً فيه.	الكفاءة والفاعلية





## الفصل الخامس التحليل المالي

يقوم هذا التحليل على توضيح العلاقات بين عناصر القوائم المالية، والتغيرات التي تطرأ على هذه العناصر في مدة زمنية محددة، أو مدد زمنية متعددة: إضافة الى توضيح حجم هذا التغير على الهيكل المالي العام، وهنا يمكن تركيز التحليل المالي في النقاط التالية؛

- تحليل الوضع الاقتصادي العام وتأثيرات التعامل الدولي على متغيرات سوق المال المحلي، وهو ما ينهض به **التحليل الأساسي** من جهة ثم أخضاع هذا السوق الى مجموعة من أدوات **التحليل الفني** لمتغيرات مكونات هذا السوق من أوراق مالية ونقدية.
- ثم يتطرق هذا التحليل على مستوى الهيكل المالي للشركات باعتبارها الأداة التنفيذية في الاسواق المالية من خلال تحديد القدرة الائتمانية للشركة، تحديد القدرة الايرادية للشركة ( وتحديد مدى كفاءة النشاط الذي تقوم به الشركة )، تحديد الهيكل التمويلي الأمثل والتخطيط المالي للشركة؛ فيما يتعلق بوظيفة التمويل في قراري الاستثمار والتمويل.

### 1-5 تحليل الأسواق المالية

يفترض من المستثمر المالي أمتلاك أساسيات القدرة في أخضاع الاسواق المالية الى التحليل في جوانبه الأساسية والفنية مع معرفة أهم مصادر التمويل المتاحة في السوق، وهو ما نسعى الى توضيح جوانبه الأساسية في هذا الفصل.

ان التحليل المالي هو معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم الاداء في الماضي والحاضر وتوقع ماستكون عليه في المستقبل. ويعبر التحليل المالي عن أوجه عملية المراقبة للميزانية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات المالية في الشركة، وهي على نوعين رئيسيين:

1. **التحليل العمودي**: وهو تحليل يخص الشركات خلال سنة واحدة في مقارنة بنود هذه الشركة مع بعضها البعض خلال تلك السنة. يعتمد هذا النوع على دراسة العلاقات الكمية القائمة بين العناصر المختلفة للقوائم المالية لسنة مالية واحدة، على سبيل المثال لنفترض أن هنالك إيرادات لمؤسسة ما في عام (2005) قدرها (1000000) دينار بينما تكلفة هذه

الإيرادات (600000) دينار، إذن مجمل الربح لهذه الشركة سوف يكون (400000) دينار و كنسبة مئوية للربح (40%).

2. التحليل الأفقي: وهو تحليل يقارن بنود الشركة لسنة مع سنة أخرى وذلك لاستخراج الفروق كنسبة مئوية وسبب حدوثها وذلك لتحسين وتقويم مواطن الخلل وتعزيز مواطن القوة.

وفي نطاق تحليل الأوراق المالية هناك أسلوبين رئيسيين: الأول يطلق عليه التحليل الأساسي، والثاني يطلق عليه التحليل الفني<sup>(98)</sup>، والتحليل الأساسي قديم قدم الأسواق المالية نفسها بالمقابل يعود تاريخ التحليل الفني الذي تطور بشكل كبير خلال القرن الماضي، وكلاهما يشكلان الأساس لأي تحليل لسوق المال العالمي وبما يساعد المتداولون على الحصول على رؤية أعمق و أفضل للسوق والعرض والطلب و يمكنهم من التنبؤ للاستفادة من اتجاهاته و تحركاته المستمرة لصالحهم.

ان تحليل أسواق التداول المالي انما يعتمد على نوعي التحليل الأساسي والفني، حيث يعتمد التحليل الفني على تحركات الأسعار وعلى الرسوم البيانية و تشكيل نماذج التحليل للشموع اليابانية، الاتجاهات، مستويات الدعم، مستويات المقاومة للقمم والقيعان، متوسطات التحرك المختلفة والمزيد من انواع المؤشرات الفنية والادوات الفنية المتوفرة على منصات تداول (Admiral Markets) وبما يساعد على تحليل سوق العملات وقراءته لتكوين التحليل الفني المناسب<sup>(99)</sup>.

بينما يعتمد النوع الثاني من طرق تحليل السوق للعملات، التحليل الاساسي؛ على الأخبار العالمية الإقتصادية، السياسية، الإجتماعية وكذلك البيانات السوقية والإقتصادية المختلفة، مثل؛ أسعار الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، تقارير البيع بالتجزئة، تقارير الوظائف والبطالة، مستويات التضخم... الخ. ويعتمد التحليل الأساسي على الافتراضات

---

<sup>98</sup> - للمزيد عن هذين التحليلين، انظر؛ حماد، طارق عبد العال، "التحليل الفني والأساسي للأوراق

المالية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2000 .

<sup>99</sup> -للاطلاع على هذه الأدوات انظر المواقع الالكترونية المتعلقة بمنصات الاسواق الالكترونية للتداول.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

للمدى القصير، بأن الأسعار ستتحرك وتتفاوت مع هذه المؤشرات الاقتصادية ، ولكنها في النهاية سوف تعود إلى السعر "الصحيح". وتكون فرصة التداول هي بالضبط المدة التي تحدث فيها هذه التحركات صعوداً و نزولاً أو العكس.

بشكل عام، لا يعتبر التحليل الأساسي لسوق الصرف الأجنبي الأداة الوحيدة التي توفر امكانية الدخول والخروج في التعامل بالسوق، إذ لا بد من المزج بين نوعي التحليل الاساسي والفني وبما يمكن الحصول على أفضل رؤية عن العرض والطلب في السوق.

ويجب أن نشر إلى أن هناك نوعاً من التحليل ظهر خلال العشرين سنة الماضية يقع تقريباً في المنتصف بين التحليل الفني والأساسي، يطلق عليه **التحليل الكلي**، بنوعيه: الكمي والجزئي، وهو نهج يجمع بين بعض أساليب التحليل الفني والأساسي في نفس الوقت.

### 5-1-1 التحليل الأساسي للأوراق المالية (Fundamental Analysis)

يعتمد التحليل الأساسي على المعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها الاداة الاستثمارية. ويمكن توضيح مفهوم التحليل الأساسي كما يلي؛

**مفهوم التحليل الأساسي؛** أسلوب في التنبؤ بحركات سعر أداة مالية في المستقبل بناءً على عوامل اقتصادية وسياسية وبيئية وغيرها ذات علاقة في التأثير على العرض والطلب الأساسيين لما يكمن وراء الأداة المالية. بالإضافة الى ظروف المنشأة ذاتها المصدرة لتلك الأداة، ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة.. وغيرها، وذلك بغرض تحديد القيمة الحقيقية لها. أذن، فهو تحليل على المستويين الجزئي (الشركة أو المنشأة) والكلي لمتغيرات بنية الاقتصاد الوطني من جهة والقطاع الذي ينتمي اليه نشاط تلك الشركة.

وبذلك فهو تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية الكلية والقطاعية والمالية لتسهيل مهمة اتخاذ القرار الخاص باختيار الأدوات الاستثمارية، بهدف تحديد القيمة الحقيقية لأداة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الاستثمار. ويعطي التحليل الأساسي للمستثمر تصورات عامة ذات قيمة كبيرة تعينه كثيراً في اتخاذ قراره الاستثماري، وبذلك فإن هذا التحليل قائم على:

- تحليل متغيرات الاقتصاد الوطني؛
- تحليل البيئة الخارجية المباشرة للشركة؛
- التحليل الكلي للأسواق المالية؛
- تحليل كفاءة الوضع المالي للشركة (النسب التمويلية).

### أولاً: تحليل أسعار الأوراق المالية

إن تحليل أسعار الأسواق المالية يستند على خطوات من التحليل الكلي لمجمل فعاليات و أنشطة الاقتصاد الوطني، سواء على مستوى الاقتصاد الوطني كمنظومة، أو/و على مستوى النشاط الاقتصادي ذاته، أنه يتضمن ما يلي:

- التحليل الاقتصادي الكلي؛ والذي يركز على معرفة السياسات الاقتصادية؛ المالية والنقدية وأية مصادر تأثير أخرى، وإن التأكيد على هاتين السياستين يعطي مؤشر عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في المدة القادمة أمام المستثمر، مثل معدل التضخم، ومعدل الفائدة ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي والسياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، أسعار الصرف، السياستين النقدية والمالية...، حيث يهدف التحليل الأساسي من هذه الدراسة الى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات.

- التحليل القطاعي للاستثمارات، والذي يقوم على اختيار القطاع كالقطاع الزراعي والصناعي والبنوك والسياحة ... الخ. وكذلك تحليل النشاطات المختارة ضمن القطاع ذاته ( الأدوات الاستثمارية الخاصة في صناعة الملابس، صناعة المواد الغذائية ... ). وبذلك يبدو من المفيد أن تصنف الشركات قطاعياً لتعكس العوامل المشتركة للشركات التي تنضوي تحت القطاع نفسه أو الصناعة نفسها، إذ لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها وحدة واحدة أو من نوع واحد، ذلك أن القطاعات الاقتصادية المختلفة قد لا تنمو بنفس النسبة التي ينمو فيها الاقتصاد ككل.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- التشخيص الأولي؛ يتم فيها تحديد مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي تم التوصل إليها من التحليل السابق، وهنا يدخل عامل الخبرة في التحليل المالي كأساس في الاختيار الأفضل للأدوات المهيأة للاستثمار، إذ تؤثر مخرجات عمليات التحليل بشكل مباشر في مدخلات عمليات التقييم، التي تتمثل في شقين أساسيين يتمثلان في التدفقات المستقبلية: الأرباح وتوزيعات الأرباح، ومعدل الخصم.

ان الفرضية الأساسية التي يقوم عليها التحليل الأساسي هي ان سعر الورقة المالية يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة المصدرة لها، لذلك يجب القيام بتحليل الشركات كخطوة مولية لتحليل القطاع لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات وبالتالي على أسعار الورقة المالية، فالتوقع بارتفاع ربحية الأسهم، مثلاً، يعني أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية، وهو مبرر قوي للشراء، والعكس صحيح. وبشكل عام، يتم ربط أسعار الأوراق المالية بـ؛

- النشاط الاقتصادي الكلي في الدولة؛ ويتركز في ذلك على أسعار الفائدة واتجاهاتها و أوضاع التضخم والسياسات المالية والنقدية للدولة واتجاهات النمو الاقتصادي.

- ظروف القطاع أو السوق الذي تنتمي إليه أدوات الاستثمار المستثمرة؛ وهنا يقوم التحليل على أداء قطاعات الصناعة أو السياحة أو الزراعة أو التجارة ... الخ، تحليل أوضاع المنافسة، عناصر البيئة الخارجية، الموارد البشرية والمادية... الخ.

- ظروف النشاط ذاته؛ ويكون التحليل هنا على مستوى النشاط، حيث يتم التركيز على المتغيرات الداخلية المحيطة بذلك النشاط، الأداء المالي، كفاءة الإدارة، القدرة على استمرارية التمويل، مصادر التمويل... الخ.

### ثانياً؛ تحليل البيئة الخارجية وتأثيرها على القرارات التمويلية

ان الشركة لا تعمل في فراغ، وانما تشتغل في بيئة اقتصادية واجتماعية وسياسية تؤثر فيها. ان تحليل هذه البيئة الكلية، بعناصرها المختلفة، تساهم في تحديد توقعات وسلوك بورصة الأسعار، فمثلاً في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد، وهو في ذلك سبباً للمستثمر

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة والمتطابقة مع حالتي الانكماش أو الراج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه للاستثمار المالي في بلدان أخرى، أو أنه يبحث في الاستثمار في أدوات أخرى كالمعادن النفيسة.

وفي الواقع، ينطوي التداول في الأدوات المالية و/ أو العملات الرقمية على مخاطر عالية بما في ذلك مخاطر فقدان بعض أو كل مبلغ الاستثمار ذاته، وقد لا يكون مناسباً لجميع المستثمرين، فأسعار العملات الرقمية متقلبة للغاية وقد تتأثر بعوامل خارجية مثل الأحداث المالية أو السياسية، كما يرفع التداول على الهامش من المخاطر المالية.

قبل اتخاذ قرار بالتداول في الأدوات المالية أو العملات الرقمية، يجب استيعاب وفهم المخاطر والتكاليف المرتبطة بتداول الأسواق المالية، والنظر بعناية في الأهداف الاستثمارية، مستوى الخبرة، الرغبة في المخاطرة وطلب المشورة المهنية عند الحاجة.

أ- **العوامل المؤثرة في البيئة الخارجية؛** من أهم عوامل البيئة الخارجية للشركة هي اسواق السلع، اسواق عوامل الانتاج، اسواق النقد وراس المال.

1. **أسواق السلع (Product Market)؛** تبين الشركة منتجاتها وتحصل على إيراداتها من سوق السلع اعتماداً على:

- **بنية السوق (Market Structure)؛** أي على درجة المنافسة في السوق وكما يلي؛
  - إذا كانت الشركة تعمل في ظروف المنافسة الكاملة (Perfect Competition)، أي أن هناك عدد كبير من المنتجين الصغار، الذين لا يؤثرون على عرض السلعة في السوق أو على سعر بيع السلعة. وهذا يعني أن الشركة تبين كل ما تنتجه بالسعر السائد في السوق، لكنها لا تستطيع التأثير عليه.
  - إذا كانت تعمل في ظروف الاحتكار (Oligopoly)؛ وجود عدد قليل من المنتجين، وبالتالي يكون لدى الشركة حرية أكبر في تحديد سعر بيع المنتج وكمية المبيعات وخاصة إذا كانت في وضع المحتكر للبضاعة (Monopolist).

• تتأثر مبيعات الشركة أيضاً بالأوضاع الاقتصادية ومعدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product). فإذا كان الاقتصاد يتوسع وينمو بمعدلات عالية تزداد مبيعات وأرباح الشركات، والعكس صحيح وبدرجات متفاوتة حسب تأثر الشركة، فهي أكثر تأثراً كصناعة الإلكترونيات والسيارات والآلات والتجهيزات، وهي سلع معمرة (Durable goods)، وهناك شركات أخرى أقل تأثراً كالصناعات الغذائية والمرافق العامة.

2. أسواق عوامل الإنتاج (Factors of production market)؛ تحصل الشركات على عوامل الإنتاج من الأسواق: المواد الأولية والمساعدة، الآلات والتجهيزات والأيدي العاملة... الخ. ان أسعار عوامل الإنتاج والقاعدة التكنولوجية للعملية الإنتاجية يحددان هيكل تكاليف الشركة (Cost structure) والتي تتأثر ببنية السوق، وكما يلي:

- في حالة المنافسة الكاملة؛ الشركة المشتريّة تستفيد من وفرة المادة وتعدد مصادرها وانخفاض سعرها؛

- في حالة الاحتكار؛ الشركة المشتريّة تكون تحت رحمة الشركة المنتجة التي تتحكم بعرض المادة وسعرها.

- وفي حالة عوامل الإنتاج المستوردة هناك عوامل أخرى تؤثر على التكلفة النهائية للشركة المشتريّة منها: معدل التضخم النقدي (Rate of Inflation) ومعدل صرف العملة (Currency Exchange Rate) في البلد الذي يتم الاستيراد منه، حيث تؤدي هذه العوامل إلى ارتفاع كلفة المستورد وبالتالي ارتفاع تكاليف المنتجات المصنعة وطنياً وبالتالي أسعارها، فمثلاً ما حدث في حرب الخليج العربي خلال ثمانينات وتسعينات القرن الماضي، وأحداث لبنان، قبلها، عندما قررت شركات الملاحة البحرية والجوية والتأمين رفع تعريفاتها على ضوء الأخطار المحدقة بالبضاعة المشحونة.

3. أسواق النقد ورأس المال (Money & Capital Market)؛ تتأثر الشركات بالأوضاع السائدة في هذه الأسواق وكما يلي؛

### ❖ أسواق النقد:

- إذا كانت هناك ضائقة في السيولة العامة في أسواق النقد، فإن ذلك يؤدي الى ارتفاع معدلات الفائدة القصيرة الأجل وتقنين أحتياجات المصارف بين عملائها لإرضائهم جميعاً؛
- أما إذا كان هناك فائض من هذه السيولة فانه يؤدي الى انخفاض معدلات الفائدة القصيرة الأجل وأقبال الشركات على الاقتراض لأنخفاض تكلفة الأموال.
- في حالة التوقع بزيادة معدلات التضخم فان ذلك يدفع الى ارتفاع في معدلات الفائدة وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل نتيجة ارتفاع عوائد السندات ( Bond Yields )، وهذا يعني:
  - تقلص تدفق الاموال للاستثمار في سوق الأسهم؛
  - ان بعض المستثمرين سيتجهون نحو الاستثمار في السندات بدلاً من الأسهم، نتيجة ارتفاع عائدها مقارنة مع مخاطر الاستثمار فيها.
- أما إذا انخفضت معدلات التضخم وبالتالي معدلات الفائدة فان ذلك يؤدي الى زيادة النشاط في سوق الأسهم وارتفاع مستوى الأسعار فيه. أذن معدلات التضخم تتناسب عكسياً مع أسعار الأسهم.

### ❖ أسواق رأس المال؛

- عندما تكون أسواق الأسهم في توسع ( Bull Markets )، أي ان مستوى أسعار الأسهم في ارتفاع مستمر وبالتالي انخفاض تكلفة التمويل بالملكية، فان ذلك يؤدي الى تشجيع الأكتتاب بالأسهم الجديدة (سوق رأس المال) وتداول الأسهم المباعة في السوق الثانوي بالأسعار المقررة.
- أما إذا كانت أسواق الأسهم تتجه نحو الانكماش ( Bear Markets )، أي ان أسعار الأسهم تميل الى الانخفاض المستمر وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل بالملكية، مما يؤدي الى اتجاه الشركات نحو تخفيض أو تأجيل أو الغاء إصداراتها الجديدة من الأسهم في السوق الأولية لعدم أقبال بنوك الاستثمار على ضمان هذه الإصدارات بشروط مناسبة.



4. **سياسة الحكومة؛** يؤثر دور الحكومة على أداء شركات الأعمال بشكل مباشر أو غير مباشر، ويتجلى هذا الدور في نظام السوق الحر ( Free market system ) من خلال السياسات المالية والنقدية وتلك المتعلقة بالتجارة الخارجية وتنظيم ومراقبة بعض الصناعات الحيوية كالمرافق العامة.

❖ **السياسة المالية ( Fiscal policy )؛** ويقصد بها إيرادات ونفقات الحكومة، والعجز أو الفائض أو التوازن في الموازنة الحكومية. ويمكن للحكومة استخدام هذه السياسة في دفع عجلة النمو الاقتصادي أو الحد من التوسع التضخمي في الاقتصاد الوطني، وكما يلي:

- إذا قامت الحكومة بزيادة الانفاق الحكومي وتخفيض معدلات الضرائب والرسوم وبما يؤدي الى زيادة الطلب الكلي ( Aggregate Demand ) في الاقتصاد الوطني وبالتالي زيادة الطلب على سلع وخدمات شركات الاعمال.

- إذا عمدت الحكومة الى زيادة الضرائب وتخفيض الأنفاق فان ذلك يؤدي الى انخفاض الطلب الكلي وبالتالي تقليص الطلب على سلع وخدمات شركات الأعمال.

❖ **السياسة النقدية (Monetary Policy)؛** وتتعلق بمراقبة معدلات النمو في الكتلة النقدية ( Money supply ) لتحريك النشاط الاقتصادي ومعالجة التضخم، وكما يلي:

- إذا قامت السلطات النقدية (المركزية والمصارف التجارية) برفع معدلات نمو الكتلة النقدية وبما يؤدي الى انخفاض معدلات الفائدة وبالتالي زيادة الأنفاق الاستثماري و توسع النشاط الاقتصادي العام.

- وفي الحالة المعاكسة (الحد من معدلات نمو الكتلة النقدية) ارتفاع معدلات الفائدة وبالتالي انخفاض الأنفاق الاستثماري وتقليص النشاط الاقتصادي العام.

5. **التجارة الخارجية؛** ويقصد بها استعمال الحكومة سياسة التعرفة الكمركية ونظام الحصص لحماية الصناعة المحلية من منافسة السلع المستوردة، وكذلك في تشجيع التصدير بإيجاد صناديق لدعم الصادرات، وكما يلي:

- في حالة رفع التعرفة الكمركية أو أخضاع الاستيراد لنظام الحصص فان ذلك يؤدي الى زيادة الطلب على الإنتاج المحلي وبالتالي توسع النشاط الاقتصادي العام.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- إذا قامت الحكومة بإيجاد صناديق لدعم الصادرات ( Export subsidies ) فإنها تساعد على توسيع الصناعات التصديرية وبالتالي رفع وتائر النشاط الاقتصادي.

6. تنظيم ومراقبة الشركات؛ يمكن للحكومة التأثير في ربحية الشركات من خلال تحديد أسعار منتجات او خدمات المرافق العامة مثلاً، وبالتالي تخفيض تكلفة هذه الخدمات على المجتمع أو توفيرها بأسعار مناسبة.

ان القرار الاستثماري هو حصيلة استيعاب المتغيرات أعلاه، ضمن تفاعل دينامي بين الوضع العام في البلاد وأسعار الأوراق المالية واتجاهات حركتها في المستقبل، المتأثرة طبعاً بمجمل متغيرات الواقع المالي والاقتصادي في سوق الأوراق المالية (البورصة)، والذي يتجلى فيها حركة أسعار هذه الأوراق، وخاصة الأسهم والسندات، لما لهما من صفات ومميزات، وبما يمكن المستثمر من إخضاعهما للتقييم واتخاذ قراره المناسب.

وفي كلا النوعين من التحليل يركز القرار الاستثماري على وفق المنظور الكلي، على البيئة التي يعمل فيها القرار الاستثماري (التحليل الأساسي) او/على مستوى الحركة النوعية للأسهم والسندات ضمن نطاق السوق المالي من مؤشرات التضخم وأسعار الفائدة ومعدلات الخصم... وغيرها من المؤثرات على حركة أسعار الأسهم والسندات (التحليل الجزئي). ولذلك تعد مصداقية البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق المالي حاسمة في نجاح ودقة التحليل.

### ب. المؤشرات "الاقتصادية-المالية" المؤثرة في سوق التداول

يمكن أن يكون تأثير المؤشرات الاقتصادية (Economic Indicators) حول العالم كبيراً على أسعار سوق التداول، وذلك عن طريق معرفة ما الوقت المناسب لدخول السوق في حال التحركات الرئيسية عند نشر الاخبار الاقتصادية. وهذا يتطلب الاهتمام بدراسة هذه المؤشرات لأنها تنعكس على تحركات السوق السعريّة.

وقبل أستعراض هذه المؤشرات لابد من معرفة ماهية المؤشرات الاقتصادية ؟

1. المؤشر الاقتصادي هو الرقم الذي يقيس صحة الاقتصاد من جهة ما، سواء من جهة الإنفاق والاستهلاك أو التضخم والنمو أو الإنتاج الصناعي أو ثقة المستهلك وغيرها من

المقاييس التي تعبر عن قوة وصحة اقتصاد الدولة<sup>(100)</sup>. او هو عبارة عن جزء من بيانات اقتصادية، وغالباً ما يكون على مستوى الاقتصاد الكلي، يستعين به المحللون او المستثمرون في تفسير امكانات الاستثمارات الحالية أو المستقبلية في الاسواق المالية<sup>(101)</sup>. أذن، المؤشرات الاقتصادية هي عبارة إحصائيات وبيانات رقمية متعلقة بنشاط اقتصادي معين أو أي بيانات أخرى تمكن من أخذ فكرة عما يحدث في اقتصاد ما، وتمكن هذه المؤشرات من تحليل الأداء الحالي للاقتصاد وتوقع الأداء المستقبلي له. وتصدر هذه المؤشرات من طرف جهات متنوعة كالحكومات، والمنظمات الغير الحكومية بالإضافة للمنظمات العالمية كالأمم المتحدة، البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي.

بالاجمال، المؤشرات الاقتصادية هي مجموعة من التقارير الإحصائية الاقتصادية الدورية التي يستخدمها المتداولون في تحديد مدى أداء قطاعات الاقتصاد المختلفة، لتقييم مدى قوة الاقتصاد أو ضعفه. هذه المؤشرات تُساعد المستثمرين والمتداولين على تحليل وضع السوق الحالي، وعلى تتبؤ الحالة الاقتصادية للسوق في المستقبل القريب.

ويستخدم المتداول المؤشرات الاقتصادية ويتابعها لأنها تعبر بشكل مباشر وغير مباشر في بعض الأحيان، عن مستقبل تحرك العملة، فالعملة التي تتبع دولة اقتصادها جيد ترتفع والعكس صحيح، وجميعها عوامل تشترك مع بعضها لتكوين صورة عامة عن السوق المالي، ويستخدم المؤشر الاقتصادي في عمل تحليل أساسي للسوق ونظرة شاملة عنه.

وهناك الكثير من المؤشرات الاقتصادية المالية التي يتم نشرها يومياً حول العالم لتعبر عن أداء اقتصاد معين حول العالم، من مختلف الوكالات الحكومية وغير الحكومية، من خلال تقديم تقارير المؤشرات الاقتصادية بانتظام، مع تحديث البيانات الاقتصادية المتعلقة بها. ويتم ذلك سواء عن طريق تجميع التقارير عن هذه المؤشرات او/و عن طريق المبيعات الشهرية من شريحة معينة من الاقتصاد، وفي هذا وذاك الاستناد على البيانات الاحصائية او الاستطلاعات والمسح الميداني.

---

<sup>100</sup> - <https://fxpediaplus.com/>

<sup>101</sup> - <https://hbrarabic.com/>

2. أهمية المؤشرات الاقتصادية؛ تعتبر المؤشرات الاقتصادية أحد أهم الأدوات التي يستعملها المستثمرون أو حتى المتداولين على المدى القصير للمساعدة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، بالإضافة إلى أن صناع السياسات الاقتصادية والنقدية كالحكومات والبنوك المركزية يتخذونها كمرجع أساسي في اتخاذ قراراتهم. ويتم إصدار هذه المؤشرات بشكل دوري سواء على أساس أسبوعي أو شهري أو سنوي. ويمكن لهذه المؤشرات أن يكون لها تأثير كبير على الأسواق المالية المختلفة، ولذلك فمن المهم جداً على المتداولين فهم وتحليل أرقام هذه المؤشرات.

وقد تكون بعض المؤشرات الاقتصادية غير ذي معنى إن لم يتم الأخذ بعين الاعتبار السياق الذي صدرت فيه، وتظهر هذه المؤشرات الكثير من البيانات التي تظهر حالة الاقتصاد سواء بشكل كلي أو قطاعات معينة فقط بالإضافة لمساعدة المستثمرين في توقع الاتجاهات المستقبلية للأسواق المالية.

3. تعدد وتنوع المؤشرات الاقتصادية؛ ان هذا التنوع جاء لتغطية مختلف القطاعات والمجالات الاقتصادية، إذ بعض المؤشرات تعكس الوضع الحالي للاقتصاد، بينما تؤكد الأخرى ما فعله الاقتصاد في السابق؛ وقد تتنبأ مؤشرات أخرى بما لم يأت، المستقبل. ويمكن تصنيف هذه المؤشرات الى الانواع الرئيسية الآتية<sup>(102)</sup>؛

- "المؤشرات الاقتصادية القائدة او الرائدة"، وهي تقدم أفضل فكرة عن المسار المحتمل للنشاطات الاقتصادية في المستقبل، وهي تستعمل كأداة للتنبؤ بأداء الاقتصاد مستقبلاً على المدى القصير، ومن أهمها سوق الأوراق المالية، وان لم يكن المؤشر الرئيسي الأكثر أهمية، فهو يعتبر المؤشر الذي يهتم به وينظر اليه معظم المستثمرين، إذ تعد أسعار الأسهم عامل حاسم في استشراف الاداء المستقبلي للأسواق المالية.

- "المؤشرات المتزامنة او المتطابقة"، وهي المؤشرات التي تعبر عن الوضع الحالي للاقتصاد، تتغير في نفس الوقت مع تغير الأداء الإجمالي للاقتصاد، على غرار الناتج

---

<sup>102</sup>- <https://www.netotrade.com/ar/learn/trading-academy/forex-trading-basics/what-are-economic-indicators>

المحلي الإجمالي، الإنتاج الصناعي، الدخل الفردي ومبيعات التجزئة. ويتم استعمال المؤشرات الاقتصادية المتزامنة لتحديد المستويات العليا والمستويات الدنيا للدورات الاقتصادية.

- "المؤشرات المتأخرة" أو اللاحقة للحدث؛ أي المؤشرات التي تؤكد ما حدث بالفعل فهي مؤشرات تتغير بعد تغير الحالة الاقتصادية الإجمالية، وتظهر هذه المؤشرات بعد حدوث نشاط اقتصادي معين، وعادة ما تكون مدة التأخر عدة أشهر. وأحد الأمثلة لهذه المؤشرات هو نسبة البطالة، فنسبة البطالة تنخفض بعد بضعة أشهر من تحسن الأداء الإجمالي للاقتصاد وترتفع بعد تراجع الأداء الإجمالي للاقتصاد. وفي ميدان أسواق المال والتحليل الفني يمكن الإشارة لمؤشر القوة النسبية الذي يستعمله العديد من المتداولين لمعرفة حالة أصل معين إن كان يتواجد في حالة إفراط في البيع أو الشراء.

- "المؤشر الفأض" وهو مؤشر فني يعبر عن حدوث تحولات اقتصادية كبرى<sup>(103)</sup>.

**4. كيفية التعامل مع هذه المؤشرات؛** في جميع هذه المؤشرات يفترض التدقيق بتفاصيلها لأنها قد لا تكون دقيقة في التعبير عن الحالة التي تمر بها الظروف الاقتصادية. ويمكن للمؤشرات الاقتصادية أن تكون أداة مفيدة للغاية للمتداولين والمستثمرين في الأسواق المالية على اختلافها عندما يفهمون كيف يتم حساب هذه المؤشرات وفائدتها. ان العديد من التقارير يمكن استعمالها بالتزامن لاتخاذ قرار استثماري، على سبيل المثال، من يتداول زوج عملات يكون أحد أطرافه الدولار الأمريكي ويحاول التنبؤ بمستقبل الدولار الأمريكي من خلال سوق العمل الأمريكي يتوجب عليه تحليل تقارير متعددة تتعلق بسوق العمل كـتقرير الوظائف بالقطاع الغير الزراعي المعروف بـتقرير (NFP) وتقرير كلفة العمل بالساعة من خلال مؤشر كلفة العمل (Employment Cost Index) للحصول على صورة دقيقة لحالة سوق العمل الأمريكي وبالتالي الحالة العامة لاقتصاد الولايات المتحدة، الأمر الذي سيحدد اتجاه الدولار الأمريكي في سوق العملات الأجنبية (الفوركس)، ففي حالة أظهرت

---

<sup>103</sup> - <https://hbrarabic.com/>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

البيانات أن سوق العمل في تحسن فذلك يعني أن الاقتصاد الأمريكي في حالة تحسن وبالتالي ازدياد الطلب على الدولار الأمريكي ما يعني ارتفاعه مقابل العملات الأخرى في سوق الفوركس، والعكس صحيح. وعلى نفس المنوال، يقوم المستثمر بتحليل مبيعات التجزئة وهل تسير في نفس الوتيرة مع إنفاق الأفراد، هل ارتفاع الأجور يشمل جميع القطاعات الاقتصادية أم قطاعات معدودة...الخ.

ولكي يستطيع المتداول أو المستثمر الاستفادة بشكل كبير من هذه المؤشرات الاقتصادية عليه فهم السياق والظرفية التي يتواجد فيها السوق، ومعرفة الأرقام التي يتوقع السوق أن تأتي بها هذه المؤشرات قبل صدورها، لأنه في أحيان كثيرة وبالرغم من أن ايجابية بعض الأرقام لأحد المؤشرات إلا أن ذلك يحدث تأثيراً في السوق لأن المتداولين توقعوا هذه الأرقام وبالتالي تم تسعيرها مسبقاً في السوق. ولذلك يجب مقارنة أرقام هذه المؤشرات الاقتصادية بالأرقام السابقة لآخر إصدار والأرقام التي كانت متوقعة وبناء القرار الاستثمار بناء على ذلك، ومن المعروف تاريخياً أن المؤشرات الاقتصادية تؤثر في الأسواق عندما تكون الأرقام الفعلية لهذه المؤشرات عند صدورها أعلى أو أدنى من الأرقام المتوقعة مسبقاً. إن الأنواع اعلاه من المؤشرات الاقتصادية لها تأثيرها المهم على "سوق الفوركس" بمستويات مختلفة، مما يتطلب القدرة على الفرز بين تلك التي يرجح أن تؤثر على الأسعار، و أي منها من ذوي التأثير المنخفض. ويفضل بعض المستثمرين الأفراد التركيز على فهم مؤشرات اقتصادية معدودة والإلمام بجميع تفاصيلها بدل استعمال معظم التقارير التي تصدر بشكل مستمر، وبالاعتماد على هذه المؤشرات يقومون باتخاذ قراراتهم الاستثمارية. في حين يقوم البعض الآخر بمحاولة فهم أساسيات جميع المؤشرات الاقتصادية بدل التركيز على عدد محدود منها.

هذه المعرفة مفيدة لأنه قد يكون هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي تم إصدارها في يوم واحد، و ليس من الممكن من الناحية الواقعية مراقبتها جميعاً، مما يتطلب إدراج تلك التي تعتبر الأكثر أهمية في التأثير على السوق المالي العالمي، ومن أهمها<sup>(104)</sup>؛

<sup>104</sup>-<https://admiralmarkets.com/>

- مؤشر الناتج المحلي الاجمالي
- تقرير الوظائف الغير زراعية
- مؤشر معدل البطالة
- مؤشر ثقة المستهلك
- مؤشر أسعار المستهلك
- مؤشري التضخم والانكماش
- أسعار السلع المعمرة

❖ **مؤشر الناتج المحلي الإجمالي (GDP - Gross Domestic Product)**؛ هو إجمالي القيمة النقدية أو السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية التي يتم إنتاجها داخل حدود الدولة خلال مدة زمنية معينة، وهو يعبر بشكل عام عن صحة وقوة اقتصاد الدولة، ويتم حسابه على أساس سنوي أو ربع سنوي أيضاً. ويعبر الناتج المحلي الإجمالي عن معدل النمو في اقتصاد الدولة، هذا إلى جانب حجم الاقتصاد وصحة الحالة الاقتصادية العاملة في الدولة، كما يعتبر أداة أساسية لتوجيه صناعات السياسات والمستثمرين والشركات في اتخاذ القرارات الاستراتيجية، ومن هنا تأتي أهمية متابعته لأن كل هذه العوامل تنعكس حتماً على عملة الدولة. يشمل الناتج المحلي الإجمالي كل النفقات العامة والخاصة، مثل النفقات الحكومية والاستثمارات والإضافات إلى المخزونات الخاصة وتكاليف البناء المدفوعة وميزان التجارة الخارجي من خلال إضافة الصادرات وخصم الواردات. وأهم هذه القيم هي؛

- **القيمة الحقيقية للناتج المحلي الإجمالي**، أي يتم التعامل مع بيانات هذا الناتج بعيداً عن عامل التضخم.

- **معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي**، وهي عبارة عن معدل الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي خلال الزمن المعتمد، ويتم قياسه أيضاً للفرد الواحد فهو طريقة مفيدة للمقارنة بين الناتج المحلي الإجمالي بين الدول المختلفة.
- **الميزان التجاري**؛ هو الفارق بين قيمة الصادرات وقيمة الواردات خلال مدة زمنية معينة، وهو مقياس جيد لمدى قدرة البلاد على التصدير والتواجد في الأسواق الخارجية، ويقاس أيضاً مدى الطلب الداخلي من خلال قياس الواردات. ومن الضروري معرفة حالات الميزان التجاري، وهي؛
  - **الفائض التجاري**: عندما يكون حجم الصادرات أكبر من حجم الواردات، أي بمعنى آخر يكون الميزان التجاري رقماً موجباً، وهذا يعتبر نجاحاً في نشر منتجات الدولة في الخارج لأنه يعبر عن زيادة الصادرات؛
  - **العجز التجاري**: وفيه يكون حجم الواردات أكبر من حجم الصادرات، أي يكون الميزان التجاري رقماً سالباً، وهذا يعني أن هناك طلباً محلياً كبيراً ومن ناحية أخرى عجز عن مجارة الأسواق الخارجية ونشر منتجات الدولة فيها أو إعطاءها ميزة تنافسية.
- ان مؤشر الناتج المحلي الإجمالي هو مقياس أوسع للنشاط الاقتصادي، وهو جزء رئيسي من تحليل الاقتصاد الكلي لسوق الصرف الأجنبي، وبما يعكس الدورة الاقتصادية التي تتكون من مرحلة توسعية، حيث تنمو فيها العديد من مجالات الاقتصاد في نفس الوقت، وحالة ركود عندما ينكمش النشاط الاقتصادي. والتعريف الفني للركود هو ربعين متتاليين من الانكماش في الناتج المحلي الإجمالي، وينتهي الركود بمجرد أن نرى ربيعاً مزدهراً عن ما قبله.
- ونظراً لأن الناتج المحلي الإجمالي هو مؤشر إقتصادي متأخر، فإن استخدامه الرئيسي هو تأكيد ما يتم توقعه بالفعل. وهذا يعني أن فائدته كأداة تجارية للتداول على المدى القصير والمتوسط محدودة. وبالتالي، من المفيد جداً أن يكون لدينا مؤشراً يمكن استخدامه كبديل وثيق للناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يقودنا إلى مؤشرنا التالي.



❖ **تقرير الوظائف غير الزراعية (Non-Farm Payrolls-NFPs)** ؛ هو مقياس توظيف أمريكي يقيس عدد العمال في القطاعات غير الزراعية، يتم إصداره من قبل مكتب الإحصاء الأمريكي في أول جمعة من كل شهر (جمعة NFP)<sup>(105)</sup>، وهو المؤشر الأكثر أهمية في المفكرة الاقتصادية للتداول وفي تحريك "أسواق الفوركس" في التأثير على أسعار السوق بشكل كبير، إذ ترتبط دورة التوظيف والدورة الاقتصادية ارتباطاً وثيقاً، وتاريخياً، باتجاهات تحرك التغييرات في الوظائف غير الزراعية على طريق مشابه جداً للتغيرات الفصلية في الناتج المحلي الإجمالي.

هذا الارتباط الوثيق يعني أن بيانات تقرير الوظائف غير الزراعية يمكن استخدامه كبديل للناتج المحلي الإجمالي. والفرق الحاسم بين الاثنين هو أن الوظائف غير الزراعية تصدر شهرياً، و تقدم تقارير عن الشهر الذي انتهى قبل بضعة أيام. في المقابل، يتم الإعلان عن إجمالي الناتج المحلي كل ثلاثة أشهر (على الأقل) و بتأخير كبير، مما يجعل تقرير (NFPs) يقدم بيانات طازجة مقارنة بغيرها. يتبع ذلك أن بيانات التوظيف يمكن أن يكون لها تأثير خطير على تصورات السوق للإتجاه المستقبلي للسياسة النقدية.

❖ **مؤشر معدل البطالة (Unemployment Rate Index- URI)**؛ معدل البطالة هو النسبة المئوية للقوة العاملة التي تبحث عن العمل. بعبارة أخرى، الأشخاص العاطلين والذين لديهم استعداد للعمل ويحاولون بنشاط للحصول على وظيفة او فرصة عمل، في حين يعد من يعمل بوظائف مؤقتة سواء بدوام جزئي أو كامل من العاملين.

ان مؤشر معدل البطالة من المؤشرات اللاحقة التي تتحرك صعوداً وهبوطاً نتيجة تغير الظروف الاقتصادية، مثلاً، يمكن توقع ارتفاع معدل البطالة في المستقبل إذا ساءت الأحوال الاقتصادية وأصبحت فرص العمل قليلة، أما إذا تحسنت الظروف الاقتصادية وحقق الاقتصاد نمواً في مؤشرات الكلية وتوفرت فرص العمل، فمن المنطقي أن

<sup>105</sup>-<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-strategy/tadawul-nfp>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

نتوقع انخفاض معدل البطالة، ويتم ضبط معدل البطالة بشكل موسمي لحساب الاختلافات المتوقعة مثل التوظيف الإضافي في العطل والمواسم وخاصة السياحية منها... وهكذا.

**أهمية هذا المؤشر؛** يهتم المستثمرون بهذا المؤشر لأنه يعبر بشكل غير مباشر عن حالة الاقتصاد، فكلما كان معدل البطالة أقل فإنه يعكس ازدهار الاقتصاد وتوفر فرص العمل وتحسن مستوى المعيشة، وبما يساهم في تشجيع المستثمرين لشراء عملة الدولة أو الاستثمار فيها، والعكس صحيح، أي كلما كان معدل البطالة مرتفعاً دل ذلك على سوء الأحوال الاقتصادية وعزف المستثمرون عن شراء العملة .

### ومن عيوب هذا المؤشر:

- لا يأخذ في الاعتبار الراغبين في العمل ولكن ليس لديهم قدرة بسبب الإعاقة مثلاً.
  - لا يأخذ في الاعتبار أيضاً من لا يبحثون عن عمل بعد أن أصابهم الإحباط.
  - لا يميز هذا المؤشر بين العاملين بدوام جزئي والعاملين بدوام كامل.
- ومن الطبيعي أن يعتبر ضعف سوق العمل مؤشر هبوط بالنسبة للأسعار مثلاً، إذ إن البطالة ترتبط أيضاً ارتباطاً وثيقاً بمعنويات المستهلكين، حيث تعد البطالة الممتدة مضرّة للغاية بمعنويات المستهلكين، و بالتالي تؤثر أيضاً على الإنفاق الاستهلاكي و تأثيره على النمو الاقتصادي، وهو ما يرتبط بمؤشر ثقة المستهلك.

❖ **مؤشر ثقة المستهلك (Consumer Confidence Index – CCI)؛** هناك العديد من استطلاعات المستهلكين التي تعكس مدى الثقة في متغيرات السوق، لأن لا شيء يدفع الاقتصاد تماماً مثل إنفاق المستهلكين، وثقة المستهلك تتيح معرفة ما يشعر به المستهلكون. أن تفاؤل المستهلك أو تشاؤمه له انعكاسات قوية على احتمالات الاقتصاد ومديات نموه وبالتالي نشاط حركة الأسواق لأدواته المالية، وبافتراض الشعور بالأمان في الوظائف مع سوق عمل واعد فهم متفائلون بشأن آفاقهم الاقتصادية المستقبلية، وبالتالي فهم أكثر رغبة وجنوح الى الانفاق وبما يدفع الاقتصاد الى النمو.

وتشير معنويات المستهلكين القوية إلى تحسن محتمل في تقدم الاقتصاد و زيادة معدلات الاستهلاك، وهو اتجاه صعودي للأسهم. أما الحالة المعاكسة عندما تكون معنويات

المستهلك ضعيفة فانها تتفادى التردد على الأسواق، وهي إشارة هبوطية لسوق الأوراق المالية.

❖ **مؤشر أسعار المستهلك (Consumer Price Index-CPI)؛** يقيس مؤشر أسعار المستهلك تكلفة السلع والخدمات، وهذا يوفر لنا مقياساً موضوعياً بشأن مدى سرعة إرتفاع أو إنخفاض الأسعار. وهو مؤشر اقتصادي يعبر عن مقياس المتوسط المرجح لسلة معينة من أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية مثل النقل والغذاء والرعاية الصحية... الخ. ويتم حساب مؤشر أسعار المستهلك من خلال قياس التغيرات في كل عنصر من عناصر سلة بضائع معدة مسبقاً مع قياس متوسطها.

ان اهمية قياس هذا المؤشر تتجلى في ضرورة التعرف على التغير في الأسعار بمرور الوقت وبالتالي معرفة تكلفة المعيشة للفرد الواحد والأسرة، كما أن هذا المؤشر يعد من القياسات الهامة لتحديد مدى الانكماش أو التضخم، كما يعبر عن السياسة الاقتصادية للحكومة، لذا يهتم به المستثمرون، لأنه كلما ارتفع هذا المؤشر ساهم ذلك في رفع العملة وكان في صالحها. ويفضل الاقتصاديون التركيز على مؤشر أسعار نفقات الاستهلاك الشخصي الذي يأتي كجزء من تقرير الناتج المحلي الإجمالي.

ومن خلال تحليل هذا المؤشر يمكن معرفة مؤشرات اقتصادية مهمة، أهمها<sup>(106)</sup>؛

- التغير في متوسط أسعار السلع والخدمات في سلة معينة معدة مسبقاً مع مرور الوقت، ومن خلاله يمكن تحديد سعر السلعة أو الخدمة في الاقتصاد.
  - قياس مدى التضخم، وهو الأكثر استخداماً من قبل خبراء الاقتصاد.
  - قياس القوة الشرائية لعملة الدولة، أي قدرتها على الاقتناء وتوفير احتياجات الفرد.
  - مراقبة أنماط استهلاك الفرد.
  - قياس التباين في أسعار السلع والخدمات.
- ان قياس أسعار المستهلك؛ يرتبط بمؤشر أعم وأشمل يتعلق بالارتفاع العام للأسعار الا وهو التضخم.

<sup>106</sup> - <https://fxpediaplus.com/>

❖ **مؤشر معدل التضخم (Inflation Rate Index-IRI) ؛** من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي يتابعها المستثمرون وخبراء الاقتصاد باهتمام، مؤشر التضخم وهو مقياس كمي للمعدل الذي يرتفع فيه متوسط سعر سلة من السلع والخدمات المختارة في الاقتصاد خلال مدة معينة من الزمن. أو بمعنى آخر هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار حيث تشتري وحدة من العملة أقل مما كانت تشتريه في المدة السابقة، ويتم التعبير عنه كنسبة مئوية، وكلما ارتفع التضخم دل ذلك على انخفاض القوة الشرائية لعملة الدولة. وعندما يكون التضخم ضمن المستويات المستهدفة، فإنه يعتبر عادياً أو حتى مرغوباً. و مع ذلك، إذا انحرف التضخم بعيداً جداً عن الهدف لمدة طويلة، فقد يكون لذلك آثار سلبية على الإقتصاد.

كيف يتم قياسه ؟ يتم تحديد التضخم من خلال قياس مؤشر أسعار المستهلك ومؤشر أسعار الجملة.

والحالة المعاكسة، هي ما يطلق عليه بـ **الانكماش** أو تباطؤ النمو وهو الانخفاض العام في أسعار السلع والخدمات (انخفاض معدل التضخم). ويؤثر الانكماش على الإقتصاد عن طريق تحفيز المستهلكين على التوقف عن الشراء، وطالما إستمرت الأسعار في الانخفاض، وبما ان الإنفاق الاستهلاكي يشكل جزءاً كبيراً من إجمالي الناتج المحلي، فإن هذا سيؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي، ويمكن أن يخلق حلقة مفرغة. ونظرًا لأن التضخم يغذي السياسة النقدية بشكل مباشر، يمكن أن يكون لتقرير مؤشر أسعار المستهلكين تأثير كبير على أسعار السندات وأسواق العملات الأجنبية وأسواق الأسهم. على سبيل المثال، إذا جاء مؤشر أسعار المستهلك أعلى بكثير مما كان متوقعاً، فسيؤدي ذلك إلى تغيير التصورات في اعتماد سياسة نقدية مشددة. وبالمثل، قد يفسر متداول الفوركس هذه البيانات التضخمية على أنها هبوطية بالنسبة لسوق الأوراق المالية، حيث تميل السياسة النقدية المشددة إلى الحد من الرغبة في المخاطرة.

**أسباب حدوث التضخم؛** يحدث التضخم في المقام الأول بسبب ارتفاع الأسعار، وذلك نتيجة عوامل مختلفة، من أهمها:

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- عند زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات في الاقتصاد بشكل أسرع من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، يخلق فجوة بين العرض والطلب، حيث يحدث ارتفاع في الطلب وانخفاض في العرض، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.
  - زيادة المعروض النقدي تؤدي أيضاً إلى التضخم، فزيادة الأموال تؤدي إلى زيادة الإنفاق والطلب.
  - زيادة أسعار مدخلات عملية الإنتاج كالزيادة في تكاليف العمل أو المواد الخام.
- ❖ **مؤشر الانتاج الصناعي (Industrial Production Index)؛** يقيس مؤشر الإنتاج الصناعي مستوى الإنتاج (من حيث كمية المواد المنتجة) بالنسبة إلى سنة أساس على ثلاثة مجالات واسعة: التصنيع، التعدين، مرافق الغاز والكهرباء.
- ان اهمية القطاع الصناعي، إلى جانب قطاع البناء، تتجلى في مدى مساهمته في الناتج المحلي الاجمالي في دورة الاقتصاد، ويمكنه أن يقدم للمتداول في السوق المالي نظرة ثاقبة في تطور التغيرات الاقتصادية الهيكلية. ان مؤشر الإنتاج الصناعي هو مؤشر مسابير للاتجاهات الدورية، وهذا يعني وجود ارتباط بين تحركاتها والتغيرات في دورة العمل.
- ان العلاقة بين هذا المؤشر والنشاط الاقتصادي قريبة بما يكفي لبعض المحللين لاستخدام هذا التقرير كإشارة مبكرة لكيفية أداء الناتج المحلي الإجمالي.
  - يقيس هذا المؤشر كيف يعمل قطاع الصناعات التحويلية كنسبة من الطاقة الإنتاجية الكاملة.
  - يتم استخدام هذا المؤشر لقياس الاتجاهات في التصنيع و التضخم. وهذا يجعله مؤشراً مهماً للمتداولين، وخاصة لمتدولي السندات، لكنه أيضا علامة رئيسية لأولئك المشاركين في أسواق الأسهم و العملات الأجنبية.
- ❖ **تقرير طلبيات السلع المعمرة (Durable Goods Orders)؛** البضائع المعمرة هي تلك السلع التي من المتوقع أن تعمر لمدة ثلاث سنوات على الأقل، وتتطلب استثمارات

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ضخمة، فإذا كان الطلب قوياً و كانت الشركات لديها توقعات متفائلة، فإننا نتوقع أن نرى زيادة في الطلبات الجديدة للسلع المعمرة<sup>(107)</sup>.

وعندما تكون كل الأشياء الأخرى مساوية فإن القوة في تقرير السلع المعمرة علامة إيجابية للأسهم، من حيث التأثير على "سوق الفوركس"، وهي مشابهة بالنسبة للدولار الأمريكي كما هي بالنسبة للأسهم: وجود تقرير قوي يمثل إتجاه صعودي للدولار الأمريكي، حيث يميل الاقتصاد المزدهر إلى الميل نحو تشديد السياسة النقدية، فإذا كانت قيمة المؤشر الحقيقية عند صدوره أكبر من المتوقع يكون تأثيره إيجابي على العملة، أما إذا كانت قيمة المؤشر الحقيقية عند صدوره أقل من المتوقع يكون ذلك سلبي على العملة.

ان المؤشرات اعلاه هي من بين المؤشرات الاقتصادية الأكثر تأثيراً للتداول في "سوق الفوركس"، وإن معرفة هذه المؤشرات هو شيء، لكن متابعة النشرات الاقتصادية باستمرار شيء آخر. لذا لابد من إلقاء نظرة على مفكرة التداول "المفكرة الاقتصادية" ( Admiral Markets ) للحصول على موجز الاجندة الاقتصادية وآخر الاخبار الاقتصادية، لمجموعة واسعة من أدوات التداول، بما في ذلك موجز الأخبار في الوقت الفعلي عبر (Admiral Connect) والذي يعني أن النتائج الفعلية قد تكون أكثر دقة عند إعتبار أكثر من مؤشر واحد عند قياس ميول السوق، إذ يمكن تقسيم المؤشرات الاقتصادية الى فئات أو مجموعات، وتحتوي معظم هذه المؤشرات على جدول زمني محدد للنشر وبما يمكن المستثمرين بالتحضير والتخطيط لفحص بعض المعلومات في أوقات معينة<sup>(108)</sup>، اعتماداً على مجموعة من الأدوات ذات العلاقة.

ومن كل ذلك نستنتج أن المؤشرات الاقتصادية تصنف حسب استخداماتها:

- مؤشرات تعبر عن مدى الإنتاج والصناعات مثل مؤشر الناتج المحلي الإجمالي.
- مؤشرات تعطي فكرة عن ثقة المستهلك في الاقتصاد مثل مؤشر ثقة المستهلك.
- مؤشرات تعبر عن حالة الإسكان مثل مؤشر بدء تراخيص البناء.

<sup>107</sup> - <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/details/114/>

<sup>108</sup> - <https://hbrarabic.com/>

- مؤشرات تعبر عن حالة التوظيف والبطالة مثل تقرير الوظائف الغير زراعية ومؤشر معدل البطالة.
- تقارير عن السياسة النقدية.

#### ت. المفكرة الاقتصادية؛ انعكاس لاهمية التحليل الأساسي

المفكرة الاقتصادية هي عبارة عن تقييم اقتصادي أو جدول يتم فيه ذكر الأيام والمواعيد التي ستحدث فيها الأحداث الاقتصادية الهامة أو المتوسطة الأهمية أو القليلة الأهمية، كما يتواجد في هذا الجدول نتائج التقارير والمؤشرات الاقتصادية والمقارنة بينها من خلال ذكر السابق منها وما هو متوقع والأرقام الفعلية بعد صدور التقرير.

وتنعكس هذه المفكرة في جدول مواعيد أخبار الفوركس الاقتصادية، كدليل بمواعيد صدور نتائج البيانات الاقتصادية ويعرض أخبار كل يوم أو كل أسبوع، وجدول الأخبار الاقتصادية هو جدول يقدم لتاجر الفوركس جميع مواعيد أخبار المؤشرات الاقتصادية ويقدم نتائج هذه الأخبار وقت صدورها بشكل مباشر، كأحد مقومات التحليل الأساسي للسوق، ويحتوي على وصف لجميع الأحداث الاقتصادية، ويعرض مدى أهمية كل حدث ومدى تأثيره على السوق ( ضعيف أو متوسط أو عالي التأثير )، ويعرض أيضا مشاهدة أرقام النتائج المتوقعة ، والسابقة بالإضافة إلى النتائج الصادرة الآن فعليا مباشرة من السوق الحقيقي للعملاء والتي ستحرك التجار نحو الشراء أو البيع.

وتأتي المؤشرات الاقتصادية للدول الصناعية الكبرى، في مقدمة اهتمام المتداولين في الفوركس، مثل الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، كندا، اليابان، الصين، استراليا، نيوزيلندا، دول أوروبا مثل ألمانيا، فرنسا، اسبانيا وغيرها، والتي تؤثر بطبيعة الحال على حركة أسعار صرف العملات؛ فوركس، وما يتضمنه من تحديث لنتائج البيانات الاقتصادية. ويجب العلم بأن ما تحتويه المفكرة الاقتصادية من بيانات هو مستمد من العديد من المصادر التي يعتقد بأنها مصادر موثوقة، إلا أن الشك في دقتها أو ضمان خلوها من أي أخطاء، يتطلب التدقيق والتحصيل قبل اعتمادها في التداول.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وتعد المفكرة الاقتصادية المرآة التي تعكس الأحداث المالية حسب الأيام الخاصة بالتداول، فتضعها في جدول مسبق يشمل البيانات والتصريحات الخاصة بالدول المختلفة والمضاربين الكبار في المجال الاقتصادي، كالبانوك المركزية وصندوق النقد الدولي. فعلى سبيل المثال، قد يتم التصريح في دولة ما عن ان المعدل الخاص بالبطالة قد زاد، فذلك يؤدي الى التقلبات الاقتصادية بسوق تلك الدولة مما يعمل على المدى البعيد في تغير قيم عملتها المحلية. وهذه الكيانات الاقتصادية تفضل حالات الهدوء النسبي والاستقرار في "أسواق الفوركس"، لأن التوتر في هذا المجال يؤدي الى تذبذب الاسواق المالية في العالم.

### اهمية المفكرة الاقتصادية

- تسهل على المتداول متابعة أهم الأحداث الاقتصادية.
- تضع جميع الأحداث في مكان واحد دون تشتيت.
- تسهم في تعليم المتداول المبتدئ مدى أثر المؤشر الاقتصادي على التحركات السعرية للسوق وعلى تداولاته وصفقاته الخاصة به.
- تقدم مقارنة بين الأرقام السابقة وما يتوقعه محللو السوق والأرقام الفعلية، مما يعطي نظرة شاملة عن السوق والاقتصاد.
- بعض المواقع تضع شرحاً لكل مصطلح أو مؤشر اقتصادي.
- تقدم إشارة خضراء لما هو جيد وفي صالح العملة، وتقدم إشارة حمراء لما هو مضر للعملة ويعمل على انخفاضها.
- أن المفكرة الاقتصادية هي أداة تقييم عن الأحداث الروتينية المالية التي تؤثر في سوق المال، وبما يساعد المتداولين على التخطيط الناجح في قراراتهم المالية لما يتحكم في هذا السوق من متغيرات كثيرة لها تأثيرها الخاص على تغير القيم المختلفة لأدوات التعامل في السوق، على اساس الاعتبارات الآتية؛
- المفكرة الاقتصادية هي جزء من التحليل الأساسي لحالة السوق وهي التي تمكن المتداول من أن يتنبأ باتجاهات الحركات المختلفة للسوق الاقتصادي.
- ينفذ التداولات الخاصة به بطريقة مدروسة والتي تركز على أساس التحليل الواقعي.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- الحدث الذي يظهر على المفكرة الاقتصادية عالمياً يقوم المتداولون بدراسته بعمق وعقد المقارنات بين الحدث الماضي المشابه له والحدث الحالي، ومن خلال ذلك يستطيع المتداولون أن يتوقعوا التأثيرات المختلفة لهذا الحدث، ويتخذوا القرار المناسب لهم.
  - من الضروري أن يفهم المتداول أن أي اتجاه مالي يحدث هو أيضاً يتأثر بعوامل كثيرة، فلا يوجد ضمان ولا يوجد تأكيدات تجعله يتخذ القرار ويتفاعل معه بدون صورة واضحة تماماً، لأنه قد يتأثر بهذا القرار بشكل كبير.
- وعلى ضوء ماورد أعلاه، تأتي أهمية المفكرة الاقتصادية، فهي تعمل كأداة لتدوين الأحداث الاقتصادية على مستوى العالم من خلال الإحصائيات والتقارير الدقيقة لحال السوق وكيفية التعامل مع هذه الحالة.

### ثالثاً؛ التحليل الكلي للأسواق المالية؛ التحليل الكمي والتحليل النوعي

- يمكن لنهج متزن يتضمن التحليل الفني والأساسي جنباً الى جنب، اكتساب الفهم العام للاقتصاد في تطوير فرص جني الأرباح في سوق الأسهم والسندات وبشكل كبير، فيما يطلق عليه ب التحليل الكلي، بجانبه الكمي والنوعي.
- ببساطة، الغرض الرئيسي من التحليل الكلي هو تقدير "القيمة الجوهرية" لأداة الاستثمار عن طريق فحص مجموعة من العوامل الكمية والنوعية لهذه الأداة، في مجموعة واسعة من البيانات لمقارنة وتحليل العوامل الكمية والنوعية، هذه العوامل التي يجب على المستثمر فحصها والانتباه إليها قبل اتخاذ أي قرار استثماري. وتشمل هذه العوامل على سبيل المثال لا الحصر، الأرباح والإيرادات ومعدلات النمو والتدفقات النقدية.
- يرتكز هذا التحليل على مسارين رئيسيين هما؛

- الأول: التحليل من الأعلى الى الأسفل (من التحليل الكلي الى الجزئي)، حيث يتم تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها.

- الثاني؛ التحليل من الأسفل الى الأعلى (التحليل الجزئي ثم الكلي): يستخدم هذا المسار التحليلي عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً الى تحليل الظروف الاقتصادية.

❖ **العوامل الكمية**؛ يتم قياسها بشكل عددي، وتشمل عادة متغيرات مثل الأرباح والتدفقات النقدية ومعدلات النمو.... إلخ. وهذه البيانات يتم جمعها من ثلاث مصادر رئيسية هي: الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية.

**الميزانية العمومية للشركة** توضح حجم الأصول والخصوم وحقوق المساهمين في تاريخ معين. أما **قائمة الدخل** فتعرض ملخصاً لإيرادات الشركة ونفقاتها خلال مدة زمنية محددة. وأخيراً، توضح **قائمة التدفقات النقدية** الأموال الداخلة والخارجة من الشركة.

يأخذ المحلل جميع البيانات الكمية المتاحة، ويستخدمها في حساب المقاييس المالية المختلفة من أجل التوصل إلى أفضل تقدير لقيمة الشركة وأسهمها، ومن ثم مقارنتها بمنافسيها وبالصناعة التي تنشط بها، كما يستخدم أيضاً تحليل النسب المالية لمعرفة ما إذا كانت مقيمة بأقل من قيمتها أو مبالغ في تقييمها بالمقارنة من نظيراتها.

❖ **العوامل النوعية**؛ تحليل العوامل النوعية يعتبر أكثر صعوبة من تحليل العوامل الكمية، وذلك لأن الأولى تركز على الأصول غير الملموسة التي تشمل على سبيل المثال لا الحصر، قوة نموذج أعمال الشركة ومركزها التنافسي وهيكلها وجودة وكفاءة الإدارة وبراءات الاختراع ويحاول المحللون التوصل إلى قياس قيمة هذه العوامل، والتي يمكن استخدامها في تحديد القيمة الحقيقية للشركة.

## 5-1-2 التحليل الفني للأسواق المالية؛ حركة تداول الأسهم في السوق

أصبحت سوق الأوراق المالية محور أستقطاب للعديد من المستثمرين بالرغم من اختلاف طبيعة وإمكانيات كل منهم، غير أن هؤلاء المستثمرين وإن وجدوا البيئة الاستثمارية الأفضل، إلا أنه يظل لديهم هاجس القرار الاستثماري الرشيد الذي يتطلب تحقيق أعلى عوائد بأقل مخاطر، الأمر الذي يحتم على المستثمر استخدام أحد الأساليب التي من شأنها أن تساعد في ذلك، ومن بين هذه الأساليب التحليل الفني الذي من خلاله يمكن

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تحديد التوقيت الملائم للاستثمار اعتماداً على البيانات التاريخية لأسعار الأسهم او السندات.

وينصب هذا التحليل على أوضاع السوق المالي ومؤشراته ودرجة كفاءته، مما يستلزم اعتماد عدد من المؤشرات المعبرة عن هذه المتغيرات، ولذلك هو نوع من التحليل الجزئي المرتبط بسوق الاوراق المالية. وإذا ما تمكن المستثمر من تحديد أنسب توقيت للقيام بعمليات الشراء أو البيع، وطالما لا يستطيع المستثمر التكهّن بأسعار المستقبل، فإنه يتطلب وجود قواعد وأسس يمكن من خلالها التنبؤ بالأسعار مستقبلاً، ويمثل التحليل الفني أحد أسس التنبؤ بالأسعار.

### اولاً ؛ التحليل الفني ؛ المفهوم والافتراضات

أن التحليل الفني كان له دور فعال في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، حيث يساعد على تحديد التوقيت المناسب للاستثمار، من خلال التنبؤ بالاسعار نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض، حيث يقوم المستثمر بالشراء عند التنبؤ بالارتفاع والبيع عند التنبؤ بالانخفاض. ويطلق على هذا التحليل، ايضاً، بالتحليل الداخلي، لأنه يعتمد على معطيات السوق للكشف عن العرض والطلب، فهو لا يهتم بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم، كما هو الحال بالنسبة للتحليل الأساسي، بل يركز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحديد نمط لهذه الحركة للتمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار، وذلك باستخدام الإحصاءات التي ترصد تحركات السعر في الماضي. هناك اعتقاد عام لدى المحلل الفني أن الأداء التاريخي لكل من الأسهم والأسواق يعتبر مؤشراً على أدائهما المستقبلي. ومن هذا المنطلق، تركز منهجية التحليل على تحديد أنماط التحركات السعرية، من خلال الاعتماد على الأنماط التي تظهرها الرسوم البيانية وغيرها من المؤشرات الفنية من أجل التنبؤ بالأداء المستقبلي للسهم. ولكن الملاحظ في هذا النوع من التحليل انه يعتمد في واقع الأمر على شيء واحد فقط أثناء سعيه للتنبؤ بحركة السعر، هو: بيانات العرض والطلب الخاصة بالأوراق المالية. لذلك يعتبر التحليل الفني عملية

دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة تبعاً لذلك.

❖ **المفهوم؛** يمكن تلخيص اهم مفاهيم التحليل الفني، بما يلي؛

- هو أسلوب فني في الرصد والتسجيل، عادة ما يكون في شكل رسم بياني، مع جميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، سعر التداول، حجم التداول،... الخ ) لسهم معين أو لمجموعة من الأسهم، ثم استنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الأسعار في المستقبل. أذن هو تحليل داخلي لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين او السوق ككل<sup>(109)</sup> .

- أن التحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق: الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية...، وعكس تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة، وبما يسهل التنبؤ بحركة الأسعار وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.

وبذلك يمكن القول ان التحليل الفني هو أسلوب في التنبؤ بحركات الأسعار وتوجهات السوق في المستقبل عن طريق دراسة المخططات البيانية لسلوك السوق في الماضي والتي تضع بعين الاعتبار أسعار الأدوات وأحجام التداول والفائدة.

❖ **الافتراضات؛** يعتمد التحليل الفني على ثلاث افتراضات رئيسية:

- الأول هو أن السعر الحالي للسهم يعكس بالفعل كل المعلومات المتاحة.
- الثاني هو أن الأسعار لا تتحرك عشوائياً وإنما وفق "اتجاهات".
- الثالث وربما هو الأكثر أهمية من بين الثلاثة هو أن التاريخ يعيد نفسه، أي ان تتبع حركة الأسعار في الماضي على امل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.

<sup>109</sup> - حنفي، عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق

استثمار - الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 2007؛ ص281.

### ثانياً؛ أدوات التحليل الفني

أن من أهم أدوات وأساليب التحليل الفني هي تحليل حركة الأوراق المالية في السوق، وهو ما يطلق عليه أيضاً بـ "التحليل المالي للأدوات الاستثمارية المختارة" من خلال: تحليل النسب المالية، نقطة التعادل، مصادر واستخدامات الأموال، التدفق النقدي، التحليل الأفقي والرأسي والاتجاهي....الخ.

يبدأ المحلل الفني تحليله من خلال تجميع بيانات حول السعر وحجم المعاملات التي تمت على السهم. وبعدها يقوم ببناء مخططات متنوعة ويستخدم مجموعة واسعة من الأدوات الإحصائية التي يمكن تقسيمها إلى فئتين:

- رسوم بيانية؛ تعتبر من الأدوات الرئيسية التي يستخدمها المحلل الفني من أجل التنبؤ بأسعار الأسهم. وهناك عدة أنواع من الرسوم البيانية مثل الخطوط، الأعمدة، إلخ.

- مؤشرات فنية في محاولة التنبؤ بالأداء المستقبلي للسهم. وفي كلاهما، فإن القوتين اللتين تدفعان باتجاه تحرك السوق هما العرض و الطلب وهما وراء كل حدث إقتصادي، إذ أن جميع الأسواق في العالم تعتمد على العلاقة بينهما وبما ينعكس على تحديد اتجاهات حركة الأسعار؛

- حركة السعر (Price Action)؛ بشكل عام، تتفق حركة السعر مع البيانات الرئيسية لنظرية داو (Dow theory)، و لكنها تقوم أيضاً على أن الأدوات الفنية للمتداولين، مثل المؤشرات الفنية الكلاسيكية، لا يمكنها منح المتداول أي مزايا و تفضيلات عن غيره من المتداولين في سوق العملات و الذين يقومون بتحليل العملات بطريقتهم أيضاً. هذه الفكرة هي السبب في شعبية تحليل حركة السعر، أي أن هناك نوع من المرونة في تعامل كل متداول على وفق طريقته في التحليل في سوق العملات.

ومن المؤشرات الفنية الرئيسية التي يستند إليها متداولو حركة السعر في قراراتهم التجارية، هي؛

- سعر الأصل و تحركاته، اعتماداً على الرسوم البيانية لتلقي بياناتهم ويعتبرون بقية المؤشرات داعمة فقط. وهذا يعني أن تحليل العملات اليومي هو الذي يستند عليه

في تطبيق استراتيجيات حركة السعر في أغلب الأحيان. إذ يستند تداول حركة الأسعار إلى تصور أن السوق يعود في كثير من الأحيان إلى مستويات السعر التي أنعكست منه أو عززت فيها بسبب "العرض أو الطلب المتبقي" عند هذه المستويات.

- الطلب والعرض المتبقي، والمقصود به هو أن المتداولون عن المؤسسات من البنوك والشركات المتعددة الجنسيات وصناديق التحوط الإستثمارية لا تتبع السوق، بل ببساطة تعتمد طلباتهم على السعر المرغوب. بعبارة أخرى إن تحليل الفوركس الخاص بهم اليوم ينظر إلى تحركات السوق المحتملة للشهر أو العام القادم، وحتى إذا رأوا أن مستوى السوق سوف يتغير عن مستوى اليوم، فإنهم لا يلغون طلباتهم. لذا فإن هذه الأوامر و الطلبات تبقى مفتوحة في إنتظار عودة السوق الى مستوياته المطلوبة، إنها تلك الأوامر و الصفقات المفتوحة التي تشوه نسيج السوق وتعيد الأسعار.

- العرض و الطلب في تحليل العملات ( Charting )؛ في تحليل العرض والطلب لحركة العملات في سوق التداول يتم الاستناد الى الرسوم البيانية في تمثيل هذين العنصرين واثرها في تحديد سعر التداول. والرسم البياني، ببساطة، هو تمثيل بياني لتسلسل الأسعار المتأثرة في العرض والطلب لمرحلة زمنية ماضية، باستخدام الشموع اليابانية<sup>(110)</sup> في أغلب الأحيان و اكثرها تعارفاً، حيث يقوم الرسم البياني بتسجيل تاريخ السوق. ومهما كانت الاستراتيجية التي يطبقها أحد المتداولين، سواء كانت طويلة المدى أو قصيرة المدى، فإن البداية دائماً تكون في الرسم البياني، الذي يتكون من محورين هما محور السعر (OY) ومحور الوقت (OX) والعلاقة بين هذين المحورين يتم عرض حركة الاسعار.

---

<sup>110</sup> - <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/namathei-alshomoo>

وهناك المزيد من أنماط الرسوم البيانية التي يمكن تطبيقها من قبل المستثمرين وأكثرها استخداماً هي؛ الشموع اليابانية، قنوات الاتجاه (Trend Followers) و خطوط الدعم والمقاومة والمثلثات و الأعلام وغيرها الكثير. وإذا كانت هذه الرسوم البيانية تعكس حركة الاسعار لزمن ماض، فان توقعات المستقبل انما تعتمد على قدرة المتداول (او المحلل المالي) في استشراف المستقبل لتحركات سوق المال أنطلاقاً من خبرته في التعامل مع هذه الرسوم البيانية، ومن أكثرها استعمالاً في اسواق البورصة: الشموع اليابانية.

**ثالثاً؛ تقييم التحليل الفني؛** يتعرض التحليل الفني كمنهجية للكثير من الانتقادات، والتي تتمحور معظمها حول حقيقة؛

- أن المحللين الفنيين يتجاهلون أساسيات الشركة تماماً، فهم لا يغيرون أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع التي تعمل به الشركة... إلخ. إذ لا يرغب المحلل الفني أن يعرف أي شيء حول أساسيات السهم الذي يقوم بتحليله، هو فقط يركز على العرض والطلب على السهم، والتنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة وعوامل أخرى ذات علاقة.

- التحليل الفني وعلى خلاف الأساسي لا يهتم بما إذا كان السهم مقيماً بأقل من قيمته أو لا، بل نصب تركيزه على علاقة العرض بالطلب على السهم. وهذا هو السبب في أن البعض وخصوصاً من أنصار التحليل الأساسي يشيرون دائماً إلى التحليل الفني باعتباره ضرب من الخيال<sup>(111)</sup>.

- لو كان التحليل الفني على درجة عالية من الدقة لحقق كثيراً من المحللين الفنيين الثراء الفاحش من خلال معرفة ما سيؤول إليه سوق الأسهم.

### 5-1-3 من أساليب التحليل الفني

يستخدم التحليل الفني عدة أساليب للتحليل تصنف الى: الأشكال أو الرسوم البيانية وبعض المؤشرات الفنية الإحصائية. ومن أكثر هذه الأساليب الفنية انتشاراً في الاسواق المالية، هو

---

111 - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق.

تحليل (او نظرية) داو (Dow)، و مخططات الشموع اليابانية، والتي سنتناولهما بنوع من التفصيل.

### أولاً؛ أساسيات نظرية دو (Dow Theory)

يعتبر شارلز داو ( Charles Hanry Dow ) أول من وضع المبادئ الأولية للتحليل الفني للأسواق المالية<sup>(112)</sup>، ويُعد الأب الروحي للتحليل الفني. وكان أهم ما اعتمد عليه شارل داو في بناء نظريته اعتبار أن اغلب أسعار الأسهم تتحرك في نفس الاتجاهات الرئيسية لحركة السوق (Major Trend Phases). وترجع شهرة النظرية الى أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال في الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد العظيم.

ست قواعد تشكل الأساس لنظرية داو، وهي؛

1. تعكس حركة السعر المعلومات الاقتصادية؛
2. تتألف حركة السوق من ثلاث اتجاهات رئيسية؛
3. يتسم الاتجاه الرئيسي بثلاث مراحل انتقالية؛
4. يجب التنسيق بين الاتجاهات الرائدة (الصاعدة والهابطة) من أجل تأكيد الاتجاه؛

---

<sup>112</sup> - تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية داو عام 1900-

1902، حيث لعب دوراً محورياً في تطوير هذا النوع من التحليل، وينسب لهذا الباحث مؤشر ( Dow Jones ) الشائع الاستعمال في بورصة نيويورك لمتوسط الصناعة.. للاطلاع على تفاصيل هذه النظرية والمحاولات اللاحقة في تطويرها من قبل هيئة تحرير صحيفة وول ستريت ( The Wall Street Journal ) والتي كان "Dow" " أحد محرريها، أنظر في ذلك:

- حياة زيد؛ "دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية ؛ الأردن، السعودية، وفلسطين"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير/قسم العلوم الاقتصادية، بسكرة /جامعة محمد خيضر-بسكرة/ الجزائر، 2015، ص118-124.

- حماد، طارق عبد العال، "التحليل الفني والأساسي .....", مصدر سابق، ص178-186.

- حنفي، عبد الغفار، مصدر سابق، ص286،

- التميمي، ارشد فؤاد، "الأسواق المالية ..."، مصدر سابق، ص220-225.



5. يجب ان يؤكد حجم التداول وجهة الاتجاه؛  
6. ما لم يثبت عكس ذلك ، يفترض ان يستمر الاتجاه في وجهته الأصلية.  
في البداية قدم "داو" ما يعرف بـ "الرسم البياني النقطة والرقم؛ (Point and Figure Charting) والذي يمثل حركة السعر دون أخذ عامل الزمن أو الحجم بعين الاعتبار. وهذه طريقة منطقية بسيطة لتسجيل العلاقة بين العرض والطلب على أي سهم. ومن خلال تعريفه لماهية الاتجاه (Trend) وتركيزه على دراسة حركة الأسعار كوسيلة للمفاضلة بين الأسهم، نجح "داو" في وضع أسس التحليل الفني بالشكل الذي نعرفه هذه الأيام.  
أ. اتجاهات حركة الأسهم؛ هناك ثلاث اتجاهات رئيسية من حركات الأسعار خلال الزمن؛

○ الحركات اليومية؛ وهي حركات قصيرة الاجل تعكس التقلبات اليومية لأسعار الأسهم شبيه بحركات موجات البحر اليومية العادية (Random Wiggles)، بين يوم الى بضعة أيام. والاهمية لا تكمن في هذه الحركات ذاتها (والتي تتجلى في معرفة أسعار الاغلاق او الافتتاح أو أعلى وأدنى سعر)، بقدر ما تشكل الأساس في تتبع الحركات الثانوية والاساسية لأسعار الأسهم في البورصة.

○ الحركات الثانوية؛ وهي حركات للأسعار ذات مديات زمنية تستمر لعدة أسابيع أو شهور، تتحكم بها الأحداث الجارية في اسواق المال وانماط التعامل بين المستثمرين، ولها تأثيرها المؤقت على أسعار الاسهم. ويطلق على هذه الحركات بحركات الأمواج، لما يترتب على حركة الأسعار من تأرجحات ثانوية في الاتجاه العام للسوق، بين ارتفاع وانخفاض للأسعار، كرد فعل للأحداث القائمة والتي تضيي نوع من التصحيح للأسعار<sup>(113)</sup>.

○ الحركات الأساسية؛ وهي حركات للأسعار طويلة الأجل مشابه لحركة المد والجزر في البحر، تظهر أن السوق بمجمله في حالة صعود أو هبوط متواصل، وقد تستغرق هذه

113 - آل شبيب، دريد كامل، "إدارة المحافظ الاستثمارية" دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2015، ص177.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

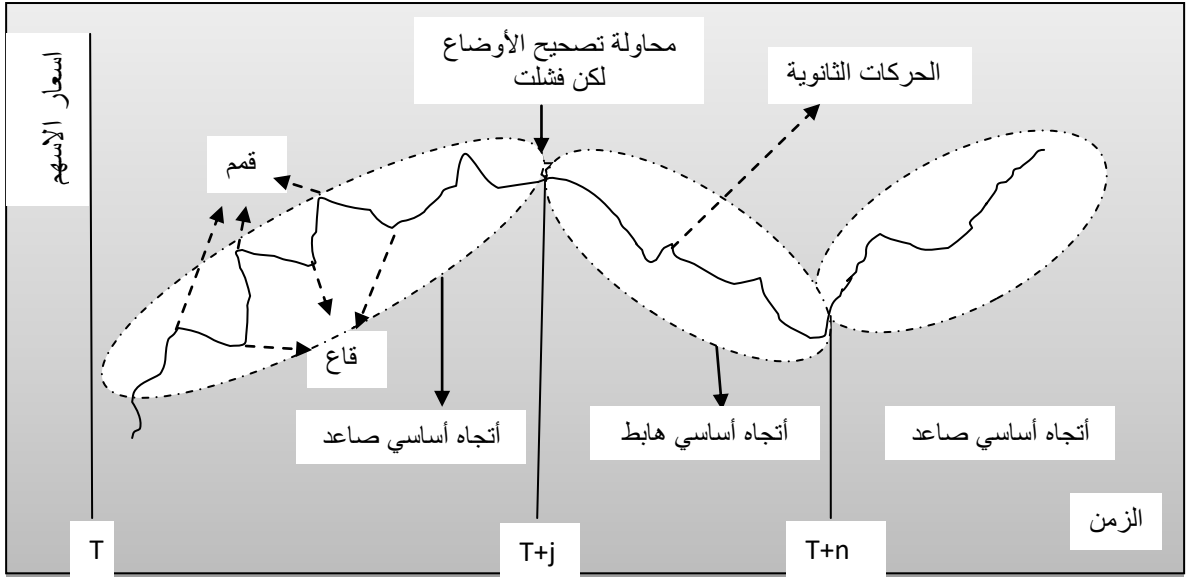
المرحلة سنة أو أكثر. فإذا كان التحرك الأساسي نحو الأعلى ؛ سوق تصاعدي ( Bull Market)، مما يعني حدوث سلسلة متعرجة نحو الأعلى من قيم الأسهم تفوق المستويات السابقة لها، أما إذا حدث العكس؛ سوق هبوطي (Bear Market)، فإن هذه السلسلة المتعرجة تكون نحو الأسفل ولكنه يبقى أعلى من الانخفاضات السابقة<sup>(114)</sup>. وتستمر هذه التحركات الى الاعلى أو الى الاسفل لمدة زمنية قد تتجاوز السنة وبما ينعكس على ارتفاع وانخفاض بقيمة الأسهم بحدود الـ (20%)<sup>(115)</sup>.

من الشكل أدناه، يظهر ان هناك تغييرات في أسعار الأسهم صعوداً ونزولاً خلال زمن متباين في سوق الأوراق المالية، ضمن الاتجاهات الرئيسية والحركات الثانوية بناءً على الحركات اليومية لأسعار الأسهم. بدءاً من النقطة الزمنية (T) هناك اتجاه أساسي صاعد في أسعار الأسهم يبلغ اعلى سعر له قبل النقطة الزمنية (T+j)، ويلاحظ خلال هذه المدة الزمنية ان الحركات الثانوية لأسعار الاسهم تتراوح بين أعلى سعر في القمم وأدنى سعر لها عند القاع. هذا الاتجاه الأساسي الصاعد لحركة الاسعار حتى النقطة الزمنية (T+j) بدء بالانخفاض بالرغم من محاولات تصحيح مسار هذه الحركة الى الارتفاع السابق في الأسعار، لكن هذه المحاولات فشلت في تحقيق ذلك، بسبب فشل الحركات الثانوية برفع السعر بأعلى من السعر السابق له، وبما ينعكس على تغير في الاتجاه الأساسي لحركة الأسعار من صاعد الى هابط انطلاقاً من النقطة الزمنية (T+j).

<sup>114</sup> -كافي، مصطفى يوسف، " بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان/سوريا، 2009، ص324-326

<sup>115</sup> - المصدر أعلاه، ص324

الشكل البياني (1)  
حركة الأسهم بموجب نظرية داو (Dow)



Source: Francis, A., "Management of Investments", 2nd ed., McGraw-Hill, N.Y., 1988, p.583

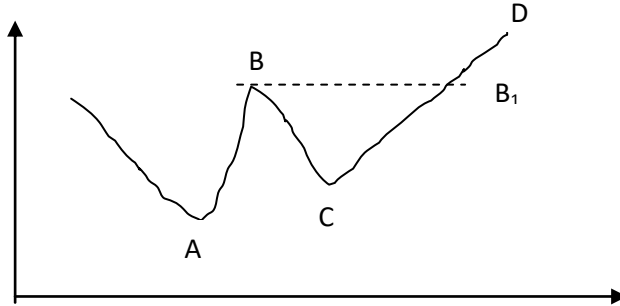
وخلال المدة الزمنية للتعامل في السوق بين  $(T+j)$  و  $(T+n)$  هناك حركات ثانوية للأسعار ولكنها في اتجاه هابط، بالرغم من محاولات التصحيح عند النقطة  $(T+j)$  مما يجعل أسعار الأسهم تستمر في الهبوط باتجاه النقطة الزمنية  $(T+n)$ ، أي تغير في حركة أسعار الأسهم من الاتجاه الأساسي الصاعد إلى اتجاه أساسي هابط. بعد النقطة الزمنية  $(T+n)$  تبدأ الأسعار بالارتفاع مرة ثانية، من خلال حركات ثانوية من أجل إعادة مستوى الأسعار من الاتجاه الهابط إلى الاتجاه الصاعد، وهكذا على وفق نظرية داو (Dow) الاتجاه الصعودي في الأسعار يعقبه اتجاه نزولي ثم يليه اتجاه صعودي وهكذا.

ب. حركة التداول للأسهم، عمليات البيع والشراء؛ أن حركة التداول إنما هي دالة لحركة الأسعار في اتجاهها الأساسي خلال الزمن، والأسعار تحتاج إلى قوة دافعة للتحرك باتجاه معين، وهذه القوة هي زخم التداول. أي أن حجم التداول هو الوقود الذي يعطي دافع لسرعة الارتفاع أو الانخفاض لحركة أسعار الأسهم. ويستند تداول حركة الأسعار إلى

تصور أن السوق يعود في كثير من الأحيان إلى مستويات السعر التي أنعكست منه أو عززت فيها بسبب العرض أو الطلب المتبقي عند هذه المستويات، بين الاتجاه الأساسي الصاعد والاتجاه الأساسي الهابط.

○ في حالة الاتجاه الأساسي الصاعد (Bull Market)؛ فإن ارتفاع الأسعار عند القمم يرافقه تنشيط في التداول، في حين أن انخفاض الأسعار يرافقه تداول محدود. ويمكن تأشير حالتين في التغير في حركة الأسعار؛

• الحالة الاولى، عندما تكون حالة السوق التصاعدية تمثلها النقاط A, B, C, D ، كما في الشكل أدناه، حيث تسود حالة من التشاؤم عند نقطة القاع (C) تدفع لشريحة معينة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر في سلوكهم الاستثماري على شراء الأسهم، لكون السعر اعلى من نقطة القاع السابق (A) وباتجاه حركة تغير في السعر نحو قمة جديدة يتم فيها تجاوز مستوى الأسعار السابق عند القمة (B)، وبما يحفز على عمليتي البيع والشراء عند النقطة (B<sub>1</sub>) ، حيث يجني هؤلاء المستثمرون الارباح في فرق سعر البيع والشراء، كما في الشكل أدناه؛

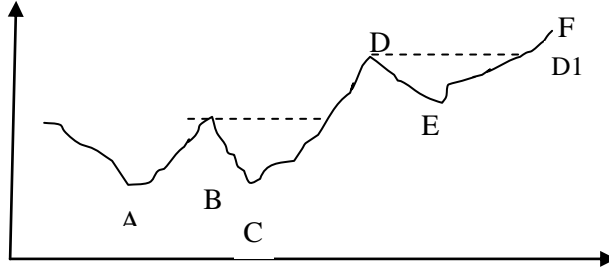


• الحالة الثانية؛ حدوث قاع أعلى عند النقط (E)، حيث تنشط حركة البيع والشراء للأسهم ويتجاوز فيها الاتجاه التصاعدي للسوق في حالته السابقة عند النقطة (B)، حيث تكون التداولات جيدة وتحرك الأسعار، وتنسم هذه الحالة بكثافة الاستثمارات وتظهر إصدارات جديدة متزايدة<sup>(116)</sup>. وفي ذلك تنشط حركة السوق التصاعدية؛ أنشطة البيع

116 - آل شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، مصدر سابق، ص176.

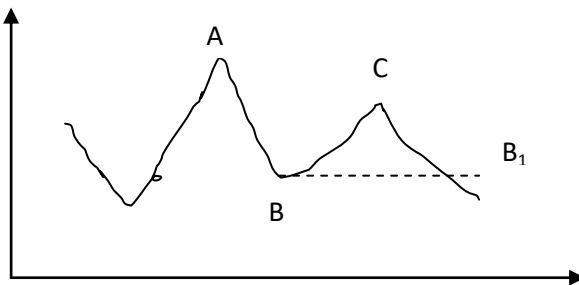
الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

والشراء وجني الأرباح، وخاصة عند المستوى  $(D-D_1)$ ، باتجاه النقطة القمة (F) كما في الشكل أدناه؛



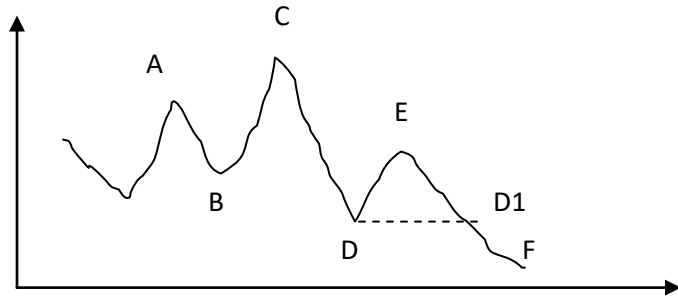
○ في حالة الاتجاه الأساسي الهابط للسوق (Bear Market)؛ على مستوى الواقع ومسارات العمل في بورصات الأسهم هناك نوع من الصعوبة في التفريق بين تصحيح ثانوي عادي في اتجاه معين وبين أول حركة لأتجاه جديد معاكس. وهنا نتحدث عن العلاقة بين حركات الأسعار بين القمم والقاع في الاتجاه الأساسي الصاعد، مقابل حدوث حركة جديدة تنعكس بتغير شامل من الاتجاه الأساسي الصاعد الى الاتجاه الأساسي الهابط، كما في نقطة الزمن  $(t+j)$ . وهذه المرحلة تظهر عند البدء من التخلص من الاسهم في بيعها من قبل عدد كبير من المستثمرين بعد ان بلغت اسعارها ارتفاع غير طبيعي، حيث تسود اجواء من عدم التفاؤل وتتلاشى الآمال في تحقيق الارباح. ويمكن تشخيص حالتين، وكما يلي؛

1. عندما يزداد عدد البائعين للأسهم وتسود حالة من الارباك وعدم الثقة تتجسد في انخفاض الاسعار الى القاع (B)، وحتى في محاولة التصحيح عند القمة (C) فانها لم تبلغ القمة (A)، ويزداد البيع عند النقطة  $(B_1)$ ، لإيقاف الخسارة، وكما يعكسه الشكل التالي؛



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

2. عند اتساع عمليات البيع لانخفاض أسعار الأسهم مقارنة بالأسعار السابقة، وتزداد ضغوط البيع بفعل مؤشرات تدهور السوق واحجام المستثمرين على الشراء ويفضلون بيع الأسهم لتلبية احتياجاتهم النقدية، وخاصة عندما تنخفض حركة الأسعار الى القاع (D). وفي ذلك حدوث قمة لمحاولة تصحيح عند النقطة (E) ولكن استمرارية الهبوط الى القاعة (F)، مع محاولة لتصحيح حركة الأسعار عند المستوى  $(D-D_1)$ ، كما في الشكل أدناه؛



أن أستمروية الاتجاه نحو الهبوط قائمة مادام هناك شعور لدى المستثمرين باستمرارية الاخبار السيئة والتوقعات المتشائمة حول التنبؤ بحركة الأسعار في السوق، وان انتهاء هذه المرحلة مقرونة بالوقت والاتجاهات الحاصلة في السوق حول التنبؤ بإعادة تنشيط السوق وتفعيل حركتي البيع والشراء، على ضوء القدرة في استيعاب العوامل الأهم في اتخاذ القرار فيما يتعلق بخطط العوامل اللازمة للتنبؤ بالأسعار في سوق الأسهم؛ واهمها:

\* حجم ومدة الاستثمار.

\* فئة المستثمر الضريبية.

\* البعد الزمني؛ المدى البعيد أم المدى القريب؟

\* التخلص من عائد المخاطرة.

### ثانياً؛ مخططات الشموع اليابانية (Japanese Candles)

تعتبر الشموع اليابانية من اهم أساليب التحليل الفني او التقني في أسواق المال، وتعرف أيضاً بـ "مخططات الشموع اليابانية"، ويرجع تاريخ ظهورها الى القرن الثامن عشر، الى

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

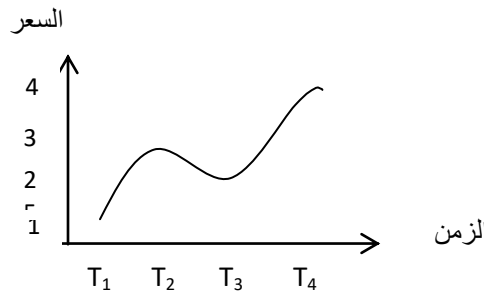
رجل اعمال ياباني يدعى هوما مونيهيسا (Homma Munehisa) في اليابان. ثم انتشر وأصبح في العصر الحالي مستخدم من قبل أغلب متداولي أسواق المال، فهم يستعينون به من أجل قراءة الرسم البياني (Chart) ، ومعرفة التغيرات التي تحدث للأسعار في أسواق الفوركس.

❖ **المفهوم؛** تُعد نماذج الشموع اليابانية اليوم جزءاً مهماً من مجموعة أدوات المتداولين الحديثة، حيث يتم استخدامها لوصف تحركات الأسعار: سعر الافتتاح وسعر الأغلاق وأعلى سعر و أقل سعر خلال مدة زمنية معينة لعملة ما أو أداة مشتقة معينة مثل العقود الآجلة أو الخيارات، حيث يتم تدوين هذه البيانات على شكل سلسلة من الأعمدة، تظهر كصورة شموع.

❖ **أهمية الشموع اليابانية؛** تتجلى أهمية الشموع اليابانية كأحدى الأدوات الفنية الرئيسية التي تساهم في التنبؤ بحركات الأسعار من خلال تحليل قوى العرض والطلب، من خلال التنبؤ بحركات الأسعار باستخدام احد أنماط الشموع اليابانية، وهي تعامل استراتيجي مع اسواق المال بحد ذاتها. ولكي يتمكن المتداولون من تطبيقها، عليهم أن يتعرفوا على أكثر الأنماط شيوعاً وأن يفهموا القوى الأساسية التي يشكل اساس هذا التعامل، وهما حركات العرض والطلب للأوراق المالية في الأسواق.

أ. **آليات عمل مخططات الشموع اليابانية؛** بدءا لابد من توضيح الحقائق الآتية؛

- ان الخط البياني (Line Chart) يعطينا حقيقة عن معلومة واحدة فقط، سواء أنطلاقاً من سعر الاغلاق او سعر الافتتاح، كما يتضح من الشكل البياني الآتي؛



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

وغالباً ما يتم الاعتماد على سعر الاغلاق لمعرفة حركة السعر للورقة المالية المعنية، حيث يلاحظ من الشكل اعلاه، ان هذه الورقة المالية تتميز بتذبذب سعرها خلال الزمن، حيث تميز سعرها بالارتفاع في الزمن  $(T_1-T_2)$  ثم بالانخفاض خلال الزمن  $(T_2-T_3)$  ليعاود الارتفاع خلال الزمن  $(T_3-T_4)$ . هذا ما يمكن استنتاجه فقط من الخط البياني، ولا يعطينا أي فكرة عن حالات التذبذب بالسعر خلال ذلك الزمن بين الارتفاع والانخفاض بفعل حركة التداول خلال الزمن المعتمد، بينما الشموع تعطينا معلومات كاملة عن؛

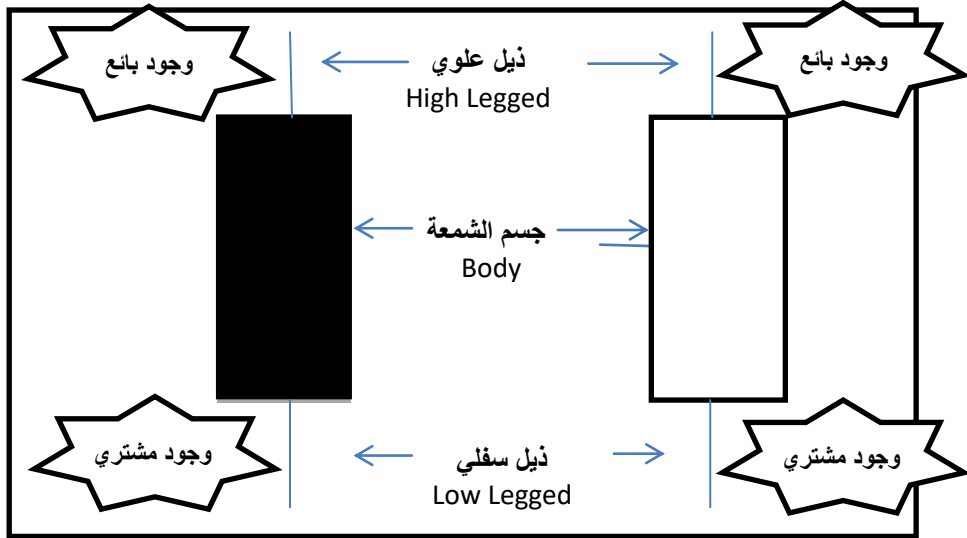
- المتغيرات خلال مدة زمنية معينة (سنة، شهر، أسبوع، يوم، ساعة، دقيقة .. وهكذا).
- أربعة معلومات عن أسعار الأفتتاح والأغلاق، الأدنى والأعلى.
- ردة فعل المستثمرين او المضاربين من خلال نماذج واشكال معينة لهذه الشموع.
- أهم المسيطرون في السوق، هل هم المشترون (الثيران) أم البائعون (الدببة).
- تعطي امكانية التحليل والتنبؤ بحركة الاسعار المتوقعة.

**1. اشكال الشموع اليابانية وتكوينها؛** تتكون الشموع اليابانية من مجموعة اشكال بيانية كل منها له مدلولاته في تفسير متغير السعر في حالاته الاربعة؛ سعري الاغلاق والافتتاح وفي حديهما الاعلى والادنى. ولتوضيح هذه الاشكال سوف نعتمد اللون الابيض للحالة الايجابية في ارتفاع الاسعار (وفي الغالب يظهر باللون الاخضر او الأزرق في لوحة الاسواق المالية)، واللون الأسود عن الحالة المعاكسة وهي انخفاض الاسعار (وهو اللون الاحمر في لوحة الاسواق المالية)، ويمثل كل منهما جسم الشمعة (Body).

ولكل شمعة فسحة من حركة السعر، ارتفاع وانخفاض، خلال التداول، قبل ان يستقر في سعر أفتتاح او سعر أغلاق، ويطلق على هذه الفسحة بـ " الذيل Legende، وقد يكون علوي او سفلي، حسب اتجاهات حركة السعر، وقوة البائعين والمشتريين، كما سيرد ذكره اثناء الشرح.



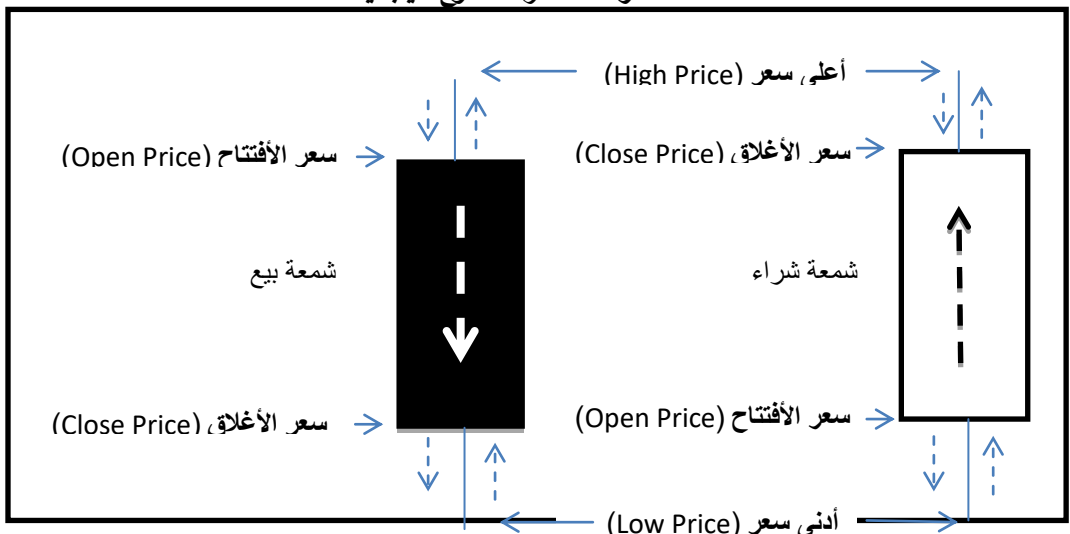
## الشكل البياني (2) دلالات الشموع اليابانية



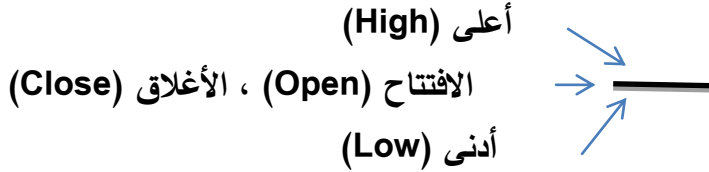
والشكل (3)، يظهر ان أعلى سعر و أدنى سعر هو واحد في كلا الحالتين الايجابية والسلبية، الا ان الاختلاف بينهما هو ان الحالة الايجابية تبدأ بسعر أفتتاح ثم صعود السعر حتى سعر الاغلاق، اما الحالة المعاكسة فان سعر الافتتاح يبدأ بالهبوط حتى سعر الأغلاق، وكما يتضح ذلك من الشكل البياني التالي.

## الشكل البياني (3)

### قراءة أسعار الشموع اليابانية



2. كيف تتكون الشموع اليابانية؛ تبدأ عملية تكوين الشموع من نقطة واحدة هي سعر الافتتاح في زمن معين، كأن يكون ساعة، يوم، شهر، سنة حسب المدة الزمنية المعتمدة في لوحة العرض في سوق التداول؛



- سعر الافتتاح : هو السعر الذي بدأت فيه الشمعة في التكون.
  - سعر الإغلاق : هو السعر الذي انتهت فيه الشمعة.
  - أقل سعر : هو أقل سعر وصلت إليه الشمعة.
  - أعلى سعر : هو أعلى سعر وصلت إليه الشمعة.
- الشمعة تعبر عن وحدة معينة من الزمن، يعرف بالإطارات الزمنية (Frams time)، ويمكن تفسيره كما يلي؛ الشمعة الواحدة تعبر عن وحدة معينة من الزمن، والمتداول من يختار هذه الوحدة أو الإطار الزمني الذي يريد للشموع أن تظهر عليه، فمثلاً:
- الإطار الزمني (ساعة): كل شمعة تساوي ساعة، وللتبسيط فمثلاً الآن الساعة الواحدة بالضبط فتبدأ شمعة جديدة في الافتتاح، وعندما تكون الساعة الثانية أي بعد ساعة تغلق الشمعة وتفتح شمعة جديدة وهكذا.
  - الإطار الزمني (4 ساعات) : كل شمعة تفتح وتغلق كل (4) ساعات كما شرحنا سابقاً.
  - الإطار الزمني (1 يوم) : كل شمعة تفتح وتغلق كل (1) يوم كما شرحنا سابقاً.
  - يتم اختيار الإطارات من قبل المتداولين حسب نوع وطريقة التداول.
- وعلى ضوء حركة التداول تتكون شمعتين: اما شمعة تتولد بضغط المشترين (ويطلق عليهم الثيران) ويكون لونها أخضر أو أزرق على اللوحة (تم اعتماد اللون الابيض تبعاً لمقتضيات الطبع في هذا الكتاب)، وهي الشمعة الموجبة، او شمعة تتولد بقوة البائعين (الدبة)، كحالة معاكسة؛ حيث تتشكل الشمعة الحمراء (على لوحة الأعلان) بضغط دخول البائعين بقوة، (لونها هنا أسود)، وهذه الكيفية، يمكن توضيحها كما يلي:

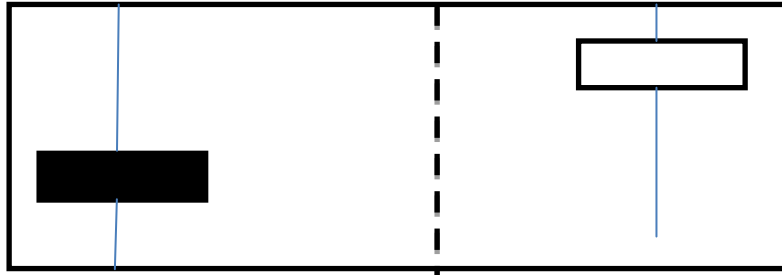
• **الشمعة الموجبة (البیضاء)؛** اول بداية الشمعة هي في نقطة تمثل سعر الافتتاح، ثم تبدأ بالارتفاع بضغط المشترين (الثيران) في تقديم الدعم من خلال زيادة رغبتهم في الشراء حيث تبدأ الاسعار بالارتفاع حتى تصل الى اعلى سعر، عندما يتدخل فيه البائعين بتقديم المزيد من الورقة المالية المتداولة، وبفعل قانون العرض والطلب يبدأ السعر بالهبوط الى أدنى سعر عندما يعاود فيه المشترين بتقديم الدعم ليرتفع السعر ثانية حتى يصل الى سعر الاغلاق عند نهاية جلسة التداول. وخلال هذه الحركة يتشكل الذيل العلوي الذي يعتمد طوله على مقدار الهبوط حتى سعر الاغلاق، والذيل السفلي الذي يعتمد طوله ايضا على مقدار عودة السعر الى الارتفاع نحو اعلى سعر ليستقر عند سعر الافتتاح، وبذلك تتشكل الاسعار الاربعة للشمعة الموجبة؛ شمعة المشترين (الثيران)؛ الشكل (3). وهذه الشمعة تعكس الدعم الذي يقدمه المشترين لرفع الاسعار.

أذن الذيل الطويلة الى الاسفل تعني ان البائعين (الدبة) سيطروا لوقت معين ثم فقدوا السيطرة، وهذا يدل على ان البائعين لم تعد لديهم القدرة على دفع الاسعار الى الاسفل، لذلك تعاود الاسعار الى الارتفاع.

• **الشمعة السالبة (السوداء)؛** تتكون هذه الشمعة انطلاقاً من سعر الافتتاح، الذي يبدأ بالانخفاض الى أدنى سعر خلال تلك المدة، ولذلك يكون موقعه مقابل سعر الاغلاق في الشمعة الموجبة، وبفعل تدخل المشترين بتقديم الدعم في شراء الورقة المالية يرتفع السعر ليصل الى أعلى سعر ممكن حيث يضغط البائعين لتخفيض السعر بتقديم المزيد من الورقة المالية حتى يستقر عند سعر الاغلاق وهي ختام جلسة التداول. وهذه الحركة السعرية في تكوين الشمعة السالبة سوف تفرز ايضاً الذيل السفلي الذي يعتمد طوله على مدة الانخفاض هذه، والذيل العلوي الذي يستقر عند سعر الافتتاح. وهذه الشمعة تعكس قوة البائعين (الدبة) والذين يشكلون مستوى مقاومة لرفع الأسعار.

أذن الذيل الطويلة الى الاعلى سيطرة المشترين (الثيران) لمدة من الوقت ثم فقدوا السيطرة، وسيطر البائعين وقاموا بالضغط على تخفيض الاسعار، وهذا يعني ان الثيران لم يعد لديهم القدرة على دفع الاسعار الى الاعلى.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي



المشتريين سيطروا ثم فقدوا السيطرة  
البائعين سيطروا ثم فقدوا السيطرة  
لم تعد لديهم القدرة على دفع الاسعار الى الاسفل  
لم تعد لديهم القدرة على دفع الاسعار الى الاعلى

كقاعدة عامة، إذا كانت الأسعار تتجه للارتفاع خلال تكوين الشمعة، يتحول جسم الشمعة إلى اللون الأبيض، وإذا انخفضت الأسعار يبقى جسم الشمعة باللون الأسود. وبهذا يسمح تحليل الشمعة اليابانية للتاجر أن يفهم كيف تغيرت الأسعار خلال مدة زمنية معينة. ان معايير الانخفاضات والارتفاعات تمثل مجموعة كاملة من تقلبات الشمعة وتشير إلى تغيرات حقيقية في العملات أو أسعار الأصول الأخرى. ويكتسب هذا الأمر أهمية خاصة في الرسوم البيانية على المدى الطويل، حيث التغيرات في تداولات اليوم يتم عرضها جميعا في وقت الإغلاق.

من العرض اعلاه، يتضح ما يلي:

- الشموع البيضاء شموع صاعدة، وتشير إلى أنه في هذا الوقت حدث صعود للسعر.
- الشموع السوداء شموع هابطة، وتشير إلى أنه في هذا الوقت حدث هبوط للسعر.
- كل شمعة تعبر عن وحدة معينة من الزمن.

### 3. حالات العلاقة بين البائعين (الدببة) والمشتريين (الثيران)

- الشمعة البيضاء والطويلة تعني ان المشتريين سيطروا معظم الوقت على سوق التداول.
- الشمعة السوداء والطويلة تعني ان البائعين سيطروا معظم الوقت على سوق التداول.
- الشموع الصغيرة تشير الى ان السعر لم يتحرك وانتهت الجلسة بنفس ما افتتحت به او قريبا منه.
- الذيل السفلي الطويل يشير الى ان البائعين سيطروا ثم فقدوا السيطرة لصالح المشتريين.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- الذيل العلوي الطويل يشير الى ان المشتريين سيطروا وصعدوا السعر الى الأعلى ثم فقدوا السيطرة لصالح البائعين.
  - في حالة تساوي الذيلين العلوي والسفلي لا توجد سيطرة لكلا البائعين والمشتريين. اذن يمكن توضيح دلالات الشموع اليابانية، بما يلي:
  - الشموع ذات الأجسام الطويلة تشير الى قوة وضغط؛ شراء او بيع، حيث تشير الشمعة الموجبة الى قوة المشتريين وسيطرتهم كلما كانت الشمعة طويلة وبدون ذيول. وتشير الشمعة السالبة الى قوة البائعين وسيطرتهم كلما كانت الشمعة طويلة وبدون ذيول.
  - الشموع ذات الاجسام الصغيرة تشير الى ضعف البيع او الشراء.
  - الشموع لها دلالات حسب شكلها و موضعها على لوحة العرض، وكما يلي:
  - الوصول للقاع ثم تتشكل شمعة ايجابية (البيضاء) طويلة تعطي اشارتين؛  
الاولى: انعكاس الاتجاه الهابط وتحوله الى اتجاه صاعد.  
الثانية: تشكيل مستوى دعم قوي.
  - الوصول للقمة ثم تتشكل شمعة سلبية (السوداء) طويلة تعطي اشارتين؛  
الاولى: انعكاس الاتجاه الصاعد وتحوله الى اتجاه هابط.  
الثانية: تشكيل مستوى من المقاومة.
- وهكذا تتحرك الشموع في اتجاهاتها المرتفعة والهابطة بفعل قوى الدعم وقوى المقاومة كما يتضح من الشكل أدناه؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

### الشكل البياني (4)

تحركات الشموع ومستويات الدعم والمقاومة



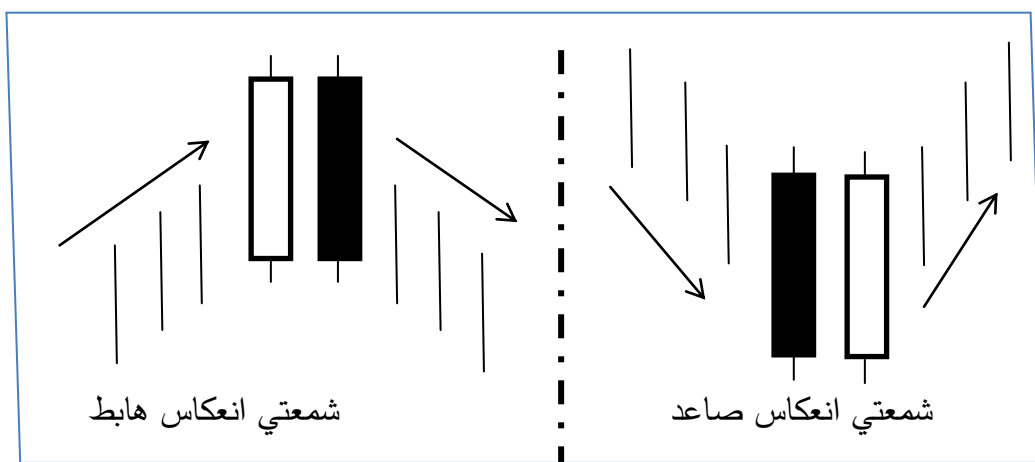
### ب. انواع الشموع اليابانية

1. شمعة الماربوزو (Marubozu-M)؛ وهي من اكثر الشموع الطويلة فعالية، وتتسم بجسمها الطويل ليس لها ذيول او ضلال وتكون ايجابية ؛ وتعني سيطرة المشترين (الثيران) على طول جلسة التداول من البداية وحتى نهاية الجلسة، او سلبية، وتعني سيطرة البائعين (الدببة) طوال الجلسة.

سيطرة الدببة (البائعين)	سيطرة الثيران: المشترين
سعر الافتتاح = السعر الأعلى سعر الاغلاق = السعر الأدنى البائعون هم المسيطرون على الجلسة	سعر الافتتاح = السعر الأدنى سعر الاغلاق = السعر الأعلى المشتريين هم المسيطرون على الجلسة

2. شمعتي الانعكاس (Two bar reversal)؛ إذا ما ظهرت هاتين الشمعتين، على لوحة عرض التداول، كشمعتين متعاكستين فانها تعطي قدرة للمحلل الفني على التنبؤ بالاتجاه القادم لحركة الاسعار، وكما في الشكل أدناه، مع تأشير الملاحظات الآتية؛
- نموذج شمعتي الانعكاس هو نموذج عاكس للاتجاه.
  - لا يُستخدم منفرداً في التحليل، وإنما يستخدم مع أدوات التحليل الفني الأخرى.
  - الشمعتين يكونوا متعاكستين؛ بالايجاب والسلب.
  - ذيول شموع النموذج تكون صغيرة.
  - حجم الشمعتين يكون كبيراً بالنسبة للشموع التي تم ذكرها من قبل

### شمعتي الانعكاس



### نموذج الشمعتين المتعاكستين الصاعد (Bullish two bar reversal)؛

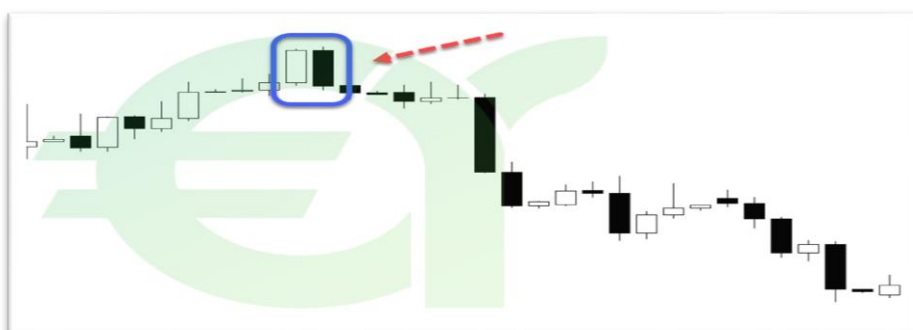
- يكون السوق في اتجاه هابط.
- تتكون شمعتين متتاليتين الأولى سوداء (هابطة) والثانية بيضاء (صاعدة)، ويكونا بنفس الحجم تقريباً، كما أن الشمعتين تتميزان بحجمها الكبير نسبة لذيولهما الصغير.
- يتحول السوق بعد تكون النموذج من الهبوط إلى الصعود.



من الشكل البياني اعلاه يوجد اتجاه هابط ثم تكونت شمعتين متعاكستين واحدة هابطة والأخرى صاعدة، وذيلولهم صغيرة وحجمهم كبير نسبياً بالنسبة للشموع السابقة لهما، اذن هو نموذج شمعتين متعاكستين حيث كان الاتجاه نحو الصعود.

#### نموذج الشمعتين المتعاكستين الهابط (Bearish two bar reversal)؛

- \* يكون السوق في اتجاه صاعد.
- \* تتكون شمعتين متتاليتين الأولى بيضاء (صاعدة) والأخرى سوداء (هابطة)، ويكونوا بنفس الحجم تقريباً، وذيلول الشمعتين صغيرة، والشمعتين يكون حجمهما كبيراً إلى حد ما بالنسبة للشموع السابقة لهما.
- \* يتحول السوق بعد تكون النموذج من الصعود إلى الهبوط، كما يتضح من الشكل أدناه؛



من الشكل البياني اعلاه يوجد اتجاه صاعد ثم تكون شمعتين متعاكستين صاعدة (بيضاء) وهابطة (سوداء)، وذيلولهما صغيرة وحجمهما كبير نسبياً بالنسبة للشموع السابقة لهما، حيث يكون الاتجاه نحو الهبوط بعد تكون النموذج.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

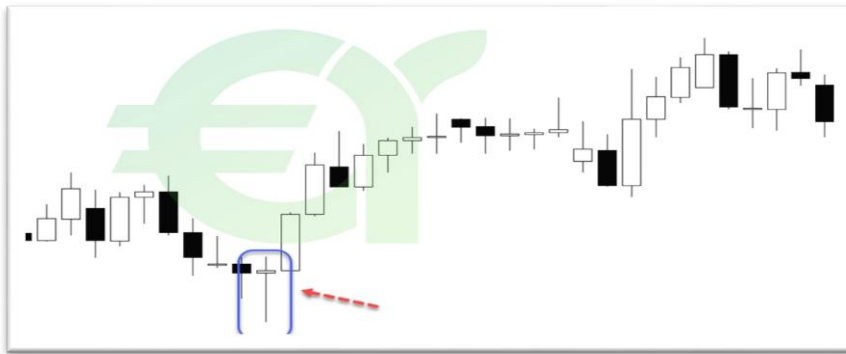
3. شمعة البين بار (Pin Bar) ؛ وهي شمعة ذات ذيول طويلة وجسم صغير يمكن ان تعطي للمحلل الفني امكانية التنبؤ بحركة الاسعار في جلسة التداول، وهي متباينة في تقديراتها بين الشموع الموجبة (شراء) والشموع السالبة (بيع):

- شمعة بين بار الشرائية (Bullish Pin Bar)، وهي شمعة عاكسة للاتجاه تأتي بعد الاتجاه الهابط لتحوله إلى صاعد، وتأخذ الاشكال الآتية؛



من الشكل اعلاه، نلاحظ الخصائص الآتية لهذه الشمعة ، وهي؛

- \* الشمعة لها ذيل طويل بالمقارنة مع جسمها، ومع الشموع السابقة لها.
- \* جسم الشمعة صغير جداً يكون في الأعلى وذيلها في الأسفل.
- \* شمعة عاكسة للاتجاه، تأتي في نهاية الاتجاه الهابط لتحوله إلى صاعد، كما موضح في الشكل أدناه؛



- شمعة بين بار البيعية (Bearish Pin Bar)؛ وهي شمعة عاكسة للاتجاه تأتي بعد الاتجاه الصاعد لتحوله إلى هابط، وتأخذ الاشكال الآتية؛

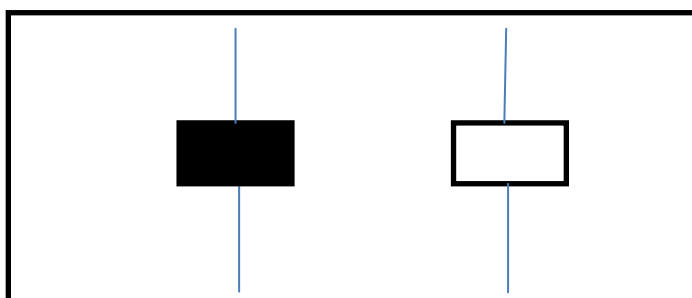
## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي



- من الشكل اعلاه، نلاحظ الخصائص الآتية لهذه الشمعة ، وهي؛
- \* جسم الشمعة صغير يكون في الأسفل و ذيلها في الأعلى .
  - \* تتميز الشمعة بذيلها الطويل جداً نسبة إلى حجمها.
  - \* شمعة عاكسة للاتجاه تأتي في نهاية الاتجاه الصاعد لتحوّله إلى هابط، كما يلاحظ من الشكل أدناه؛



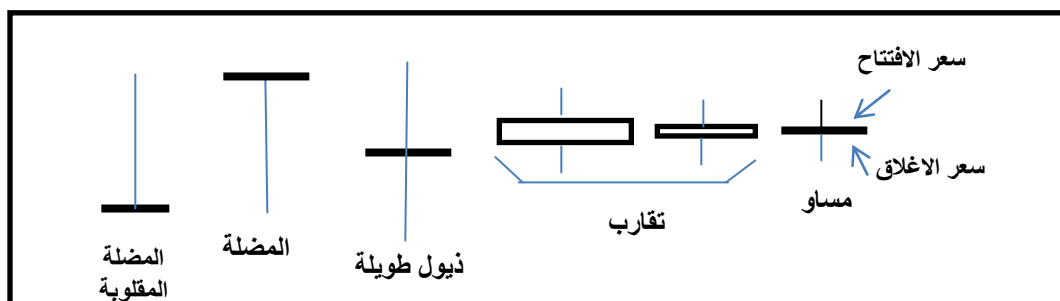
4. شمعة (Spinning Tops-ST)؛ وهي شمعة ذات جسم صغير وذيل علوي وسفلي طويلين، وهي تعكس حالة الحيرة بين المتداولين في السوق: المشترين والبائعين، وعدم حسم الامور لصالح أي منهما. والجسم الصغير للشمعة يعني وجود حركة سعرية بسيطة بين سعري الافتتاح والأغلاق.



وإذا جاءت هذه الشمعة في اتجاه صاعد أو هابط، في لوحة العرض للشموع، فإنها تدل على تغير في الاتجاه؛ فإذا كان الاتجاه هابط وجاءت شمعة ST فهي تنبؤ بحدوث اتجاه صاعد ومستوى دعم في ارتفاع الأسعار، والعكس صحيح؛ انظر الشكل (3).

5. شمعة Doji، و تُعد من أهم الشمعات وذات دلالات قوية؛ حيث يكون فيها سعر الافتتاح مساو أو مقارب لسعر الإغلاق وفي كلا الحالتين الإيجابية والسلبية، وأهم أنواعها؛  
- شمعة D ذات الذيل الطويلة (Long Legged Doji)؛ الأعلى والأسفل في الغالب متساويين، يشير إلى أن السعر صعد وهبط فوق مستوى الافتتاح إلا أنه عاد وأغلق بنفس الافتتاح أو قريباً منه، والنتيجة النهائية تغير بسيط عن سعر الافتتاح.  
- شمعة D ذات المضلة (Dragonfly Doji Umbrella)؛ وهي تعكس حالة سيطرة البائعين على التداول وضغطهم باتجاه خفض الأسعار، وبنهاية الجلسة انتفض المشترون وأرجعوا السعر.

- شمعة D ذات المضلة المقلوبة (Gravestone Doji Inverted Umbrella)؛ ومدلولاتها عكس الشمعة المضلة.

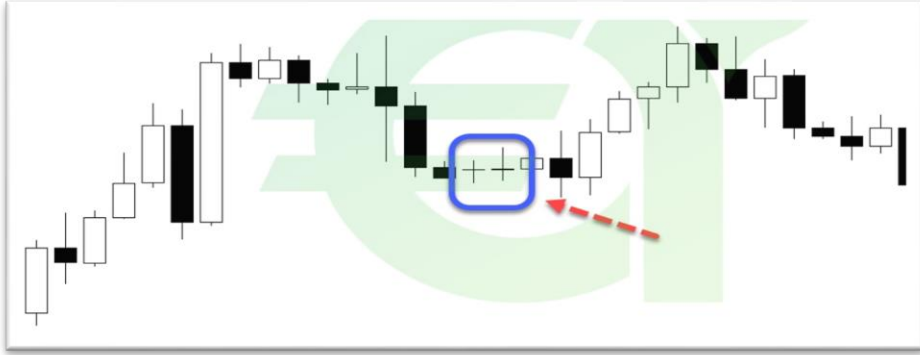


**خصائص شمعة الدوجي doji: من أهم خصائصها؛**

- لا يوجد لها جسم، أو لها جسم صغير أو صغير جداً.
  - طول الشمعة يكون صغير مقارنة بالشموع السابقة.
  - يدل وجودها على ضعف الاتجاه أو احتمالية الانعكاس.
  - لا يتم الدخول على أساسها، ولكنها تلفت نظرك إلى شيء معين في السوق.
- من أهم دلالات شمعة Doji ، هي؛
- إذا تساوى سعري الأفتتاح والأغلاق تزداد الشمعة قوة في دلالاتها.
  - التقارب تعني الحيرة والتردد بين المشتريين والبائعين من تغير وشيك في الاتجاه.
  - تتكون هذه الشمعة بعد تكون اجسام كبيرة للشموع، مثلاً وجود شمعة كبيرة بيضاء وظهور شمعة D ، هذا يعني ان هناك تغير في الاتجاه نحو الهبوط.
  - موقع تكونها حسب الاتجاه السابق أو الشمعة السابقة لها.
  - بعد الصعود تشير شمعة D بان ضغط الشراء بدء يضعف، وان الاتجاه الصاعد احتمال وشيك ان يعكس مساره.
  - بعد الهبوط تشير هذه الشمعة بان ضغط البيع بدء يضعف، وان الاتجاه الهابط احتمال وشيك ان يعكس مساره.
  - وجود هذه الشمعة يغير اتجاه حركة السعر في جلسة التداول من الاتجاه الصاعد الى الاتجاه الهابط، كما في الشكل البياني الآتي؛



- وفي الشكل البياني أدناه، وجود شمعة D، تغير الاتجاه من الهابط الى الصاعد؛

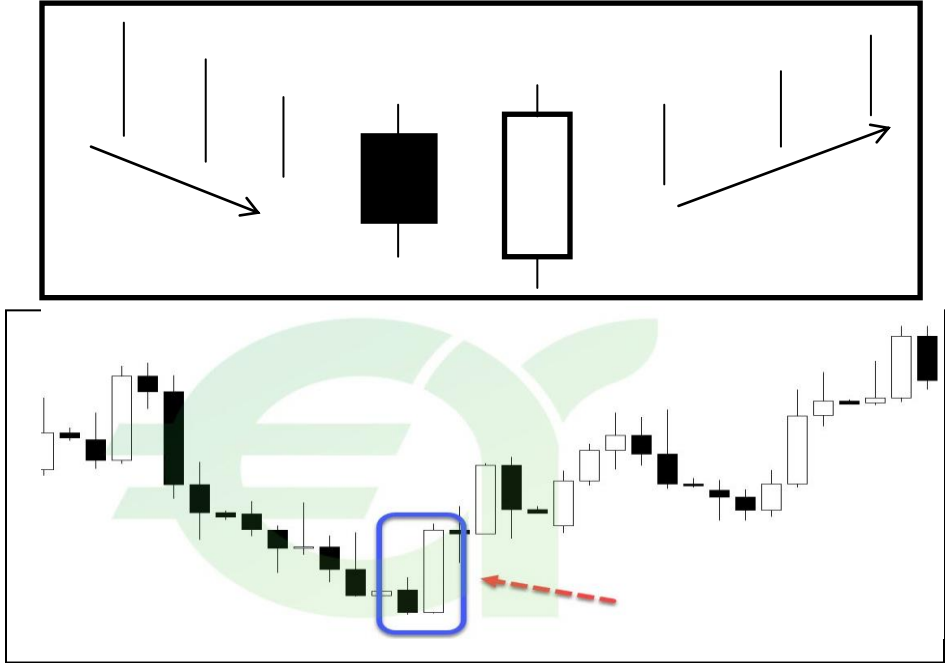


6. شمعة الأبتلاع Engulfing؛ هي واحدة من أقوى أشكال ونماذج الشموع اليابانية، وكلمة ابتلاعية تعني (مجازاً) ابتلاعها الشمعة السابقة لها. وهذه الشمعة تمتلك خاصية القدرة على تفسير أسس علم تحليل السلوك السعري (Price action)، كما أنها من أفضل الشموع في التنبؤ بحركة الأسعار، وتتميز بالسهولة في الاستخراج، ونسبة النجاح فيها عالية من حيث المصادقية، وهي على نوعين؛ ابتلاع شرائي (Bullish engulfing) وابتلاع بيعي (Bearish engulfing) .

#### شمعة الابتلاع الشرائي؛

- يكون الاتجاه في البداية هابط.
- ثم تأتي شمعة مثل البيضاء الموجودة يكون الارتفاع لهذه الشمعة أعلى من ارتفاع الشمعة السابقة لها، والانخفاض لهذه الشمعة أقل من الانخفاض للشمعة السابقة لها.
- يكون جسم الشمعة الابتلاعية (الشمعة البيضاء) كبير نسبياً بالنسبة للشمعة المبتلعة (الشمعة السوداء).
- ذيل الشمعة الابتلاعية لا تكون طويلة وإنما عادية.
- وكونها شمعة عاكسة للاتجاه تأتي في نهاية الاتجاه الهابط لتحوّله إلى صاعد.
- ويمكن الاستفادة منها بالشراء بعد تكون الشمعة الابتلاعية.

### شمعة الابتلاع الشرائي



من الشكل اعلاه هناك اتجاه هابط في البداية، ثم أتت شمعة ابتلاعية شرائية صحيحة لأنها مطابقة للمواصفات التي تكلمنا عنها في الأعلى، يتحول الاتجاه إلى الصعود.

### شمعة الابتلاع البيعي (Bearish engulfing):

- يكون الاتجاه في البداية صاعداً.
- ثم تأتي إلينا شمعة مثل الموجودة في الصورة ذات اللون الأسود يكون الارتفاع لهذه الشمعة أعلى من ارتفاع الشمعة السابقة لها، وانخفاضها يكون أقل من انخفاض الشمعة السابقة لها.
- ويكون جسم الشمعة الابتلاعية (الشمعة السوداء) كبير نسبياً بالنسبة للشمعة المبتلعة (الشمعة البيضاء).
- ذيول الشمعة الابتلاعية لا تكون طويلة وإنما عادية.
- كما أنها شمعة عاكسة للاتجاه، وتأتي في نهاية الاتجاه الصاعد لتحوّله إلى هابط.
- ويمكن الاستفادة منها بالبيع بعد تكون الشمعة الابتلاعية البيعية.

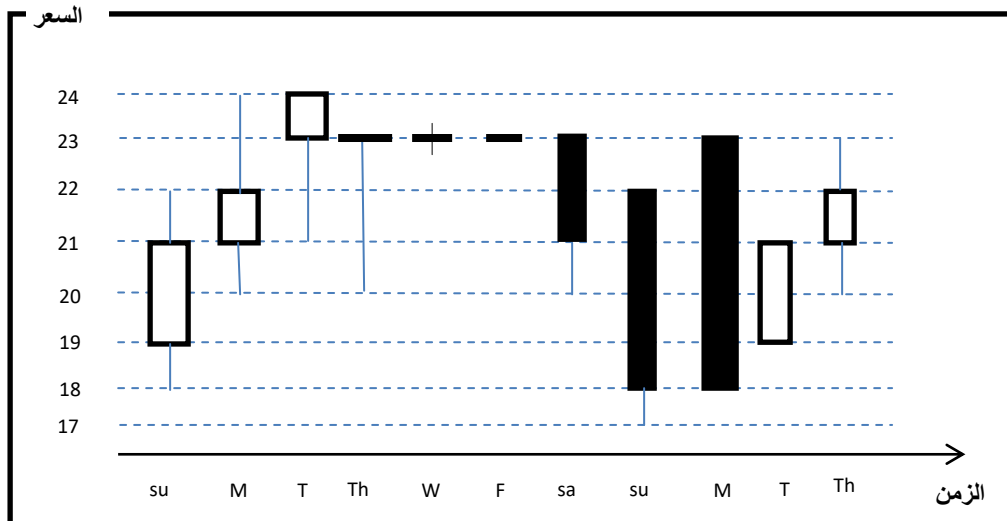
الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

شمعة ابتلاع بيعي



من الشكل البياني اعلاه، يتضح ان هناك اتجاه صاعد في البداية، ثم أتت شمعة ابتلاعية بيعية صحيحة لأنها مطابقة للمواصفات التي تكلمنا عنها في الأعلى، يتحول الاتجاه بعدها من الصعود إلى الهبوط.

ت.قراءة الشموع؛ يمكن توضيح قراءة الشموع اليابانية من خلال الشكل البياني الآتي؛



يمكن قراءة الشموع ودلالاتها من الشكل البياني أعلاه، كما يلي؛

- الاحد، الاثنين والثلاثاء؛ كانت حصيلة التداول لورقة مالية ما خلال هذه الايام ايجابية، أي هناك سيطرة للمشتريين (الثيران) في التحكم بالاسعار، مع محاولات للبائعين (الدببة) في الضغط على الاسعار والتي تتجلى في طول الذيل العليا والسفلى، لكن سرعان ما يفقدون السيطرة لصالح المشتريين خلال تلك الجلسات، ويمكن قراءتها كمايلي: يوم الاحد (Su) كانت حركة الاسعار قد شكلت شمعة موجبة بمتغيرات الاسعار الرئيسية الاربعة؛ الافتتاح (19)، الاغلاق (21). أما اعلى سعر لهذه الورقة في ذلك اليوم كان (22)، والسعر الادنى (18). ونفس النمط في قراءة يوم الاثنين (M) سوى ان هناك مقاومة اكبر لدى البائعين في خفض الاسعار الذي يمكن ملاحظته من طول الذيل العلوي، اما الثلاثاء (T) فان سعر الاغلاق هو نفسه السعر الأعلى، وسعر الافتتاح (23) في حين كان ادنى سعر (21). ان طول هذه الذيل انما تعكس قوة المنافسة بين المشتريين والبائعين لتستقر الى سيطرة احدهما عند سعري الافتتاح والاعلاق.

- أيام الاربعاء والخميس والجمعة تشكلت في نهاية الجلسة شمعات لا يوجد لديها جسم (Body) حيث تظهر حركة التداول قوة منافسة شديدة في حركتي البيع والشراء لتلك الورقة المالية، عندما يقترب سعري الافتتاح والاعلاق من بعضهما كثيراً، مع ملاحظة ما جرى يوم الاربعاء (Th) من مقاومة شديدة من قبل البائعين في الضغط على تخفيض الاسعار الى (20) ليعاود السعر الارتفاع نتيجة دعم المشتريين الى (23)، وهو يمثل سعري الافتتاح والاعلاق. وهو تقريباً يماثل ما اختتم به يوم الخميس (W) في نهاية الجلسة حيث تشكلت شمعة يطلق عليها (Doji)، عند تساوي سعري الافتتاح والاقتراب مع اقتراب السعر الاعلى من سعر الافتتاح وكذلك السعر الادنى من سعر الاغلاق، كما يتضح من الجدول رقم (6)، وفي يوم الجمعة (F) تلتقي الاسعار الاربعة في نقطة واحدة وبما يعكس توازن المنافسة بين البائعين والمشتريين.

- السبت، ثم الاحد والاثنين من الاسبوع التالي، حيث تتشكل شمعات سلبية (سوداء) كمؤشر على سيطرة وقوة ضغط البائعين (الدببة) على تخفيض الاسعار، مع محاولة



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

المشتريين (الثيران) تقديم الدعم والذي يتجلى في رفع الاسعار حتى يستقر عند سعر الاغلاق، كما يتضح من جلسة التداول ليوم السبت (Sa)، حيث كان سعر الافتتاح هو نفسه السعر الأعلى، لان المشتريين فقدوا السيطرة على رفع السعر واستطاع البائعين من خفض السعر الى حده الأدنى (20) ليعود المشتريين تقديم الدعم ورفع السعر الى نقطة الاغلاق (21). وهو نفس حركة الاسعار ليوم الاحد (Sa) سوى ان ضغط البائعين كان أقوى، حيث انخفض سعر الاغلاق الى (18). وفي يوم الاثنين (M) سيطرة الدببة تماماً على حركة التداول من خلال خفض سعر الافتتاح (23) طوال الجلسة وحتى اغلاقها عند سعر (18)، دون ان تكون هناك ذيول سفلى او عليا، وهذه الشمعة يطلق عليها ماروبوزو (Marubozu).

- الثلاثاء والاربعاء، خلال هذين اليومين كانت هناك سيطرة للمشتريين على حركة الاسعار في جلسات التداول، حيث ظهرت شمعة موربوزو موجبة في يوم الثلاثاء (T)، في حين حاول البائعين الضغط يوم الاربعاء (Th) ولكنهم سرعان ما يفقدوا السيطرة. وعلى ضوء ما ورد اعلاه، يمكن تلخيص حركات الاسعار في جلسات التداول اعلاه، وكما يلي:

### الجدول (6)

تلخيص حركة الاسعار في جلسات تداول لورقة مالية

اليوم	الشمعة الموجبة (البيضاء)				الشمعة السالبة (السوداء)			
	الافتتاح	الاغلاق	الاعلى	الادنى	الافتتاح	الاغلاق	الاعلى	الادنى
الاحد (Su)	19	21	22	18	22	18	22	17
الاثنين (M)	21	22	24	20	23	18	23	18
الثلاثاء (T)	23	24	24	21	21	19	21	19
الاربعاء (Th)	23	23	23	20	21	22	23	20
الخميس (W)	23	23	23.20	22.90				
الجمعة (F)	23	23	23	23				
السبت (sa)	23	21	23	20				

- من الجدول أعلاه يتضح ان آليات تفسير الشموع اليابانية؛ تستند على وصف الصراع بين المشتريين (الثيران) والبائعين (الدبة) والتنبؤ بحركة الاسعار في جلسات التداول خلال المراحل الزمنية المعتمدة في لوحة العرض في سوق التداول، على وفق التصورات الآتية:
- 80% من افتتاح الشموع بنفس اغلاق الشمعة السابقة لها، بفجوة سعرية اعلى او اسفل.
  - أن أنماط الشموع واضحة حقاً وليست نادرة، ونتيجة لذلك يختار المتداول إما فتح صفقة على إشارة مثيرة للجدل ويخاطر بالإغلاق باللون الأسود، أو يحاول توقع نمطا مثالياً ويجلس أيام وأسابيع دون معاملات، وبالتالي بلا ربح.
  - تنطوي التجارة في الأسواق المالية على مستوى عالي من المخاطرة، ومن أجل تقليل المخاطر يوصى باتباع قواعد إدارة الأموال بشكل صحيح وتثبيت إيقاف الخسارة، وجميع القرارات التي يتخذها المتداول عند العمل في الفوركس هي مسئوليته الشخصية.
  - ث. مميزات الشموع ؛ يمكن تصور أهم هذه المزايا بما يلي؛
  - الشموع لها أشكال مختلفة وكل شكل له دلالات معينة تساعد المتداولين على التنبؤ بحركة السعر القادمة.
  - تمكن من قراءة الرسم البياني chart بشكل دقيق وسريع.
  - تحليل السلوك السعري قائم بشكل رئيسي على استخدام الشموع اليابانية.
  - يستخدمها أغلب المتداولين في العالم، وذلك لأن المحرك الأساسي للأسعار هو المتداولين، فذلك يساهم بشكل إيجابي في توقع حركة السعر.
- وفي الخلاصة، نقول ان الشموع اليابانية بعد أن كانت موجودة منذ قرون، فقد أثبتت الشموع أنها واحدة من أكثر المؤشرات كفاءة للتنبؤ بتوجه سعر أداة مالية محددة ذو سيولة عالية. تطبق هذه الأنماط في جميع الأسواق تقريباً، حيث أن نماذج الشموع اليابانية هي أداة مفضلة لجميع أنواع المتداولين، من المبتدئين إلى المحترفين<sup>(117)</sup>.

---

117 - للاطلاع على المزيد من أنواع هذه الشموع ودلالاتها يمكن الاطلاع على العديد من المواقع الالكترونية التي تبحث في جوانب متعددة من تأثير هذه الشموع على حركة الاسعار في سوق التداول، منها على سبيل المثال لا الحصر؛

### المقارنة بين أساليب التحليل الأساسي والتحليل الفني

ان بعض اساليب التحليل الفني كالرسم البياني لايشكل اهمية كبيرة في التحليل الأساسي لسوق الفوركس، بقدر الاعتماد على البيانات الاقتصادية، بما في ذلك أسعار الفائدة و معدلات التضخم، أو نسب الميزان التجاري. ويعتمد التحليل الاساسي على الافتراضات القائمة على ان في المدى القصير، قد تكون أسعار الأسواق المالية غير دقيقة و صحيحة تماماً، ولكنها في النهاية سوف تعود إلى السعر "الصحيح". و ان فرصة التداول هي بالضبط تلك المدة في التصحيحات المسارية للأسعار.

بشكل عام، قد لا يعتبر التحليل الاساسي لسوق الصرف الأجنبي الأداة التي توفر للمستثمر المعلومات الدقيقة للدخول او الخروج من السوق، إذ ان معظم الشركات، تعتمد في توقعاتها المالية بشكل مباشر على أسعار أسهمها ومع ذلك، فإن المتداولين المطلعين قادرون على التنبؤ بحركات السوق معه على المدى الطويل، وخاصة إن الإقتصاد المتنامي في الدولة لا يؤدي حتماً إلى زيادة القيمة النسبية لعملةها، لأن هذه القيمة النسبية تعتمد على العديد من العوامل - ليس فقط المؤشرات الاقتصادية، ولكن أيضا السياسية، التحسينات التكنولوجية العالمية، الأحداث الدولية و حتى الكوارث الطبيعية.

ويتأثر تحليل الفوركس الأسبوعي أيضاً بالبيانات الاقتصادية الوطنية الخام من خلال مؤشرات التحليل الأساسي مثل أسعار الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، مبيعات التجزئة، بيانات التوظيف، التضخم، التوازن التجاري، والسلع المعمرة وغيرها على السوق في المدى القصير بعد إعلانها.

- 
- <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/namathei-alshomoo>
  - <https://www.avatrade.com/education/trading-for-beginners/japanese-candlesticks>
  - <https://blog.earn2trade.com/ar/>
  - <https://forexaraby.com/>

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وبالنظر إلى العدد الكبير من عوامل التأثير، فإن الكيفية التي يتم فيها تحليل السوق المالي يمنح المستثمر فرصة الكثير من التفكير. وأولى خطوات ذلك اختيار الاستراتيجية المناسبة، والتي قد يكون التحليل الفني لوحده كافياً، أو التحليل الاساسي، لكن الأفضل أن يكون خليطاً من الاثنين واحداً مكملاً للآخر، إذ من الأفضل أن يقوم المستثمر بالنظر في مؤشرات التحليل الاساسي مثل: الفائدة، معدلات التضخم، الميزان التجاري، ميول السوق و غيرها من الادوات الكلية من أجل فهم الصورة الأكبر لسوق المال العالمي و العرض والطلب اللذان يحركانه. أما في المدى القصير، فإن العملات لا تتحرك بشكل مستقيم و مباشر، مما يوفر الكثير من التحركات السعريّة قصيرة المدى التي يمكن الإستفادة منها أيضاً، و هنا يكمن أهمية دور التحليل الفني.

**الجوانب الرئيسية في المقارنة؛** يمكن التركيز في المقارنة بين هذين النوعين من التحليل في الجوانب الآتية؛

- أن التحليل الأساسي: يخبرك هل تستثمر في تلك الشركة أم لا، أما التحليل الفني فهو يخبرك متى تشتري أو تباع حصتك في تلك الشركة. بعبارة أخرى ان التحليلين مكملان لبعضهما البعض؛

- التحليل الاساسي يسبق التحليل الفني؛ وقد يجمع بينهما في الأسواق الناشئة فقط لوجود الكثير من الاسهم تجمع في خواصهما، اي تجدها استثمارية وفي نفس الوقت مضاربة.

- التحليل الأساسي هو الأصل والفني هو الفرع، وكلاهما مكملين لبعض ولكل منهما خصوصيته، فالمستثمر يهمل التحليل الاساسي بشكل كبير بينما المضارب يميل للفني اكثر، وبالتالي، كلاهما دراسات وتوقعات وتنبؤات لتوقع الحركة السعريّة وارتباطها بالزمن؛

- ان كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني لاغنى عنهما في اسواق المال، ولكل واحد منهما مزايا للمتداول، ونعتقد ان المتداول الناجح يستخدم التحليل الاساسي للاستثمار اما التحليل الفني يركز عليه المضارب؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

---

- ان التحليل الاساسي مفيد في حالة اقتناء السهم، اما في حالة المضاربة فالمضارب بحاجة اكثر الى التحليل الفني. ولكن هذا لا يعني ان المضارب لا يحتاج التحليل الاساسي بل على العكس، إذ ان التحليل الاساسي يعكس زوايا المخاطرة؛
- يمكن وضع قاعدة عامة في استخدام التحليل الفني وكذلك الاساسي في تحليل الأسهم وأدوات الدخل الثابت، فالتحليل الاساسي هو من يقودنا إلى الأوراق المالية التي يجب امتلاكها، أما حين يتعلق الأمر بتوقيت البيع أو الشراء يستخدم كلا التحليلين: الفني والاساسي معاً.
- ومن هنا، يبرز دور التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري، إذ يتمثل دوره في تحديد توقيت اتخاذ القرار الاستثماري، من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار بناءً على معطيات الماضي .
- يمكن تطبيق التحليل الفني على السوق ككل أو على أوراق مالية فردية.

## 5-2 تحليل هيكل التمويل في الشركة

يمثل هيكل التمويل الجانب الأيسر من الميزانية للشركة (جانب المطلوبات)، ويعبر عن مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الموجودات) المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية، حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة، مثل: رأس المال، والفائض المحتجز، والقروض قصيرة أو طويلة الأجل.

يتكون هيكل التمويل من قسمين أساسيين:

الأول: الأموال المملوكة والتي تشمل رأس المال، والاحتياطيات، والفائض غير الموزع، بما فيها الأرباح المحتجزة.

الثاني: هو الأموال الدائنة التي تتمثل بالقروض والسندات.

## 5-2-1 وظيفة التمويل

تعرف وظيفة التمويل: الحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتوزيع (تخصيص) هذه الأموال في الشركة، أي أنه الإمداد المالي للشركة في أوقات الحاجة إليها. بعبارة أخرى، تتعلق وظيفة التمويل بـ " إدارة حقبة التمويل " في الاستثمار للشركة بشكل يعظم العائد على هذه الاستثمارات في اعتماد مزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة راس المال الى الحد الأدنى، ويشمل العناصر التالية:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة للتمويل: يجب أن تمتلك الشركة سيولة كافية لمواجهة الفرص المتوقعة أو التهديدات التي قد تحدث في المستقبل. وهذا يتطلب دراسة مصادر التمويل الممكنة أو المتوفرة داخل هذا السوق للحصول على مبالغ معينة من قبلهم.
- البحث عن مصادر الأموال: من أي مصدر سوف تحصل الشركة على التمويل؛ مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل.
- المخاطر المحتملة من عملية التمويل: يجب دراسة هذه المخاطر بدقة قبل العملية التمويلية، أي دراسة الطرق المستقبلية التي تساعد الشركة في عملية السداد للممولين. ان وظيفة التمويل في الشركة تتضمن قرارين استراتيجيين هما قرار الاستثمار وقرار التمويل، بالإضافة الى مهام التخطيط والرقابة المالية.

### أولاً؛ قرار الاستثمار ( Investment Decision )

تتعلق هذه القرارات باختيار هيكل (Structure) ومستوى (Level) استثمارات الشركة، علماً ان استثمارات الشركة تساوي مجموع موجوداتها.

أ. يعني هيكل الاستثمارات كيفية توزيعها بين استثمارات قصيرة الأجل؛ (الموجودات المتداولة) مثل النقد، الودائع المصرفية، المخزون، الأوراق المالية قصيرة الأجل، واستثمارات طويلة الأجل (موجودات ثابتة). ولذلك فان هذه الهيكلية لها تأثيرها على سيولة (Liquidity) وربحية (Profitability) الشركة. والمقصود بـ "السيولة" هي مدى قدرة الشركة على تحويل الأصول (Assets) الى نقد بسرعة وبدون خسارة. وهذه الهيكلية تتضمن إحدى الحالات الثلاث التالية:

- في حالة اختيار الشركة بان تكون هيكل استثماراتها قائمة على ان نسبة الموجودات المتداولة الى الموجودات الثابتة مرتفعة، أي ان معظم استثمارات الشركة قصيرة الأجل، هذا يعني ان الشركة ستكون لديها سيولة لكن ربحيتها محدودة.
- في حالة اختيار الشركة بان تكون هيكل استثماراتها قائمة على ان نسبة الموجودات المتداولة الى الموجودات الثابتة منخفضة، اي ان معظم استثمارات الشركة طويلة الأجل، هذا يعني ارتفاع ربحية الشركة لكن سيولتها متدنية.
- اختيار تكنولوجيا العمليات الإنتاجية (درجة الكثافة الرأسمالية) يحدد درجة رافعة التشغيل (Operation Leverage) وبالتالي مدى تقلب الأرباح. فإذا كانت درجة الكثافة الرأسمالية كبيرة: تكون نسبة التكاليف الثابتة الى اجمالي التكاليف كبيرة أيضاً بسبب ارتفاع تخصيصات الاهلاك (الاندثار)، اي ان الشركة تتميز بدرجة رافعة تشغيل مرتفعة. وهذا يعني ان الشركة شديدة الحساسية للتغير في الوضع الاقتصادي، فإذا أنخفضت المبيعات انعكس ذلك على انخفاض في الأرباح والعكس صحيح.
- ب. بالنسبة لمستوى الاستثمار فانه يتعلق بتحديد حجم الاستثمار في كل من عناصر الموجودات وكما يلي؛

■ **الاستثمار في الموجودات المتداولة:** (النقد، المخزون، الأوراق المالية القصيرة الأجل)، الشركة أمام حالتين:

- إذا كان هذا الاستثمار يفوق الحاجة فانه يحمل الشركة تكلفة الأموال المستثمرة فيها فيخفف من ربحية الشركة لكنه يعطيها سيولة أكبر، وبالتالي تكون خاضعة لظروف السوق. فإذا كان هذا الفائض من رأس المال المتداول (الموجودات المتداولة) ممولاً بقروض قصيرة الأجل، فإنه يحمل الشركة تكاليف الفائدة على هذه القروض. أما إذا كان ممولاً من أموال الشركة، فإنه يضيع على الشركة المردود الذي يمكن ان تحصل عليه باستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى (كلفة الفرصة البديلة)، مثلاً الاستثمار في موجودات ثابتة تعطي مردوداً أعلى.

- إذا كان هذا الاستثمار أقل من الحاجة فأن ذلك يؤدي الى عرقلة عملية الإنتاج وعدم تمكن الشركة من تلبية حاجة السوق، وبالتالي فانه يفوت على الشركة مبيعات وأرباح محتملة كان من الممكن تحقيقها لو كان الإنتاج مستمراً. وهذا يؤدي الى رفع تكاليف الشركة وبالتالي تخفيض أو قلب ارباحها.

■ **الاستثمار في الموجودات الثابتة:**

- إذا كان الاستثمار في العدد والألات والتجهيزات فائض عن الحاجة فأن ذلك يؤدي الى طاقة انتاجية فائضة ( Excess capacity ) وبالتالي ارتفاع تكلفة الانتاج، مما يضطر الشركة الى البيع بأسعار عالية (غير منافسة) فتتخفف مبيعاتها وبالتالي ارباحها.

- اما إذا كان هذا الاستثمار دون الحاجة المطلوبة فانه يؤدي الى انخفاض في الطاقة الإنتاجية وبالتالي انخفاض في المبيعات والارباح.

ان اختيار هيكل ومستوى حقبة الاستثمارات يحدد تيار الارباح المتوقعة وخطر هذه الارباح: خطر الاعمال ( Business risk ): درجة التقلب في الارباح الناجمة عن تغير الازواضع الاقتصادية وأوضاع سوق الصناعة التي تعمل بها الشركة.



### ثانياً؛ قرار التمويل ( Financing Decision )

يتعلق هذا القرار باختيار هيكل التمويل في الشركة في إحدى الخيارين الآتين، لما لهما من تأثير في تحديد " الخطر التمويلي " ( Financial Risk ) وتكلفة رأس المال ( Cost of capital )، وهما:

■ تحديد نسبة التمويل من مصادر تمويل قصيرة الأجل ومن مصادر تمويل طويلة الأجل؛ فإذا كانت الشركة تحصل على معظم تمويلها من القروض المصرفية فإن ذلك سيؤدي الى ربحية عالية نسبياً، لكن سيولة الشركة ستكون متدنية. والسبب في ذلك ان تكلفة التمويل القصير الأجل تكون عادة أقل من تكلفة التمويل طويل الأجل، وبالتالي فان مساهمته في ربحية الشركة ستكون أكبر، ولكن القروض القصيرة الأجل يجب سدادها في آجال قريبة مما ينتج عنه ضغوط على سيولة الشركة.

■ تحديد المزيج المناسب للتمويل من مصدري الدين (Debit) والملكية (Equity)، حيث ان الثاني يعني احتجاز أرباح الشركة وإعادة استثمارها و إصدار الأسهم العادية. إن استعمال المزيج الأمثل للتمويل بالدين والملكية يخفض تكلفة رأس المال الى الحد الأدنى ويعظم قيمة الشركة، بما يتيح للشركة اكبر عدد ممكن من فرص الاستثمار الربحية، فتتمو أرباحها وتزداد قيمتها. أما إذا أفرطت الشركة باستعمال الدين في هيكل التمويل فسيؤدي ذلك الى زيادة الخطر التمويلي للشركة ويرفع من تكلفة رأس المال.

### ثالثاً؛ مهام التخطيط والرقابة المالية

وهو العنصر الثالث في وظيفة التمويل اعتماداً على مجموعة من الأدوات والأساليب ( Tools & Techniques ) للتخطيط وأخرى للمراقبة المالية:

- أدوات للتخطيط وتشمل أدوات التنبؤ بالاحتياجات المالية، الموازنة النقدية، تحليل التعادل و رافعة التشغيل.
- أدوات للمراقبة المالية وتشمل أدوات التحليل المالي، نظام العائد على الاستثمار و تحليل مصادر الأموال واستخداماتها.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

ويقصد بالتخطيط المالي للشركة تلك الاجراءات التي تؤدي الى ترجمة أهداف وسياسات واستراتيجيات الشركة الى خطط عملية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وعادة يعتمد التخطيط المالي على التدفقات المستقبلية الداخلة للمشروع والخارجة منه. وعليه فإن الإدارة التمويلية تستخدم أدوات التنبؤ المعروفة لغرض تحديد الموازنة التقديرية المالية والنقدية للمشروع والتي هي عبارة عن كشف يبين الأموال والنقد الداخل للشركة والخارج من الشركة خلال فترة محددة.

أذن يقوم المحلل أو المدير المالي باستخدام أدوات متعددة للرقابة وتحليل الواقع المالي للشركة، مثلاً يستخدم تحليل التعادل لمعرفة الإنتاج والمبيعات والكلفة، ويستخدم تحليل النسب المالية لقياس كفاءة الشركة ونشاطها ومدى تحقيقها لنسبة العائد على الاستثمار المطلوبة من المستثمرين، ويستخدم قائمة التدفق النقدي وهو كشف يعكس لنا النقد الداخل للشركة والنقد الخارج منها ... الخ.

### 5-2-2 تحليل رأس مال الشركة

ان تحليل الهيكل التمويلي للشركة هو تحليل لرأس مال الشركة ومعدلات التغطية له، وفي ذلك هناك ثلاث مؤشرات مهمة يطلق عليها "نسب الرافعة" (Leverage Ratios)، تستخدم في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، وهي؛

- رافعة التمويل
- رافعة التشغيل
- الرافعة المشتركة

### اولاً؛ الرافعة المالية "المديونية" ( Financial Leverage )

الرافعة المالية هي مدى اعتماد الشركة في تمويل استثماراتها على الديون، من خلال الاقتراض أو استخدام أى أداة مالية، بمعنى آخر تقيس الكيفية التي تمول بها الشركة أعمالها سواء من الأموال الخاصة أو من القروض أو من كليهما، وبالتالي فهذه المجموعة تهتم بالملاءة المالية على الاجل الطويل من خلال هيكل راس المال ومعدلات التغطية.

أذن هذه الرافعة تعكس مدى اعتماد الشركة على الاقتراض (الدين) في تمويل استثماراتها، بالمقارنة مع التمويل المقدم من المالكين، أي انها تقيس نسبة استخدام الديون في هيكل تمويل الشركة.

#### مخاطر ارتفاع نسبة الدين في تمويل الشركة؛

○ الشركة التي تعتمد على الديون بشكل كبير تكون ذات مخاطر عالية من حيث إمكانية إفلاس الشركة وبالتالي عدم القدرة على مقابلة التزاماتها، خاصة عندما تكون الظروف الاقتصادية غير مواتية.

○ في حال اعتماد الشركة على الديون بشكل كبير فانها تواجه صعوبة في حصول هذه الشركة على القروض من السوق لتمويل عملياتها، وإن حصلت عليها فإنها تكون ذات كلفة عالية وبالتالي قد تضطر إلى إصدار أسهم في ظروف غير مناسبة.

○ الشركات عالية المديونية معرضة لمخاطر الإفلاس، أكثر من غيرها، نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض وبالتالي انخفاض المرونة المالية.

ومع ذلك فان ارتفاع هذه النسبة يعكس بعض الايجابيات، منها؛

- هناك ميزات ضريبية حيث الفوائد على القروض عادة تخصم من الضريبة.
- زيادة العائد على حقوق المساهمين؛ وذلك لأن الدين مصدر رخيص نسبياً للتمويل، لكونه أقل خطراً من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمرين في الأسواق المالية. مثلاً ان الاستثمار في سندات الدين يعتبر أقل خطراً من الاستثمار في الأسهم العادية، وذلك لان الاولى تدفع دخلاً ثابتاً ولها الاولوية على أرباح الشركة وعلى القيمة التصفوية للموجودات في حالة أفلاس الشركة. في حين ان التمويل عن طريق الملكية (الأسه، مثلاً) يؤدي إلى إضعاف الملكية والسيطرة والربح، فإذا لجأت الشركة الى الدين وحقت عائداً على الاستثمار أعلى من الفائدة على الدين، فإن الفرق سيعود إلى المساهمين، وكلما كان هذا الفرق أكبر وكان تمويل المساهمين أقل، كان العائد على حقوق المساهمين أكبر. وهذا يتطلب معرفة ما يلي؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- الديون الى حقوق الملكية = الديون قصيرة الآجل او طويلة الآجل / حقوق الملكية (المساهمين)؛
  - نسبة تغطية الأصول = القيمة الدفترية للأصول الثابتة + راس المال العامل / إجمالي الديون
  - نسبة تغطية الديون = التدفق النقدي من النشاط التشغيلي / إجمالي الديون
- ان البحث في علاقات الحسابات المرتبطة بديون الشركة سواء قصيرة أو طويلة الاجل ، يمكن اعطاء مؤشرات أخرى لاستقراء أعمق للهيكل التمويلي للشركة، ومنها استخدام الارباح بالسهم والعائد على حقوق المساهمين، من خلال معرفة درجة رافعة التمويل.
- **درجة رافعة التمويل ( DFL-Degree of Financial Leverage )**؛ وهي نسبة التغير في الأرباح بالسهم (أو الأرباح المتاحة للمساهمين) التي تنتج من نسبة تغير صغيرة في الأرباح قبل الفائدة والضريبة، وفي ذلك قياس تأثير الزيادة في نسبة التمويل بالدين في هيكل التمويل على أرباح المساهمين. ويمكن استخراجها وفق الصيغة الآتية:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{Q(P - V) - F}{\{Q(P - V) - F\} - I}$$

حيث أن:

- درجة رافعة التمويل DFL
- الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT (السعر (P)، المتغيرة (V) الثابتة (F))
- تكاليف الفائدة على الديون I

**مثال/1** نفترض المعلومات التالية عن الشركتين (أ) و (ب):

الشركة (أ)	الشركة (ب)
30,000	20,000
50,000	5,000
0.10	0.10
5,000	500

الحل؛

- درجة رافعة التمويل للشركة (أ) =  $DFL = 30000 / (30000 - 5000) = 1.2$
- درجة رافعة التمويل للشركة (ب) =  $20000 / (500 - 20000) = 1.0256$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

إن التفسير التمويلي لهذه الأرقام هو الآتي:

1. ان الشركة (أ) أكثر اعتماداً على المديونية من الشركة (ب)؛
  2. بالنسبة للشركة (أ) ان تغير بنسبة 100% في الأرباح قبل الفائدة والضريبة يؤدي الى تغير بنسبة 120% في الأرباح بالسهم. أما بالنسبة للشركة (ب) فإن تغير بنسبة (100%) في الأرباح قبل الفائدة والضريبة يؤدي الى تغير بنسبة (102.5%) في الأرباح بالسهم.
- يتضح ان درجة التغير في الأرباح بالسهم للشركة (أ) أكبر لكون مديونيتها أكبر بكثير من مديونيتها للشركة (ب).

**ثانياً؛ رافعة التشغيل (DOL - Degree of Operating Leverage)**

هذه الرافعة تتعلق بنسبة التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف الشركة، وكلما زادت نسبة التكاليف الثابتة الى إجمالي التكاليف ازداد تأثير التغير في المبيعات على الأرباح التشغيلية (الأرباح قبل الفائدة والضريبة) للشركة. وتقاس درجة رافعة التشغيل كما يلي:

$$DOL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

**مثال/2**

الشركة (أ)	الشركة (ب)	
120,000	120,000	حجم إنتاج (وحدة)
30,000	10,000	التكاليف الثابتة (\$)
0.50	0.75	التكاليف المتغيرة بالوحدة (\$)
1	1	سعر بيع الوحدة (\$)

**الحل/**

$$DOL = \frac{12000(1-0.5)}{12000(1-0.5)-30000} = \text{درجة رافعة التشغيل (أ)}$$

$$2 = \frac{60000}{30000} =$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$DOL = \frac{120000(1-0.75)}{120000(1-0.75)-10000} = \text{درجة رافعة التشغيل (ب)}$$

$$1.5 = \frac{30000}{20000} =$$

يتضح ان الشركة (أ) تمتاز بنسبة مرتفعة للتكاليف الثابتة الى أجمالي التكاليف ناتج عن الكثافة الرأسمالية لعمليات انتاجها مما يجعل أي تغير في مبيعاتها يؤدي الى تغير كبير في الأرباح التشغيلية، وهذا يفسر كون درجة رافعة التشغيل أعلى في الشركة (أ) من الشركة (ب).

### ثالثاً؛ رافعة التشغيل والتمويل المشتركة (CL-Combined Leverage)

إذا قامت شركة ذات كثافة رأسمالية في طرق أنتاجها بتمويل استثماراتها بالاقتراض بنسبة عالية، فإن هذا يعني ان الشركة تمزج رافعة التشغيل برافعة التمويل، ويدعى ذلك بـ "الرافعة المشتركة". وهذا يؤدي الى تعظيم أكبر لتأثير أي تغير صغير في المبيعات على الأرباح بالسهم (EPS). ويقاس تأثير الرافعة المشتركة بضرب درجة رافعة التشغيل بدرجة رافعة التمويل، فتنتج الصيغة التالية للرافعة المشتركة:

$$CL = DFL \times DOL$$

$$CL = \frac{Q(P - V) - F}{\{Q(P - V) - F\} - I} \times \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

$$CL = \frac{Q(P - V)}{\{Q(P - V) - F\} - I} = \text{أذن درجة الرافعة المشتركة}$$

### مثال 3/

بتطبيق المعطيات المذكورة سابقاً للشركتين (أ) و (ب) يتم الحصول على الرافعة المشتركة لكل منهما وكما يلي:

$$2.4 = \frac{120000(1-0.5)}{\{120000(1-0.5)-30000\}-5000} = \text{الرافعة المشتركة (أ)}$$

$$1.54 = \frac{120000(1-0.75)}{\{120000(1-0.75)-10000\}-500} = \text{الرافعة المشتركة (ب)}$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

أن التفسير التمويلي لهذه النتائج هو: ان تغير بنسبة 100% في مبيعات الشركتين يؤدي الى تغير بنسبة (240%) في الأرباح بالسهم للشركة (أ). وبنسبة (154%) للشركة (ب). ويمكن الحصول على نفس النتائج بضرب رافعة التشغيل برافعة التمويل، وذلك كما يلي:

$$\text{الرافعة المشتركة للشركة (أ)} = 1.2 \times 2 = 2.4$$

$$\text{الرافعة المشتركة للشركة (ب)} = 1.5 \times 1.0256 = 1.54$$

ان النتائج اعلاه تشير الى ان الشركة (أ) تمتلك اكبر رافعة مشتركة، أي ان هذه الشركة تمتاز بنسبة مرتفعة للتكاليف الثابتة الى أجمالي التكاليف، كما انها تتبع سياسة تمويل تعتمد كثيراً على الاقتراض.

### 5-2-3 العوامل المؤثرة في هيكل التمويل

يظهر من التحليل السابق أن هناك منفعة من التمويل بالدين لأنه يزيد من ربحية المساهمين بزيادة العائد على الملكية والأرباح بالسهم، لكن هذا التمويل قد يؤدي الى تعظيم خسارة المساهمين في حال انخفاض المبيعات.

ان هيكل التمويل الأمثل هو الذي يخفض تكلفة رأس المال في الشركة الى الحد الأدنى. وهناك مجموعة عوامل، داخلية وخارجية، تؤثر في مدى بلوغ الشركة لهذا التمويل، وهي:

1. نمو المبيعات؛ إذا تحقق ذلك بنسبة 10% فما فوق فإن الشركة تستطيع ان تمول هذا النمو بالاعتماد على الدين؛

2. استقرار المبيعات؛ كلما كانت مبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً، أستفادت الشركة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات الشركة متقلبة. وهذا يعني أن استقرار المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للشركة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكبر؛

3. درجة المنافسة في السوق؛ كلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين الشركات العاملة أنحسر هامش الربح وبالتالي عدم قدرة الشركة على الاقتراض لضعف امكاناتها في تسديد الدين.

4. **بنية الموجودات؛** عندما تكون نسبة الموجودات (التكاليف) الثابتة الى اجمالي الموجودات (التكاليف) مرتفعة، هذا يعني أن الشركة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير في المبيعات. هذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة لأن الطاقة الاستيعابية للأقراض تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة في الشركة عالية.

5. **موقف إدارة الشركة تجاه الخطر؛** إذا كانت إدارة الشركة تتجنب المخاطر، فإنها لن تلجأ الى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة. أما إذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

6. **موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر؛** ان الترتيب الائتماني للشركة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد في أهم وجوها على نسبة الدين في هيكل تمويل الشركة.



### 3-5 الاحتياجات المالية للشركة

في تحليل الاحتياجات المالية للشركات يبرز أهمية التوقعات او التنبؤات التي يفترض ان تعتمد عليها الشركة في تقدير احتياجاتها من راس المال في المراحل اللاحقة من حياة هذه الشركة ودراسة المصادر المتاحة لتغطية هذه الاحتياجات مع امكانية المفاضلة بينها لاختيار المصدر الأفضل.

### 1-3-5 التنبؤ بالاحتياجات التمويلية Forecasting Financial Needs

يمثل التخطيط المالي جزءاً هاماً من عملية التخطيط الاجمالي في الشركة، ويهدف الى تحديد الاحتياجات التمويلية للشركة وتأمين الأموال اللازمة بشكل متوازن من مصادر التمويل المختلفة. أما كيفية تمويل هذه الاحتياجات فهو يعتمد على السياسة التمويلية للشركة عن طريق سياسة الدين أو سياسة الملكية.

ويمكن تلخيص مصادر تمويل الاحتياجات المالية للشركة كما يلي:



- **التمويل بالملكية:** يتم التمويل أما عن طريق الأرباح المحتجزة او إصدار الأسهم. والأرباح المحتجزة هي تلك الأرباح المتحققة وغير الموزعة على حملة الأسهم بهدف استخدامها مستقبلاً في تمويل أقترحات استثمارية جديدة، وهذا ينطبق أيضاً على الأحتياطات ومخصصات الأندثار. ويتم معالجة الأموال المحتجزة تلك بما يتوقع ان

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

يحصل عليه حملة الأسهم العادية من عوائد باعتبارها كلفة فرصة بديلة. ويتم ذلك عن طريق أستخراج "معدل أحتجاز الارباح"، وكما يلي:

$$b = (1 - d) \dots\dots\dots 1$$

حيث ان:

(b) هو معدل أحتجاز الأرباح

(d) معدل توزيع الأرباح على المساهمين = الأرباح الموزعة / صافي الدخل (الربح)

كما يمكن حساب الأرباح المحتجزة (Retained earnings) كما يلي:

$$Re = M \times S_1 \times b \dots\dots\dots 2$$

حيث أن؛

(M)؛ هامش الربح الصافي = صافي الدخل (الربح) / صافي المبيعات

(S<sub>1</sub>)؛ المبيعات المتوقعة

(b)؛ معدل أحتجاز الأرباح

• التمويل بالدين؛ يتم الحصول عليه من القروض القصيرة الأجل أو القروض طويلة الأجل من المصارف والمؤسسات المالية. إن السياسة التمويلية الحكيمة تقتضي تمويل الأستثمارات الطويلة الأجل بديون طويلة الأجل، وتمويل الاستثمارات في رأس المال العامل بقروض قصيرة الأجل.

• التنبؤ المالي؛ يركز مفهوم التنبؤ المالي على كونه علم وفن التوقع بالأحداث المالية في المستقبل. ويعد التنبؤ عنصر فاعل في الشركات لانه وسيلة تساعد على التخطيط الجيد والاستعداد المسبق لمواجهة الاحداث المستقبلية، ويفترض الموازنة بين التنبؤ بالاحتياجات المالية والطلب الفعلي على الاموال. فإذا كان التنبؤ بالاحتياجات المالية يفوق الطلب الفعلي على الاموال فان الشركة تكون امام فائض مالي، أما إذا كان العكس فانها أمام عجز مالي:

التنبؤ بالاحتياجات المالية - الطلب الفعلي على الاموال = عجز أو فائض

وفي كلا الحالتين فان الشركة تعاني من نتائجهما؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- ففي حالة الفائض المالي (التنبؤ < الطلب ) فانها تتحمل كلفة الفوائد أو الفرصة البديلة الضائعة في استثمار الاموال؛
- وفي حالة العجز ((التنبؤ > الطلب ) فانه يؤدي الى انخفاض السيولة لتسديد الالتزامات الدورية على الشركة أو تسديد التزاماتها تجاه الغير، وبالتالي ضعف مركز الشركة الائتماني او أشهر أفلاسها.

• **الميزانيات التقديرية؛** تلعب هذه الميزانيات دوراً أساسياً في مهمة التخطيط والرقابة المالية وفي تكامل الخطط والتنسيق بين عناصرها، إذ تعكس الخطة المالية دور الإدارة المالية في المساهمة في أنشطة الإدارات الأخرى، لأن جميع النشاطات يعبر عنها بأرقام نقدية وتخصيصات مالية وهي تنتهي عند الإدارة المالية للشركة. وهذا يتطلب من المدير المالي ان يتعرف على طبيعة عمل كل الأقسام لأنه يفسر القرارات المالية من خلال عرض طبيعة الموقف المالي للشركة والتدفقات النقدية الداخلة للشركة والخارجة منها، ودور كل قسم في المساهمة بتأمين السيولة اللازمة لتسيير امور الشركة.

وعندما تنتهي كافة أقسام الشركة من اعداد ميزانيتها التشغيلية تبدأ مهمة الإدارة المالية للشركة في أعداد الميزانيات التقديرية المالية، أي ترجمة الاحتياجات التشغيلية الى احتياجات مالية ونقدية، ومن هنا تبدأ عملية التنبؤ بالاحتياجات المالية للشركة.

- **أساليب في التنبؤ؛** تستخدم عدد من الأساليب في التنبؤ، منها اساليب نوعية تعتمد على الحدس الذاتي والخبرة والتقدير الإداري أو طريقة النسبة المئوية من المبيعات المتوقعة للتنبؤ بالاحتياجات المالية قصيرة الأجل، على أساس وجود ارتباط بين عناصر المركز المالي للشركة وحجم المبيعات. مثلاً في معرفة اتجاهات الانتاج والتسويق والمالية، فإذا كان تقدير كل من الجهات اعلاه كما يلي:

الإدارة	الطلب المتوقع (وحدة)	%	تقدير الطلب (وحدة)
المالية	110000	30,5	33550
الانتاج	120000	33,3	39960
التسويق	130000	36,1	46930
المتوسط المرجح	360000	-	40146.6

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

أذن المبيعات الكلية المتوقعة هي 40146.6 (وحدة)، وهو عبارة عن خارج قسمة مجموع تقدير الطلب المتوقع على عددها:

$$\text{مج (الطلب المتوقع} \times \% \text{ احتمالية الحدوث) / عدد التوقعات ..... (1) أو؛}$$
$$\text{المتوسط المرجح / عدد التوقعات ..... (2)}$$

ويمكن الاستعانة بآراء رجال البيع وتقديراتهم أو القيام بمسوحات الزبائن وبحوث السوق. كما يمكن استخدام طريقة دلفي (Delphi) من خلال اشراك مجموعة من المختصين بضمنهم الإدارة المالية لتقديم توقعاتهم، ويتم اطلاع المشاركين على المقترحات بعد تنظيمها. وتعد لهذا الغرض عدد من الجلسات الى ان تتقارب الآراء والتوقعات. كما يمكن استخدام أسلوب السيناريوهات (Scenario) بالاعتماد على خبرة الشركة وافتراضاتها الأكثر ترجيحاً، مستندة على سلوك المؤشر في الماضي وتثبيت احتمالات الاحداث المستقبلية واحتمال حدوثها والتنبؤ بكل مؤشر. والأهم من ذلك استخدام الأساليب الكمية، ومن أهمها؛

أ. طريقة تحليل الإنحدار.

ب. طريقة نسبة الميزانية الى المبيعات.

ت. طريقة الموازنة النقدية.

اولاً؛ طريقة تحليل الإنحدار؛ تتطلب هذه الطريقة:

- توفير بيانات للمبيعات لعدة سنوات سابقة؛

- ايجاد علاقة بين المبيعات وكل بند له علاقة بالمبيعات.

تعتمد هذه الطريقة على العلاقة بين المبيعات وأحد عناصر المركز المالي التي يرتبط تغيرها بالتغير بالمبيعات، وتستخدم لهذا الغرض سلسلة زمنية من حجم المبيعات وعلاقة ذلك بأي عنصر من عناصر المركز المالي، الذم المدينة مثلاً، كما في المثال أدناه:

مثال/2

فيما يلي البيانات عن المبيعات والذم المدينة لأحدى الشركات للسنوات 2016-2021:

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

السنة	2016	2017	2018	2019	2020	2021	مج
المبيعات (دينار)	600	900	1200	1500	1800	2100	8100
الذمم المدينة (دينار)	200	250	300	350	400	450	1950

**المطلوب:** استخراج نسبة الذمم المدينة (المديونية) من اجمالي المبيعات؟ علماً ان المبيعات المقدرة لعام 2022 بلغت (10,000) دينار .

**الحل؛**

نستخدم معادلة الخط المستقيم:  $y = a + bx$

حيث أن:  $y$ : المتغير التابع المراد التنبؤ به ( وهو يتأثر بالمتغير  $x$  في داخل المعادلة)

$x$ : المتغير المستقل ( يتأثر بعوامل خارج المعادلة)

$$b = \frac{n \sum yx - (\sum x \times \sum y)}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

السنة	المبيعات (x)	الذمم المدينة (y)	yx	X <sup>2</sup>
2016	600	200	120,000	360,000
2017	900	250	225,000	810,000
2018	1200	300	360,000	1,440,000
2019	1500	350	525,000	2,250,000
2020	1800	400	720,000	3,240,000
2021	2100	450	945,000	4,410,000
مج	8100	1950	2,895,000	12,510,000

$$b = \frac{6(28950000) - (8100)(1950)}{6(12510000) - (8100)^2} = 0,16$$

$$a = \frac{\sum y}{n} - \frac{b(\sum x)}{n}$$

$$a = \frac{1950}{6} - \frac{0.16(8100)}{6} = 109$$

وبذلك فإن معادلة خط الأنحدار هي؛

$$y = 109 + 0.16x$$

$$= 109 + 0.16 (10000) = 1709 \text{ D.}$$

أذن نسبة المديونية الى المبيعات لسنة 2016 = 17%

ويمكن بالطريقة نفسها تحديد حجم كل عنصر من عناصر الميزانية التي تتغير مباشرة مع المبيعات، ومن ثم تقدير الاحتياجات المالية للشركة.

#### عناصر الميزانية؛

❖ **جانب الموجودات:** الزيادة في المبيعات تتطلب زيادة في الإنتاج وبالتالي زيادة في رأس المال العامل بجميع بنوده من حسابات مدينة ومخزون حتى النقدية.

○ هناك عناصر في ميزانية الشركة تتغير بصورة مباشرة مع التغير في المبيعات، هذه العناصر هي: النقدية، الذمم (الحسابات) المدينة، المخزون.

○ هناك عناصر في ميزانية الشركة لا تتغير بصورة مباشرة مع التغير في المبيعات، وهي الموجودات الثابتة، إلا في حالة ان الشركة تعمل بكامل طاقتها الإنتاجية، فإن الشركة سوف تحتاج للقيام باستثمارات رأسمالية وتوسيع ورفع الطاقة الانتاجية لرفع الإنتاج الى مستوى المبيعات المطلوبة، في هذه الحالة الزيادة في المبيعات تعني الزيادة في الموجودات الثابتة.

#### ❖ جانب المطلوبات:

- الزيادة في مستوى المبيعات يعني ارتفاع مستوى الحسابات الدائنة ( مديونية الشركة للموردين) والمتأخرات من أجور وفوائد وضرائب. هذه الزيادة تعتبر مصدر مهم لتمويل الزيادة في المبيعات.

- انخفاض مستوى المبيعات يعني انخفاض في مستوى عناصر رأس المال العامل.

أن عناصر المطلوبات التي تتغير مباشرة مع التغير في المبيعات هي؛

- الحسابات الدائنة (موردون)

- المتأخرات ( أجور، فوائد، ضرائب)

- ان التغير في القروض القصيرة والطويلة الأجل ورأس المال والأرباح المحتجزة ليس له ارتباط مباشر بالتغير في المبيعات وتحدده السياسة التمويلية للشركة.

❖ حقوق الملكية ( راس المال + الاحتياطيات)

الميزانية العمومية

المطلوبات (الخصوم)	الموجودات (الأصول)
خصوم قصيرة الأجل	موجودات متداولة
حسابات دائنة (مباشر)	نقدية (مباشر)
دائنون آخرون (مباشر)	اوراق مالية (مباشر)
متأخرات: اجور، فوائد، ضرائب (مباشر)	حسابات مدينة (مباشر)
قروض قصيرة الأجل (اوراق دفع) ... غير مباشر	مخزون (مباشر)
خصوم طويلة الأجل	موجودات ثابتة
قروض طويلة الأجل (غير مباشر)	الآلات (غير مباشر)
حقوق الملكية: اسهم عادية و ارباح محتجزة (غير مباشر)،	معدات (غير مباشر)
احتياطات (حسب سياسة الدولة والشركة).	مباني (غير مباشر)
المجموع =	المجموع =

ثانياً؛ طريقة نسبة الميزانية الى المبيعات

يتم التعبير عن احتياجات المشروع المالية على اساس النسبة المئوية من المبيعات السنوية المستثمرة في كل بند من بنود الميزانية العمومية، حيث لا بد من فصل البنود والتي يتوقع بان تختلف باختلاف المبيعات. وتعتمد هذه الطريقة على فكرة وجود علاقات جوهرية ما بين مبيعات الشركة وعناصر الميزانية. هذه العلاقة يمكن توضيحها في المعادلة الآتية:

$$FN = \left( \frac{A}{S} - \frac{L}{S} \right) \Delta S$$

حيث أن؛

( FN ) الاحتياجات المالية للشركة

( L/S ) نسبة المطلوبات الى المبيعات الحالية

( A/S ) نسبة الموجودات الى المبيعات الحالية

( ΔS ) التغير المتوقع في المبيعات (المبيعات المتوقعة - المبيعات الحالية)

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

### مثال/3

بلغت مبيعات شركة مركز تسويق المواد الاستهلاكية مليون دينار عام (2020)، ويتوقع ان تزداد هذه المبيعات الى مليون ونصف عام (2021) ، علماً ان الشركة تحقق هامش ربح صافي (أي بعد الضريبة) يساوي (5%) من المبيعات، وزعت نصفها كأرباح للمساهمين حسب سياسة توزيع الأرباح للشركة.

أن نسبة التمويل بالدين هي (50%) من الموجودات، كما ان (89%) من احتياجات التمويل بالدين يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض قصير الأجل، و (11%) قروض طويلة الأجل. والجدول الآتي يوضح النسب المئوية لعناصر ميزانية الشركة:

#### جدول عناصر الميزانية

الموجودات		المطلوبات	
نقد	20,000	حسابات دائنة	100,000
حسابات مدينة	170,000	أجور وضرائب مستحقة	50,000
مخزون	200,000	قروض طويلة الأجل	140,000
موجودات ثابتة	300,000	أسهم عادية	200,000
		أرباح محتجزة	200,000
أجمالي الموجودات	690,000	أجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	690,000

#### المطلوب؛

- تحديد الاحتياجات المالية للشركة لعام 2021
- كيفية تمويل هذه الاحتياجات.

#### الحل؛

نستخرج عناصر الميزانية كنسبة مئوية من المبيعات، وكما يلي؛

الموجودات		المطلوبات	
النقد:	$\frac{20000}{1000000} = 0.02$	الحسابات الدائنة:	$\frac{100000}{1000000} = 0.10$
الحسابات المدينة:	$\frac{170000}{1000000} = 0.17$	المستحقات:	$\frac{50000}{1000000} = 0.05$



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

$$\begin{aligned} \text{المخزون: } &= \frac{200000}{1000000} = 0.20 \\ \text{مج الموجودات المتداولة} &= 0.39 \quad \text{مج المطلوبات وحق الملكية} = 0.15 \\ \text{موجودات الثابتة} &= \frac{300000}{1000000} = 0.30 \\ \text{مج الموجودات الكلية} &= 0.69 \end{aligned}$$

يتضح أن زيادة 100% من المبيعات تتطلب زيادة بـ 69% في الموجودات، جزء من هذه الزيادة يتم تمويلها من الزيادة في المطلوبات بـ 15%، وهذا يعني ان:  
الاحتياجات المالية للشركة؛

$$\begin{aligned} \text{(نسبة الاحتياجات)} \quad &0.69 - 0.15 = 0.54 \\ 500,000 \times 0.54 &= 270,000 \text{ D.} \end{aligned}$$

أو بتطبيق المعادلة كما يلي:

$$\begin{aligned} FR &= \left( \frac{A}{S} - \frac{L}{S} \right) \Delta S \\ FR &= \left( \frac{69}{100} - \frac{15}{100} \right) 0.54 \times 500000 = 270000 \end{aligned}$$

وهذا يعني ان الاحتياجات المالية للشركة تبلغ (270) الف دينار .

أما كيفية تمويل هذه الاحتياجات فتكون (50%) من الدين و (50%) من الملكية، وكما يلي؛

- التمويل بالدين؛  $0.50 \times 270000 = 135000$  دينار  
 باقتراض قصير الأجل....  $0.89 \times 135000 = 120150$  دينار  
 باقتراض طويل الأجل....  $0.11 \times 135000 = 14850$  دينار
- التمويل بالملكية؛  $0.50 \times 270000 = 135000$  دينار؛ تمول من مصدر الملكية الداخلي (الأرباح المحتجزة + إصدار الأسهم )  
 أرباح صافية عام 2016....  $0.05 \times 1,500,000 = 75000$  دينار  
 أرباح موزعة عام 2016....  $0.50 \times 75000 = 37500$  دينار

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- لأحتساب الأرباح المحتجزة (Retained earnings): نستخدم الصيغة الآتية:

$$Re = M \times S_1 \times b \dots\dots\dots$$

حيث ان:

**M**: نسبة صافي الدخل (الربح) = صافي الربح (الدخل) / المبيعات الحالية

**b**: نسبة احتجاز الأرباح (1 - d)

**d** : نسبة توزيع الأرباح = الأرباح الموزعة على المساهمين / صافي الربح

**S<sub>1</sub>**: المبيعات المتوقعة

$$0.05 = \frac{50000}{1000000} \quad \text{صافي الدخل (الربح)} \quad \text{نستخرج الـ (M):} \quad \frac{\text{المبيعات الحالية}}$$

$$b = (1 - d) \quad \text{نستخرج نسبة احتجاز الأرباح (b):}$$

$$d = \frac{25000}{50000} = 0.5$$

$$b = (1 - 0.50) = 0.50$$

$$\text{نستخرج الأرباح المحتجزة (Re):}$$

$$0.50 \times 1,500,000 \times 0.05 = 37500$$

- إصدار أسهم عادية ؛

$$135000 - 37500 = 97500 \text{ D.}$$

أذن التمويل بالملكية = الأرباح المحتجزة + إصدار الأسهم

$$37500 + 97500 = 135000$$

وهذا يعني ان الاحتياجات المالية الخارجية للشركة = الاحتياجات المالية - الأرباح المحتجزة

$$270000 - 37500 = 232500 \text{ D.}$$

#### مثال/4؛

البيانات الآتية تخص شركة النجاح التجارية وكالاتي:

بلغت مبيعات الشركة (3) مليون دينار عام 2020، بلغ هامش الربح من المبيعات (5%)، قامت الشركة بتوزيع (50%) من الأرباح على المساهمين. تتوقع الشركة زيادة المبيعات بنسبة (10%) في عام 2021 عما كانت عليه في عام 2020. وفي أدناه بيانات عن الميزانية العمومية كما في 31/12/2019؛

1. النقدية (0.6) مليون دينار، المخزون (0.6) مليون دينار، الموجودات الثابتة (1,2) مليون دينار؛
2. الدائنون (0.45) مليون دينار، المستحقات (0.15) مليون دينار، قروض طويلة الأجل (0.6) مليون دينار، أسهم عادية (0.75) مليون دينار، أرباح محتجزة (0.45) مليون دينار.

#### المطلوب/

تحديد الاحتياجات المالية للشركة لعام 2021، علماً ان الشركة تعمل بكامل طاقتها الإنتاجية.

#### الحل؛

أعداد الميزانية العمومية للشركة في 31/12/2019، كما ورد في منطوق السؤال؛

المطلوبات وحق الملكية		الموجودات	
0.45	دائنون	0.6	نقدية
0.15	مستحقات	0.6	مخزون
0.6	قروض طويلة الاجل	1.2	موجودات ثابتة
0.75	أسهم عادية		
0.45	ارباح محتجزة		
2.4	مج المطلوبات	2.4	مج الموجودات

عناصر الميزانية كنسب مئوية من المبيعات كما في 2019/12/31

$$\begin{array}{lcl}
 0.15 = \frac{0.45}{3} & \text{الدائنون} & 0.2 \\
 & & 0.2 \\
 & & = \frac{0.6}{3} \text{ نقدية} \\
 & & = \text{المخزون}
 \end{array}$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

$$\frac{0.05}{0.20} = \frac{0.15}{3} \quad \text{المستحقات} \quad \frac{0.4}{0.8} = \frac{1.2}{3} \quad \text{الموجودات الثابتة}$$

$$0.3 = 3 \times \frac{10}{100} = \text{المبيعات عام 2018}$$

$$\text{المبيعات المتوقعة } (s_1) = 0.3 + 3 = 3.3 \text{ مليون دينار}$$

$$x = 150000 \quad 0.05 = \frac{x}{3000000} = \frac{\text{صافي الدخل (الربح)}}{\text{المبيعات الحالية}} = m$$

$$150000 \times 0.5 = \text{الأرباح الموزعة على المساهمين} \\ 75000 =$$

$$0.5 = \frac{75000}{150000} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على المساهمين}}{\text{صافي الربح}} = d : \text{نسبة توزيع الأرباح}$$

$$0.50 = (1 - 0.50) = b$$

$$FN = \left( \frac{A}{S} - \frac{L}{s} \right) \Delta S$$

$$= (0.8 - 0.2)(3.3 - 3)$$

$$= \text{الاحتياجات المالية للشركة مليون دينار}$$

$$0.18$$

$$Re = M \times S_1 \times b \text{ ..... الأرباح المحتجزة ؛}$$

$$= 0.05 \times 3.3 \times 0.5 = \text{مليون دينار الأرباح المحتجزة}$$

$$0.0825$$

$$\text{الاحتياجات المالية الخارجية} = \text{الاحتياجات المالية} - \text{الأرباح المحتجزة}$$

$$0.18 - 0.0825 = 0.0975 \text{ مليون دينار}$$

### ثالثاً؛ الموازنة النقدية

تُعد الموازنة النقدية من أدوات التخطيط المالي، وهي عبارة عن كشف يوضح الإيرادات النقدية المتوقعة خلال مدة زمنية معينة والمدفوعات النقدية المتوقعة خلالها، وبما يتيح للشركة معرفة وضعها المالي من فائض أو عجز.

وإذا كانت الطرق سابقة الذكر، تستعمل لتقدير الاحتياجات المالية للشركة لسنة أو لعدة سنوات في المستقبل، تركز الموازنة النقدية على المركز النقدي (Cash Position) للشركة من شهر الى شهر. بعبارة أخرى الموازنة النقدية تعد وسيلة لتخطيط السيولة في الشركة، حيث تعني بتوفير المستويات اللازمة من النقد لتأمين استمرارية العمليات.

ويعتمد على الموازنة النقدية في معرفة التدفقات الداخلة أو الخارجة المتوقعة بالنسبة للمدير المالي اعتماداً على تقدير المبيعات، من خلال معرفة:

- نمط تدفق الإيرادات النقدية وسرعة تحصيل الحسابات المدينة و تأثير سياسات البيع بالدين على سيولة الشركة؛

- حجم و توقيت المشتريات وتأثيرهما على سيولة الشركة؛

- تأثير كل عنصر من عناصر الإيرادات والنفقات النقدية على سيولة الشركة؛

- حجم و توقيت الاحتياجات المالية للشركة والقدرة على تأمينها بشروط ملائمة من مصادر التمويل المناسبة، وكذلك في معرفة حجم الفائض بما يمكن الشركة من توظيفه بشكل أفضل للشركة.

ومن المعتاد ان تُعد الموازنة لمدد زمنية تتناسب وطبيعة عمل الشركة: كأن يتم أعدادها لسنة قادمة أو نصف سنوي أو لشهر معين، وعلى العموم فأن الشركات ذات النشاط المستقر تعد الموازنات النقدية لها شهرياً، بينما الشركات ذات النشاط الموسمي تعد موازناتها كل ثلاثة أشهر.

ويتطلب أعداد الموازنة النقدية توافر البيانات الآتية:

- الإيرادات النقدية (تدفقات نقدية داخلية) وتتضمن تحصيلات أوراق القبض، ومقبوضات نقدية أخرى؛

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- المدفوعات النقدية (تدفقات نقدية خارجية) وتتضمن مدفوعات أوراق الدفع، والتوزيعات، والايجارات، والضرائب، وشراء الأصول الثابتة، والفوائد وأقساط القروض؛  
- صافي التدفقات النقدية؛ وهي عبارة عن الفرق بين الإيرادات النقدية المتوقعة والمدفوعات النقدية المتوقعة.

### مثال/ 5

كانت البيانات المتوفرة عن نشاط إحدى الشركات كما يلي:

البيانات	12/2020	1/2021	2/2021	3/2021	4/2021
المبيعات (الف دينار)	60	80	120	100	160
المشتريات (الف دينار)	50	60	100	80	140

علماً أن؛

1. الشركة تحصل على (25%) من مبيعاتها نقداً، والباقي آجلة في الشهر التالي للبيع؛
  2. الشركة تحصل على إيرادات أوراق مالية قيمتها (30) الف دينار في الشهر الثاني من السنة التالية؛
  3. الشركة تقوم ببيع آلة في الشهر الأول قيمتها (70) الف دينار على ان يتم تسديد قيمتها للشركة في الشهر الرابع؛
  4. يتم سداد قيمة البضاعة المشتراة في الشهر التالي للشراء؛
  5. من المتوقع ان تبلغ الأجور والمرتبات (22) الف دينار شهرياً، والمصروفات البيعية (5) ألف دينار شهرياً، وتقوم الشركة بدفع ضرائب خلال الشهر الأول من السنة التالية بواقع (13) الف دينار؛
  6. تشير التقديرات ان رصيد النقدية أول المدة (1/2021) هو (3) الف دينار، وأن سياسة الشركة تقوم على ان لا يقل الحد الأدنى للرصيد النقدي عن (10) الف دينار شهرياً.
- المطلوب/** إعداد الموازنة النقدية عن الشهور الأربعة الأولى من عام 2021.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الحل/

1. أعداد ورقة عمل عن الإيرادات من المبيعات والمدفوعات من المشتريات

السنة	12/2020	1/2021	2/2021	3/2021	4/2021
البيانات					
كمية المبيعات	60	80	120	100	160
%25	15	20	30	25	40
%75 الشهر التالي للبيع	-	45	60	90	75
أجمالي إيراد المبيعات	15	65	90	115	115
كمية المشتريات	50	60	100	80	140
المدفوعات من المشتريات	-	50	60	100	80

2. أعداد الموازنة النقدية لأربعة شهور المطلوبة:

1/2021	2/2021	3/2021	4/2021	
				التدفقات النقدية الداخلة
65	90	115	115	إيرادات المبيعات
-	30	-	-	إيرادات أوراق مالية
-	-	-	70	بيع آلة
65	120	115	185	أجمالي إيراد المبيعات
				التدفقات النقدية الخارجة
50	60	100	80	المدفوعات من المشتريات
22	22	22	22	الأجور والمرتبات
5	5	5	5	المصروفات البيعية
13	-	-	-	ضرائب
90	87	127	107	أجمالي التدفقات الخارجة

3. صافي التدفق النقدي

(25)	33	(12)	78	صافي التدفق
3 +	(22)	11	(1)	+ النقدية أول المدة
(22)	11	(1)	77	= النقدية آخر المدة
(10)	(10)	(10)	(10)	- الحد الأدنى لرصيد النقدية
(32)	1	(11)	67	المركز المالي للشركة
عجز	فائض	عجز	فائض	

حيث أن؛

- \* صافي التدفق = مج التدفقات الداخلة - مج التدفقات الخارجة
- \* الأقواس تدل على قيم سالبة
- \* النقدية آخر المدة = صافي التدفقات - النقدية أول المدة
- \* الحد الأدنى لرصيد النقدية يكون بالسالب
- \* المركز المالي للشركة = النقدية آخر المدة - الحد الأدنى لرصيد النقدية

وعلى ضوء المركز المالي تسعى الشركة الى البحث عن مصادر التمويل لتغطية العجز في مالية الشركة لاستمرارية اداءها الوظيفي، أو إذا ما كانت هناك خطط في تطوير عمل الشركة في استثمارات جديدة او تطوير القائم منها.

### 5-3 - 2 مصادر تمويل الاستثمار المالي

ان مصادر التمويل لن تقتصر على الامكانيات الخاصة لأصحاب الشركات أو الملاك (المساهمين) بل تمتد الى الغير في إصدار السندات أو الاقتراض من المصارف، مما يتطلب اجراء دراسة المفاضلة بين هذه المصادر والتي تتمركز في جانبين رئيسيين هما؛  
- الاول؛ التوجه الى الملاك أو المساهمين وحقوقهم لتلبية الاحتياجات المالية للشركة؛ كقيمة الأسهم العادية والممتازة والتي تكون رأس المال المدفوع بالاضافة الى الحقوق الأخرى المتمثلة بالارباح المحتجزة و مخصصات الاندثار والاحتياطات والتي تشكل حقوق المالكين.

- الثاني؛ التوجه الى الغير من خارج الشركة كما في اعتماد التمويل طويل الأجل مثل إصدار السندات والاقتراض من المصارف، وكذلك في التوجه نحو الائتمان التجاري أو المصرفي قصير الأجل.



### أولاً؛ أنواع مصادر التمويل

- تقسم مصادر التمويل حسب المدة الزمنية التي تحتاجها الشركة الى ثلاث أنواع:
- مصادر التمويل قصيرة الأجل: لتمويل الاحتياجات الضرورية الطارئة و تنفق تلك الاموال على الموجودات التي تمتاز بسرعة دورانها لتمكنها من سداد تلك الديون التي تستحق خلال مدة لا تتجاوز عام واحد، واهمها:
    - الائتمان التجاري؛ المشتريات بالأجل.
    - الائتمان المصرفي؛ القروض قصيرة الأجل.
  - مصادر التمويل متوسط الأجل، ويتم تسديدها خلال مدة تتجاوز السنة الى ثلاث سنوات، واهمها:
    - التمويل عن طريق الأستجار
    - قروض الآلات والتجهيزات
  - مصادر التمويل طويلة الأجل و ذلك لتمويل التوسعات و التحسينات التي تنوي الشركة القيام بها. و يمتاز هذا النوع من التمويل بكونه يستحق الدفع بعد مدة تتجاوز ال ثلاث سنوات، و بالتالي فمن المستحسن انفاقه على الموجودات الثابتة ، واهمها؛
    - السندات
    - القروض المصرفية
    - الأسهم العادية والاسهم الممتازة
    - الأرباح المحتجزة

### أ. مصادر التمويل قصيرة الأجل (Short-Term Financing)

- تلجأ المنظمات عموماً إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل للتمكين من سداد الديون المستحقة وغالباً ما تكون خلال أقل من عام واحد.
1. **الائتمان التجاري**: الائتمان التجاري شكل من أشكال التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه الشركات من الموردين، ويتمثل هذا النوع من التمويل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها، أو تستخدمها الشركة في عملياتها الإنتاجية. ويعد الائتمان

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

التجاري من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تعتمد عليه المنشآت بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي (القروض)، أو غيره من المصادر الأخرى القصيرة الأجل. وعادة الائتمان التجاري يتراوح ما بين (20) إلى (35) يوماً في أغلب الأحوال.

### مثال/1:

نفترض أن هنالك شركة صغيرة تقوم بتصنيع الأثاث ومن ثم إعادة بيعه، وأن أحد الزبائن طلب من الشركة تجهيز أثاث معين، ولنفترض أن هذا الأثاث قد يكلف هذه الشركة (500) ألف دينار كموايد أولية فقط، يتم تجهيزه من قبل المورد. لنفترض أن هذه الشركة قامت بشراء هذه المواد الأولية لتصنيع الأثاث المطلوب من قبل ذلك الزبون، ورغبت بشرائها بالآجل. ولكي يحفز المورد هذه الشركة على عملية السداد فإنه قدم عرض للشركة في حالة السداد خلال الشهرين القادمين تخفيض (10%)، وإذا لم تسدد خلال هذه المدة يكون التسديد لكامل المبلغ، وحسب المدة الموضحة في العقد.

وتختلف أهمية هذا المصدر للتمويل من شركة إلى أخرى اعتماداً على:

- قدم الشركة في التعامل مع المجهز أو المورد؛
- حجم الشركة؛
- أهلية الشركة في اعتماد الائتمان التجاري كمصدر للتمويل؛
- مدى رغبة الإدارة في الاستفادة من هذا النوع من التمويل.

ويمكن تقسيم الائتمان التجاري إلى:

○ ائتمان تجاري مجاني؛ في حالة تسديد قيمة البضاعة ناقصاً الخصم في نهاية مدة الخصم النقدي (10 أيام مثلاً)، فإن التمويل المقدم للشركة في هذه الحالة يعد ائتماناً تجارياً بدون كلفة.

○ ائتمان تجاري ذو تكلفة؛ إذا أرادت الشركة أن تستفيد من الائتمان التجاري الذي يقدمه المجهز بالكامل، أي دفع قيمة المشتريات إلى المجهز في نهاية مدة الائتمان، فإنها تكون قد حصلت على تسهيلات ائتمانية من المجهز بتكلفة مرتفعة نسبياً. ولذلك لابد من دراسة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وحساب هذه التكلفة قبل اتخاذ القرار وتحديد ما اذا كان من المجدي ان تتحمل الشركة هذه التكلفة العالية للتمويل.

يتم احتساب التكلفة السنوية الفعلية، كما في الصيغة الآتية:

$$\text{نسبة التكلفة السنوية الفعلية} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{نسبة الخصم} - 100} \times \frac{360}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

### مثال/2؛

تشتري شركة بضاعتها بتسهيلات ائتمانية تجارية بشروط " 2/10، صافي 30"، أي (2%) خصم إذا دفعت خلال (10) أيام أو دفع كامل القيمة خلال ثلاثين يوماً، علماً ان قيمة الطلبية (50) ألف دينار.

إذا قررت الشركة الاستفادة من الخصم النقدي (ائتمان تجاري مجاني) فما عليها إلا أن تسدد قيمة المشتريات ناقص الخصم في اليوم العاشر الذي يلي تاريخ الشراء، أي مبلغ (49) ألف دينار، ويعتبر هذا المبلغ تمويلاً ممنوحاً من المجهز بدون أي تكلفة لمدة عشرة أيام.

أما اذا ارادت الشركة الاستفادة من الائتمان التجاري فانها تدفع الفائدة من استخدام هذه الأموال، ولا تستفاد من الخصم. ولمعرفة التكلفة السنوية لهذا المصدر، نستخدم المعادلة اعلاه، وكما يلي:

$$\text{نسبة التكلفة السنوية الفعلية} = \frac{2}{100 - 2} \times \frac{360}{30 - 10} = 36.7\%$$

يتضح من ذلك ان الائتمان التجاري ذو تكلفة عالية عندما يتم احتسابها على أساس سنوي. لذلك يجب على هذه الشركة مقارنة هذه الكلفة مع تكلفة بدائل التمويل الأخرى قبل اتخاذ قرار الاستفادة من الائتمان التجاري أو عدمه.

ولابد من الإشارة هنا، الى ان قدرة الشركة في تأخير التسديد الى ما بعد مدة الائتمان تكون قد خفضت تكلفة التمويل، إذا لم يترتب على ذلك اي شروط من قبل المجهز. بعبارة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

أخرى، إن تكلفة الائتمان التجاري تنخفض كلما طالت مدة الائتمان (مدة أستعمال الشركة للأموال). في مثالنا السابق، إذا ازدادت هذه المدة من 30 الى 50 يوم ( أو استطاعت الشركة أن تمدد فترة التسديد دون جزاء بـ 20 يوماً) فإن تكلفة التمويل تنخفض إلى ( 18.37 % ) سنوياً، أي الى النصف.

**2. القروض المصرفية قصيرة الأجل؛** تلجأ الشركات عادة الى المصارف التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التمويلية الموسمية. ويتم تسديد القرض المصرفي خلال مدة زمنية أقل من سنة. وتظهر القروض المصرفية القصيرة الأجل في ميزانية الشركة تحت حساب أوراق دفع ( Note Payable ). وللقروض المصرفية القصيرة الأجل عدة أنواع أهمها:

○ **التسهيلات الائتمانية المحدودة ( Line of Credit )**؛ هي ترتيبات ائتمانية يعد المصرف بموجبها الشركة بتقديم قروض قصيرة الأجل، وتحدد القيمة العليا لهذه القروض على ضوء المركز المالي للشركة، أهليتها الائتمانية، احتياجاتها التمويلية، التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة، وأوضاع سوق النقد. فإذا كان المركز المالي للشركة قوياً وأهليتها الائتمانية ذات ترتيب جيد، وكانت السيولة متوفرة لدى المصارف التجارية العاملة في سوق النقد، فإن الشركة تحصل على ما تطلبه من أموال من المصرف. وهذه التسهيلات قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين.

○ **التسهيلات الائتمانية المتجددة (Revolving Credit)**؛ تختلف التسهيلات الائتمانية المتجددة عن التسهيلات الائتمانية المحدودة في ان الأولى تمثل اتفاقاً قانونياً ملزماً للمصرف التجاري بتقديم القروض المتفق عليها في أي وقت تطلب الشركة ذلك، بينما لا تكون الثانية ملزمة للمصرف. وهذا يعطي للشركة قدراً كبيراً من المرونة في توفير التمويل اللازم عند نشوء الحاجة إليه. مقابل هذه المرونة، يتوجب على الشركة دفع رسم ارتباط (Commitment Fee) على الجزء غير المسحوب من القرض، ويعتبر هذا الرسم نوعاً من التعويض للمصرف مقابل التزامه بتقديم الأموال المتفق عليها الى الشركة عند الطلب.

- **قروض المقاولين ( Contractors Loans )**؛ يقوم المقاولون بالاقتراض من المصارف التجارية لتمويل إنجاز مراحل (أعمال) محددة من مشروع بناء، وبالتالي فإنهم يحتاجون إلى حجم تمويل محدد بأوقات معينة لتمويل أعمال مقدرة تكاليفها مسبقاً.
- **القروض المصرفية القصيرة الأجل المضمونة (Secured Loans)**؛ هناك العديد من الشركات لا تستطيع من الحصول على القروض إلا إذا قدمت ضمانات (Collateral) لحماية حقوق المقرضين لخطورة عمل هذه الشركات. وتعتمد هذه الضمانات على التدفق النقدي للشركة والقيمة السوقية للضمانات الموضوعة، وأهم هذه الضمانات:
  - **التمويل بضمانة الحسابات المدينة**: من الممكن للشركة ان تقترض من المصرف بضمانة حساباتها المدينة، حيث تقوم بتخصيص تحصيلاتها من الحسابات المدينة لصالح البنك. علماً ان الشركة المقرضة تبقى ملتزمة تجاه المصرف بتسديد اي حسابات مدينة يتخلف اصحابها عن الدفع. وكضمان فان المصرف لا يقرض الشركة إلا ما يعادل جزء من قيمة الحسابات المدينة المرهونة (80% مثلاً).
  - **التمويل بضمانة المخزون**: المخزون من الأصول السائلة، لذلك يعتبر صالحاً للاستعمال كضمانة للقروض القصيرة الأجل، والمصرف هو الذي يحدد النسبة من قيمة المخزون التي سيمناها كقرض للشركة. وهناك عدة عوامل تدخل في تحديد هذه النسبة منها درجة نمطية المادة، قابليتها للتسويق، مدى الاستقرار في أسعارها. ولا ينصح باللجوء الى هذا الأسلوب في التمويل، لأن مواد المخزون أكثر خطراً بسبب تعرضها لفقدان خصائصها بازدياد فترة الخزن ولاحتمال تحول الطلب عنها لظهور مواد منافسة في السوق.
  - **التمويل باستعمال الأوراق التجارية** ؛ في الدول التي تمتلك أسواق نقد متطورة، تستطيع بعض الشركات ان تحصل على التمويل القصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية. وتحمل هذه الأوراق قيمة أسمية ومعدل فائدة أسمى وتاريخ استحقاق محدد يتراوح بين شهر إلى ستة أشهر.

### باختصار:

- الائتمان التجاري؛ يتمثل في التمويل عن طريق البائع بالتجزئة والموردين، وهو كيف أن البائع بالتجزئة يحصل على المواد الأولية من قبل الموردين بآجال لا تتجاوز السنة.
- الائتمان المصرفي: يتمثل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والكبيرة وهي التي تقوم بالاقتراض من البنوك بفوائد، عادة ما يتم تسديدها خلال مدة لا تتجاوز السنة.

### ب.مصادر التمويل متوسط الأجل

وهي القروض التي تستحق بين سنة الى ثلاث سنوات، الأمر الذي يعطي المقترض الاطمئنان بتوفر التمويل ويقلل من أخطار إعادة تمويل أو تجديد القروض القصيرة الأجل، لأن درجات المخاطرة في القروض القصيرة الأجل تكون عالية بالنسبة للشركة المقترضة. واهم هذه المصادر هي قروض الآلات والتجهيزات، قروض تمويل الأستئجار.

1. قروض الآلات والتجهيزات ( Equipment Loans)؛ حصول الشركات على تمويل متوسط الأجل بضمانة موجودات الشركة من آليات أو تجهيزات. وتوجد عدة مصادر لمثل هذا النوع من التمويل تشمل المصارف التجارية، الإسلامية، الوكلاء الذين يبيعون التجهيزات، وشركات التأمين ... الخ. وتمول الجهة المقرضة عادة ما بين (70%) و (80%) من قيمة التجهيزات التي يمكن تسويقها بسرعة مثل الشاحنات والسيارات، وتبقى الـ (20%) إلى (30%) من القيمة كهامش أمان للممول.

ويوجد نوعين من هذه القروض:

- عقود البيع المشروطة ( Conditional Sales Contract)؛ تستعمل هذه العقود عندما يقوم وكيل الآليات أو التجهيزات بعملية بيع بالتقسيط حيث يحتفظ بملكية الآلة إلى ان يقوم المشتري بتسديد الأقساط المطلوبة كافة. ويقدم الزبون دفعة أولية عند الشراء ويصدر أوراق وعد بالدفع (كمبيالات) بقيمة الأقساط المتبقية من قيمة الأصل. وعندما يتم التسديد بالكامل يقوم البائع بنقل ملكية الأصل إلى الزبون. أما إذا تخلف الزبون عن الدفع فإنه يمكن للبائع الاستيلاء (وضع اليد) على الآليات بهدف إعادة بيعها إلى زبون آخر.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

○ **القروض المضمونة؛** في استخدام التجهيزات كضمانة للحصول على قرض مصرفي، يتم رهن هذه التجهيزات لصالح المصرف التجاري الممول. ويتطلب ذلك وضع حجز على التجهيزات تمنع المقرض من إمكانية التصرف بها. وبذلك يضمن المصرف حقه في الاستيلاء على التجهيزات وبيعها في السوق إذا تخلف المقرض عن تسديد دفعات القرض.

2. **التمويل عن طريق الاستئجار (Lease Financing)؛** يمكن الحصول على التمويل عن طريق استئجار ( Leasing ) أصول ثابتة في الشركة لمدة زمنية محددة مقابل دفعات ايجار ثابتة تدفع دورياً، ومن أهم هذه الأصول الأراضي والعقارات والعديد من الآليات والآلات والتجهيزات. هناك طرفان لكل عقد ايجار هما المستأجر والمؤجر، اللذان يجب ان يتفقا على بنود الايجار.

**أنواع الاستئجار؛** وتوجد عدة أنواع لعقود الاستئجار أهمها: الاستئجار التشغيلي، الاستئجار التمويلي:

○ **الاستئجار التشغيلي؛** يقدم عقد الاستئجار التشغيلي التجهيزات وخدمات الصيانة إلى المستأجر، لذلك فإنه يدعى احياناً بعقد استئجار خدمات (Service Lease)، وتعتبر السيارات والشاحنات والكمبيوتر في عداد التجهيزات التي يمكن الحصول على خدماتها بعقد استئجار من هذا النوع. ومن أهم خصائص هذا الاستئجار:

- لا يتطلب في كثير من الاحيان اطفاء كامل قيمة الأصل؛ أي ان مجموع دفعات الايجار خلال مدة العقد تكون أقل من تكلفة الأصل.

- قد يحتوي على بند بإلغاءه من قبل المستأجر وإعادة التجهيزات إلى المؤجر قبل انتهاء مدة العقد وبعد إعطاء مدة إنذار مناسبة.

○ **الاستئجار التمويلي؛** في هذا النوع من العقد يتطلب اطفاء كامل قيمة الأصل خلال مدة العقد، لذلك يدعى أيضاً بـ "استئجار رأسمالي". أي ان مجموع دفعات الايجار يجب ان تغطي كامل تكلفة الأصل على المؤجر وتحقق له أيضاً عائداً مناسباً على الراسمال المستثمر. ومن خصائص هذا النوع من الاستئجار:

- لا يقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات، إذ يتحمل المستأجر نفقات الصيانة بالكامل وكذلك تكاليف التأمين والضرائب العقارية.
- لا يمكن الغاء هذا النوع من العقود، فإذا أراد المستأجر ان ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الايجار المتبقية دفعة واحدة.

### ت. مصادر التمويل طويلة الأجل

تحصل الشركات على التمويل طويل الأجل من أسواق راس المال ، وجرت العادة على تقسيم هذه المصادر الى مصدرين رئيسيين هما:

#### 1. المصادر الداخلية للتمويل: وهي تلك المصادر التي يمكن ان يحصل عليها المشروع

من داخل المشروع نفسه، ويمكن تصنيفها الى ؛

- التمويل الذاتي من راس المال المدفوع؛
- الأرباح المحتجزة؛
- الاحتياطات.

وتعد الأرباح المحجوزة أهم هذه المصادر:

#### مفهوم الأرباح المحتجزة (Retained earnings)؛ و هي ذلك الجزء من الأرباح التي

حققتها الشركة و لم يتم توزيعها على حملة الاسهم العادية و يتم الاحتفاظ بها داخل الشركة الى حين الحاجة اليها. وتخص الأرباح المحتجزة للمساهمين، وتعد جزءاً من حقوق الملكية، كما أن كمية هذه الأرباح تتأثر بسياسة توزيع الأرباح في المنشأة.

وتختلف هذه الأرباح عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل، من حيث كونها مصدراً داخلياً للتمويل وليس خارجياً كبقية المصادر الأخرى. وهناك بعض التشريعات القانونية التي تلزم الشركات بالاحتفاظ بالاحتياطات الإجبارية كنسبة مئوية من الأرباح السنوية المحققة.



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

■ مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة

المزايا	العيوب
تكلفة هذه الأرباح قليلة نسبياً وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى.	قد لا تكون هذه الأرباح متاحة أمام الشركة خاصة في بداية حياتها الإنتاجية.
لا يتطلب الحصول على هذه الأرباح معاملات وتكاليف كثيرة.	زيادة نفقات استخدام هذه الأرباح، إذ يتطلب ذلك إصدار أسهم مجانية للمساهمين.
لا يترتب على استعمال هذه الأرباح أي ضمان أو رهن لأصول الشركة.	لا تستطيع الشركة استخدام هذه الأرباح بشكل متكرر.

2. المصادر الخارجية للتمويل؛ وهي المصادر التي يتم الحصول عليها من خارج المشروع

بموجب شروط واجراءات لابد من تنفيذها، ويمكن تصنيفها الى نوعين من المصادر:

• النوع الأول؛ أموال الملكية، وهي:

1. الأسهم العادية

2. الأسهم الممتازة

• النوع الثاني؛ الأموال المقترضة (الدين)، واهم مصادرها:

1. السندات

2. القروض المصرفية

ثانياً؛ القروض كمصدر للتمويل

إن عملية الاقتراض من البنوك يتم تسديدها بموجب اتفاق بين المقرض، البنك مثلاً، و بين المقرض وهو المستثمر. و هذا السداد قد يختلف من سنة إلى أخرى، كما انه قد يلزم المقرض سداد جزء منها خلال سنة القرض مثلاً، وبالتالي قد تدور هذه القروض من سنة إلى أخرى، كلما قرب موعد سداد هذه القروض.

أن اسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود الى الصعوبات التي تواجهها الشركة ( أو المقرض ) في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

على مصدر تمويل مناسب. وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل كلفة من المصادر الأخرى على اعتبار ان الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة، أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة الى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض، وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقرض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقرض ومعدل سعر الفائدة ومدة الاقتراض وأقساط تسديد القرض.

أ. **الفائدة على القروض**؛ تحدد المصارف التجارية معدل الفائدة على القروض بحسب تقديرها للأهلية الائتمانية للشركة، وتتمثل تكلفة التمويل في الفائدة التي يدفعها المشروع كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، مع الإشارة الى ان معدلات الفائدة تتغير مع أوضاع سوق النقد ومؤشرات التضخم والسياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي. وهناك احتمالات في تسديد القرض (مع الفائدة) هي:

- الفائدة العادية ( او البسيطة)؛
- الفائدة المخصومة.
- فائدة أقساط القرض: سداد القرض على دفعات.
- فائدة القروض بأرصدة تعويضية.

● **الفائدة العادية او الاسمية ( Regular (or simple) Interest )**؛ هي الفائدة على القرض التي يتم دفعها عند أستحقاق القرض مع أصل قيمة القرض. ويمكن أن يطلق على هذه الفائدة بـ " الفائدة الاسمية" تمييزاً لها عن "الفائدة الفعلية او التعاقدية" المرتبطة بشروط الاتفاق بين المنشأة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المنشأة، ويحسب معدلي الفائدة اعلاه كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الاسمي} = \text{قيمة الفائدة السنوية} / \text{قيمة القرض} \times 100$$

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \text{قيمة الفائدة السنوية} / \text{قيمة القرض}$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- أما إذا كان القرض لأقل من سنة، فإن الفائدة التي يتوجب دفعها تحسب باستعمال المعادلة الآتية؛

$$\text{تكلفة الفائدة لأقل من سنة} = (\text{معدل الفائدة باليوم}) \times (\text{عدد الأيام}) \times (\text{قيمة القرض})$$

مثال/1؛

أخذت شركة قرضاً بـ (5) مليون دينار لمدة سنة واحدة بفائدة أسمية قدرها 10%:

تكلفة الفائدة او قيمة الفائدة السنوية = 5 مليون  $\times$  10% = 500 الف دينار

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = 500 \text{ الف} / 5 \text{ مليون} = 10\%$$

وبافتراض ان الشركة أخذت القرض لمدة ثلاث أشهر فقط، أي لـ (90) يوماً، فإن الفائدة التي يجب ان تدفعها الشركة تحسب كالآتي:

$$= (0.10/360) \times 90 \times 5,000,000 = 125000 \text{ دينار}$$

وهناك طريقتين في احتساب فوائد القروض المالية التي تحصل عليها المشاريع الاقتصادية وتسديد فوائدها هما:

○ طريقة تسديد القرض مع الفوائد في نهاية المدة، وفق الصيغة الآتية:

$$Y = a(1 + i)^n$$

حيث ان؛

$Y$  = المبلغ في نهاية المدة .....  $a$  = مبلغ القرض الأصلي في بداية المدة.....

$i$  = معدل الفائدة .....  $n$  = مدة القرض

مثال/2؛

مشروع صناعي لديه قرض (6) مليون بفائدة سنوية 8% ولمدة (4) سنوات، احسب المبلغ الواجب التسديد مع الفائدة في نهاية المدة ؟

$$Y = 6000000 (1 + 0.08)^4$$

$$Y = 6,000,000 \times 1.360$$

$$Y = 8,160,000 \text{ المبلغ المقترض مع الفوائد}$$

$$8,160,000 - 6,000,000 = \text{حجم الفوائد المطلوب سدادها}$$

$$2,160,000$$

○ طريقة تسديد القرض على شكل مدفوعات سنوية وفق الصيغة الآتية:

$$Y_n = \frac{i}{1 - (\frac{1}{1+i})^n} = \frac{0.08}{1 - (\frac{1}{1.08})^4}$$

$$Y_n = \frac{0.08}{1 - \frac{1}{1.360}} = \frac{0.08}{1 - 0.735}$$

$$Y_n = \frac{0.08}{1 - 0.735} = \frac{0.08}{0.265} = 0.301$$

المبلغ السنوي مع الفوائد  $0.301 \times 6000000 = 1806000$

$$1500000 = \frac{6000000}{4} = \text{المبلغ بدون فوائد}$$

$$306000 = 1500000 - 1806000 = \text{الفائدة السنوية}$$

على مدى أربعة سنوات ستكون الفوائد هي:

$$1224000 = 4 \times 306000$$

الأفضل ان يتم التسديد على شكل أقساط سنوية، لأن مجموع الفوائد على القرض في الطريقة الاولى هي اعلى بكثير من الطريقة الثانية.

● **الفائدة المخصومة** Discount Interest؛ هي الفائدة التي تطرح من قيمة القرض مسبقاً، أي وقت إعطاء القرض، ويدعى ذلك القرض المخصوم Discount Loan، وهذا يعني ان الشركة لا تحصل على كامل قيمة القرض، وبالتالي فإن معدل الفائدة الفعلي على القرض يتجاوز معدل الفائدة الاسمي، ويستخرج كما يلي؛

قيمة الفائدة

$$\text{معدل الفائدة الفعلي على قرض مخصوم} = \frac{\text{قيمة القرض} - \text{قيمة الفائدة}}{\text{قيمة القرض}}$$

**مثال/2**

باعتدانا المعطيات في المثال رقم 1/، إذا قام البنك باقتطاع الفائدة مسبقاً فإن معدل الفائدة الفعلي:

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

$$\text{معدل الفائدة الفعلي على قرض مخصص} = \frac{500,000}{5,000,000 - 500,000} = 11.1\%$$

ويلاحظ ان معدل الفائدة الفعلي هو اكبر من معدل الفائدة الاسمي (0.10). وهناك طريقة أخرى لحساب معدل الفائدة الفعلي وكما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي على قرض مخصص} = \frac{\text{معدل الفائدة}}{1 - \text{معدل الفائدة}} = \frac{0.10}{1 - 0.10} = 11.1\%$$

مثال/3؛

نفرض أن شركة معينة عقدت اتفاقاً مع أحد البنوك التجارية لاقتراض مبلغ (20,000) دولار لمدة عام بفوائد قدرها (1500) دولار سنوياً، علماً ان الاتفاق قائم على سداد الفائدة مقدماً.

**المطلوب:** حساب معدل الفائدة الاسمي وحساب معدل الفائدة الفعلي ؟

**الحل:**

معدل الفائدة الاسمي = قيمة الفائدة السنوية/مبلغ الاقتراض  $\times 100$

$$1500/20000 \times 100 = 7.5\%$$

أن سداد قيمة الفائدة مقدماً (\$ 1500)، يعني أن القيمة الفعلية للقرض (\$ 18500)

(20,000 - 1500) ، وبالتالي فإن معدل الفائدة الفعلي سيتحدد وفقاً للعلاقة التالية:

المعدل الفعلي للفائدة على قرض مخصص =

$$1500 / 18500 = 8.1\%$$

وبذلك فان معدل الفائدة الفعلي هو اكبر من معدل الفائدة الاسمي.

• **فائدة قرض الأقساط** Installment Loan Interest Rate يعرف قرض الأقساط

بالقرض الذي يقضي بضرورة قيام الشركة بدفع قيمة القرض للبنك على دفعات متساوية خلال السنة (شهرياً) مثلاً، دون الاحتفاظ برصيد معوض، أو دفع الفوائد مقدماً.

#### مثال/4؛

في مثالنا السابق (3)، وفي حالة أفترض ان التسديد يكون كل ثلاثة أشهر، فهذا يعني أن الشركة ستدفع (5000) دولار:  $(4 \div 20,000)$  كل ثلاثة أشهر إلى جانب الفائدة السنوية وقدرها (\$1500)، وبالتالي فإن معدل الفائدة الفعلي سيتحدد وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي على قرض الأقساط} = \frac{2 \times \text{عدد الدفعات} \times \text{قيمة الفائدة}}{\text{قيمة القرض} \times \text{عدد الدفعات} + 1}$$

$$12\% = \frac{1500 \times 4 \times 2}{1 + 4 \times 20000}$$

ان الشركة في هذا النوع من الفوائد لا تستفيد من كامل قيمة القرض إلا لمدة زمنية واحدة، وهي الثلاثة أشهر الاولى في مثالنا أعلاه، إذ تبدأ بعدها بالتسديد فتتناقص قيمة القرض بانتظام الى ان تصبح مساوية للصفر عند آخر دفعة. وهذا يعني ان المقترض لا يستفيد على المتوسط إلا من نصف قيمة القرض على مدى مدة القرض. لذلك فإن معدل الفائدة الفعلي على قرض الأقساط يكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي.

• **فائدة القروض بأرصدة تعويضية (Compensating Balances)؛** تتطلب البنوك التجارية المقترضين في معظم الأحيان يحتفظوا بحد أدنى من الأرصدة تساوي نسبة معينة من القرض الممنوح في حساباتهم الجارية مع البنك، وتدعى هذه الأرصدة بـ "الأرصدة التعويضية".

#### مثال/5:

نفرض أن شركة معينة عقدت اتفاقاً مع أحد البنوك التجارية لاقتراض مبلغ (20000) دولار لمدة عام بفوائد قدرها (1500) دولار سنوياً، مقابل احتفاظ المشروع لدى البنك برصيد معوض خلال مدة الاقتراض لا يقل عن (5000) دولار.

**المطلوب:** حساب معدل الفائدة الاسمي وحساب معدل الفائدة الفعلي؛

الحل:

$$\text{معدل الفائدة الاسمي} = (1500/20,000) \times 100 = 7.5\%$$

معدل الفائدة الفعلي سوف يكون أكبر من ذلك، إذ ان احتفاظ المنشأة لدى البنك برصيد معوض قدره (5000) دولار، يعني أن المنشأة تدفع (1500) دولار سنوياً مقابل قرض تبلغ قيمته الفعلية (15000) دولار.

$$\text{معدل الفائدة الفعلي برصيد معوض} = \text{قيمة الفائدة السنوية} / \text{قيمة القرض} - \text{قيمة الرصيد المعوض} \\ = (1500 / (20000 - 5000)) \times 100 = 10\%$$

مثال / 6؛

أخذت شركة قرضاً ب (5) مليون دينار لمدة سنة واحدة بفائدة أسمية قدرها (10%)، مع طلب البنك من المقترض الاحتفاظ ب (15%) من أصل قيمة القرض، أي (750) ألف دينار كأرصدة تعويضية، استخراج معدل الفائدة الفعلي ؟

الحل؛

$$\text{تكلفة الفائدة او قيمة الفائدة السنوية} = 5 \text{ مليون} \times 10\% = 500 \text{ الف دينار} \\ \text{معدل الفائدة الفعلي} = 4250000 / 500000 = 0.1176$$

ب. قروض المدة (Term Loans)

يمكن الحصول على مثل هذه القروض من المصارف المتخصصة مثل مصارف التنمية الصناعية والزراعية والعقارية، ويكون معدل الفائدة على قروض المدة أعلى من مثيله على القروض قصيرة الأجل، ويتحدد معدل الفائدة على القرض على ضوء؛

- مستوى أسعار الفائدة في السوق؛
- حجم القرض؛
- تاريخ استحقاق القرض؛
- الأهلية الائتمانية للشركة المقترضة.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

عندما تكون أسعار الفائدة في السوق مرتفعة أو تاريخ أستحقاق القرض أبعد في المستقبل أو ان الترتيب الائتماني للشركة متدنياً، فان معدل الفائدة على القرض يكون مرتفعاً والعكس صحيح.

وتسدد قروض المدة عادة على أقساط دورية متساوية تدفع كل ثلاثة أشهر او ستة او سنوياً، وقد تكون آخر دفعة أكبر من سابقتها. ويتم التسديد حسب جدول تسديد للقرض يتم الاتفاق عليه بحيث يتناسب مع التدفقات النقدية للشركة.

**جدول تسديد القروض؛ (Loan Repayment Schedule)؛** في الوقت الذي يفترض تسديد القرض خلال المدة الزمنية له، فان التسديد يتم على أقساط عوضاً من دفعة واحدة عند الاستحقاق. وتمتاز طريقة الأقساط في التسديد بتخفيض الخطر على كل من الدائن والمدين كما تؤمن للمقترض استرجاع أموال القرض تدريجياً.

ويعتمد أعداد جدول تسديد القرض على قيمة الدفعة الواحدة والتي تتحدد على أساس: قيمة القرض، المدة الزمنية للقرض، معدل الفائدة وعدد الدفعات. وتحسب قيمة الدفعة باستعمال القيمة الحالية السنوية، وكما يلي:

$$V = R (PV)$$

حيث ان؛  $V$ ؛ القيمة الحالية للقرض...  $R$  ؛ الدفعة الدورية للقرض  
 $PV$ ؛ الفائدة للقيمة الحالية لمدة زمنية.

وللحصول على قيمة  $R$  نستخدم الصيغة الآتية:

$$R = V/PV$$

وبتحديد قيمة الدفعة الواحدة يمكن إعداد جدول تسديد القرض.  
ويمكن استخراج قيمة الـ  $(PV)$  كما يلي؛

$$PV = \frac{1 - \frac{1}{(1 + k)^n}}{k}$$

حيث ان؛

$(K)$  تمثل معدل الفائدة .....  $(n)$  الفترة الزمنية.



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

مثال/7

أقترضت شركة المقاولات الهندسية (100) ألف دينار من المصرف التجاري بمعدل فائدة (12%) لمدة خمس سنوات. وتتص اتفاقية القرض على ان يتم تسديده على خمس دفعات متساوية تشمل الفائدة وقسط تسديد أصل قيمة القرض، تدفع في نهاية كل سنة بدءاً من السنة الاولى.

المطلوب؛ حساب قيمة دفعة التسديد، واعداد جدول تسديد القرض ؟  
الحل؛

$$\text{قيمة دفعة التسديد} = \frac{100000}{3.6048} = 27741 \text{ دينار}$$

**تحليل جدول تسديد القرض:** تقوم الشركة في نهاية السنة الأولى بدفع (27741) دينار إلى المصرف، وتتألف هذه الدفعة من الفائدة السنوية على القرض (12000) دينار  $(0.12 \times 100,000)$ ، ومن دفع تقسيط أصل قيمة القرض البالغة (15741) دينار  $(27741 - 12000)$ . ويكون الرصيد المتبقي من القرض في نهاية السنة الاولى مساوياً الى (84259) دينار  $(100,000 - 15741)$ .

في نهاية السنة الثانية تدفع الشركة فائدة على الرصيد المتبقي من القرض في نهاية السنة الاولى، حيث تكون دفعة الفائدة (10111) دينار  $(84259 \times 0.12)$ ، وتكون قيمة دفعة تقسيط أصل قيمة القرض مساوية إلى (17630) دينار، والرصيد المتبقي من القرض (66629) دينار. وهكذا.... كما يتضح من الجدول أدناه:

جدول تسديد قرض شركة المقاولات الهندسية (دينار)

نهاية سنة	دفعة التسديد	الفائدة على الرصيد المتبقي	دفعة تقسيط	الرصيد المتبقي
0	0	0	0	100,000
1	27741	12000	15741	84259
2	27741	10111	17630	66629
3	27741	7995	19746	46883
4	27741	5626	22115	24786
5	27741	2972	24768	0
	138705	38704	100,000	-

يلاحظ من الجدول اعلاه، ان الشركة تسدد القرض بـ (5) خمس دفعات سنوية متساوية يبلغ أجمالي قيمتها (138705) دينار، يتضمن هذا المبلغ (38704) دينار فوائد على القرض و (100,000) دينار دفعات تسديد أصل القرض. وتجدر الإشارة هنا إلى ان قيمة دفعات الفائدة تتناقص من سنة الى أخرى بسبب تناقص الرصيد المتبقي من القرض. أما دفعات تقسيط أصل القرض فتتزايد من سنة الى أخرى لأن الفائدة تتناقص بينما دفعة التسديد تبقى ثابتة.

### تمرين/

نفترض قيامكم بالأقتراض من البنك مبلغ (85000) دينار لمدة (7) سنوات بفائدة (9%) سنوياً، لشراء بيت، على ان يتم تسديد القرض على (7) أقساط سنوية متساوية تشمل أصل القرض والفائدة.

المطلوب؛ استخراج ما يلي؛

أ. قيمة دفعة التسديد السنوية ؟

ب. اعداد جدول تسديد القرض ؟

### ثالثاً؛ أشكال التمويل

• تمويل منفرد من قبل مؤسسة واحدة أحياناً، بعض الشركات تتعامل مع مؤسسة واحدة للعملية التمويلية.

• تمويل ثنائي من مؤسستين تشتركان في تمويل نشاط واحد، من الممكن أن يكون هذا المشروع أو هذه العملية التنموية تمول من قبل أكثر من مؤسسة.

• تمويل متعدد من عدة مؤسسات تمويلية تشترك في تمويل مشروع واحد، وخاصة في المشاريع الكبيرة في حالة التعاون بين أكثر من مؤسسة عادة تكون ثلاث فأكثر لإنشاء هذا المشروع والاستثمار فيه.

• تمويل دولي أو حكومي من قبل مؤسسات دولية أو مؤسسات خاصة في حالة المشاريع الضخمة: كما يمكن ان يكون من قبل الدولة لبعض من المشاريع مما يساعد في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية لهذا البلد.

### 3-3-5 أليات اختيار مصدر التمويل الأفضل

أولاً؛ الاعتبارات المطلوبة في اختيار المصدر الملائم:

1. التكلفة، التركيز هنا يكون على أساس تكلفة كل مصدر، واختيار المصدر الأقل تكلفة.
2. أسعار الفائدة السائدة، تجنب المصادر التمويلية ذات الفائدة المرتفعة وبالتالي ارتفاع كلف التمويل او نتيجة تذبذب هذه الأسعار في السوق المالية.
3. ربحية المنشأة، من الأفضل اختيار المصادر التمويلية التي تكون نسبة ربحية المنشأة أعلى من نسبة الفوائد المدفوعة على هذه المصادر.
4. مكونات رأس المال، من الأفضل أن تعمل المنشأة بقدر الإمكان على الاحتفاظ بنسب متوازنة من مصادر التمويل المختلفة.

### ثانياً؛ الكلف المرجحة في اختيار مصدر التمويل الأفضل

لأجراء المقارنة بين مصادر التمويل للشركة يتم استخراج التكلفة المرجحة في حالة تمويل مشاريعها من عدة مصادر تمويلية. ويكون لكل مصدر تكلفة معينة، وبذلك يصبح من المهم معرفة حساب التكلفة الإجمالية للأموال، وهي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة لهذه الأموال. ويشير الترجيح هنا إلى التوازن النسبي لكل مصدر تمويلي من الهيكل الكلي للأموال. وهناك أسلوبين في احتساب هذه الكلفة:

- القيمة الدفترية وتمثل وزن كل مصدر تمويلي حسب قيمته في السجلات، وهي حقوق الملكية مقسمة على عدد أسهم المصدرة من قبل الشركة.
- القيمة السوقية قيمة كل مصدر تمويلي في السوق.

أ. التكلفة المرجحة باستخدام القيمة الدفترية؛ وكما في المثال الآتي:

يفترض توافر البيانات التالية لإحدى الشركات؛

مصادر التمويل	” القيمة الدفترية” ألف دينار	تكلفة العنصر%
القروض	350	4.8
الأسهم الممتازة	250	10.5
الأسهم العادية	300	14.6
الأرباح المحتجزة	100	14
المجموع	1000	43.9

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

**المطلوب؛** أختيار المصدر الافضل باعتماد متوسط التكلفة المرجحة للأموال؟

**الحل؛**

التكلفة المرجحة لكل مصدر = نسبة المصدر × نسبة تكلفة هذا المصدر

1. نستخرج النسبة المئوية لكل مصدر؛ وكما يلي:

( القيمة الدفترية / مج القيمة الدفترية ) × 100

2. نستخرج الكلفة المرجحة لكل مصدر، وكما يلي؛

( % للمصدر × % لكلفة المصدر )

3. نستخرج متوسط الكلفة المرجحة، وكما يلي؛

( مج الكلف المرجحة / عددها )

4. يتم اختيار المصدر الأقل كلفة كأفضل مصدر تمويلي للشركة

يتضح من الجدول ادناه ان مج التكلفة المرجحة للأموال = (10.1%)، أما متوسط الكلفة المرجحة فهو؛

متوسط الكلفة المرجحة = مج الكلفة المرجحة / عدد مصادر التمويل

$$10.1 / 4 = 2.5\%$$

وعلى ضوء هذا المتوسط فان الارباح المحتجزة هي الأقل كلفة (1.4%) تأتي بعدها القروض (1.7%)، في حين ان الأسهم العادية هي الأكثر كلفة، كما يتضح ذلك من الجدول أدناه؛

مصادر التمويل	" القيمة الدفترية "	تكلفة العنصر	الكلفة المرجحة	تسلسل
الف دينار	%	%	%	الاهمية
350	0.35	0.048	1.7	2
250	0.25	0.105	2.6	3
300	0.30	0.146	4.4	4
100	0.10	0.14	1.4	1
1000	1.0	0.439	10.1	-

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ب. التكلفة المرجحة بالقيمة السوقية:

مثال: يفترض أن البيانات المتوفرة في المثال أعلاه عن مصادر التمويل المذكورة كانت

ايضا بالقيمة السوقية، وكما في الجدول أدناه:

مصادر التمويل	المبلغ " القيمة السوقية "	تكلفة العنصر %
القروض	500	4.8
الأسهم الممتازة	300	10.5
الأسهم العادية	600	14.6
الأرباح المحتجزة	100	14
المجموع	1500	43.9

المطلوب؛ معرفة مصدر التمويل الأفضل ؟

الحل؛ التكلفة المرجحة لكل مصدر = القيمة السوقية × تكلفة هذا المصدر

مصادر التمويل	المبلغ " القيمة السوقية "	تكلفة العنصر	التكلفة المرجحة
القروض	500	0.048	24000
الأسهم الممتازة	300	0.105	31500
الأسهم العادية	600	0.146	87600
الأرباح المحتجزة	100	0.14	14000
المجموع	1500	0.439	157100

متوسط التكلفة المرجحة للأموال = مجموع التكلفة المرجحة ÷ مجموع القيمة السوقية

$$= 10.5\%$$

وفي المقارنة نجد أن تكلفة المصدر بالنسبة للقروض (4.8%) وهو أقل من تكلفة الأسهم الممتازة وهو (10.5%) وكلاهما أقل أو مقارب للمتوسط، بينما جاءت كل من الأسهم العادية والأرباح الممتازة أعلى من متوسط الكلفة المرجحة.

وعند المقارنة بين الأسلوبين نجد هنالك اختلاف في متوسط الكلفة ؛ بين (2.5%) في المثال الاول و (10.5%) في المثال الثاني، مع تنوع مصادر التمويل الأقل كلفة، هذا يضمن لهذه الشركة تنوع مصادرها التمويلية، وهو أن يكون هنالك متوسط لهذه التكاليف تتحملها هذه الشركة نظيراً لقيامها في اعتماد قرار تمويل اعتماداً على مجموعة من المصادر التمويلية بدل من استخدام مصدر تمويلي واحد.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

والجدول أدناه يبين طبيعة كلفة كل مصدر من مصادر التمويل وتأثير المزج بينهما في تخفيض الكلفة في ضوء الكلفة المرجحة للأموال؛

مصدر التمويل	قيمة المساهمة في رأس المال	نسبة المساهمة	الكلفة	الكلفة المرجحة للأموال
الأرباح المحتجزة	1000	0.10	10%	0.01
السندات	2000	0.20	6%	0.012
الأسهم الممتازة	3000	0.30	8%	0.024
الأسهم العادية	4000	0.40	12%	0.048
	10000	1.00		0.094

أذن أختيار المزيج من هيكل رأس المال التمويلي المناسب سوف يؤثر على الشركة باتجاهين:

- الأول؛ كلفة رأس المال المستثمر يؤثر على كلفة الأنتاج وسعر البيع؛
  - الثاني؛ طبيعة هيكل رأس المال يحدد طبيعة درجة المخاطرة للشركة (الخطر التمويلي).
- من ذلك يتضح ان الخطر التمويلي للشركة وتكلفة رأس المال انما يعتمدان على؛
- أختيار نسبة التمويل القصير الآجل إلى التمويل الطويل الآجل؛
  - أختيار مزيج التمويل بالدين والملكية؛
  - أختيار معدل توزيع الأرباح على المساهمين.



## الفصل السادس تقييم الأداء المالي للشركات

يعد تقييم الأداء المالي للشركات إحدى صفحات التحليل المالي لها ومرادفاً إلى حد ما لاسلوب التحليل الرأسي، إذ تتم فيه مقارنة الأرقام في القوائم للمدة المالية نفسها، بحيث تتم فيه مقارنة حسابات أو بنود القوائم المالية التي تربطها ببعضها، وتكون حصيلة هذه المقارنة نسب مالية. وبموجب علاقات المقارنة هذه يمكن اشتقاق عدد كبير من النسب المالية تُمكن المحللين الماليين من استخدامها كمؤشرات في تقييم أداء الشركات وأوجه نشاطها المختلفة، من نجاح الشركة في أداءها الوظيفي أو بلوغها مرحلة التعثر وما تتطلبه من اجراءات في إعادة التنظيم لانتشالها من الذهاب الى اعلان الافلاس والخروج من السوق.

### 6-1 تحليل النسب التمويلية وتطبيقاتها

يعتبر تحليل النسب من أهم أدوات التحليل الأساسي، إضافة إلى أسلوب نموذج الخصم والمتمثلة في خصم التدفقات النقدية المتوقعة<sup>(118)</sup>.

وهناك الكثير من النسب المالية التي تستخدم في دراسة ومتابعة أداء الشركة دورياً مثل نسب السيولة، التشغيل، الربحية، وغيرها. وفي هذا الكتاب تم تبويبها ومعالجتها ضمن خمسة مجموعات رئيسية تقيس كل منها أحد جوانب أداء الشركة. إن مستوى واتجاه هذه النسب يمكن استخدامها في استنباط حقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جذبها للاستثمار. ويمكن أن تستخدم هذه النسب قطاعياً لمقارنة أوضاع الشركة التي تعمل في نفس القطاع وبالتالي الحكم على وضع الشركات الجيدة وغير الجيدة.

ومن الجدير بالذكر أنه يفضل عدم الاعتماد على نسبة واحدة في تحليل الوضع المالي لشركة ما بل يجب الاعتماد على عدة نسب حتى يمكن الحصول على صورة واضحة عن مدى صحة وضع الشركة المالي. كما يفترض أن يتم مقارنة هذه النسب لشركة ما مع

---

118 - الكراسنة، ابراهيم، مصدر سابق.



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

النسب المالية لشركات أخرى في نفس القطاع حتى تكون دراسة النسب ذات معنى أو جدوى.

وتعتبر هذه النسب مهمة لكل من؛

- حاملي الأسهم في معرفة أداء الشركة؛
  - محلي الأوراق المالية وبنوك الاستثمار لوضع توصياتهم المناسبة لعملائهم حول مستقبل الاستثمار في الشركة؛
  - المقرضين في ضمان تغطية ديون الشركة.
  - إدارة الشركة في قياس تأثير أداء الشركة على أسعار الأسهم العادية في السوق.
- مثال/ أستعن بالمثل الآتي عن إحدى الشركات في استخراج النسب التمويلية ؟**

المعلومات	البيانات (دولار)
الموجودات الاجمالية	5000
الموجودات المتداولة	1400
الموجودات الثابتة	3400
المطلوبات المتداولة	600
المخزون	600
المبيعات	6000
اجمالي الديون	2000
بسعر فائدة	11%
الارباح قبل الفائدة والضريبة	850
الارباح الصافية	384
الاندثار السنوي	200
حقوق المساهمين	2000
عدد الأسهم	200
الارباح المقرر توزيعها	200

### 1-1-6 نسب السيولة ( Liquidity Ratios )

تقيس نسب السيولة الملاءة المالية للشركة في المدى القصير، أي مقدرة الشركة على توفير سيولة معينة خلال مدة زمنية قصيرة لتسديد الالتزامات المالية للشركة، ضمن الوسط الذي تعمل فيه. وتستخدم نسب السيولة كأدوات لتقييم المركز الائتماني للشركة والذي يعبر

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

عادة عن مدى قدرتها في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. وتنقسم هذه النسب الى قسمين هما:

- النسبة الجارية ويدخل ضمنها المخزون،
- النسبة السريعة ويستخرج منها المخزون.

اولاً؛ نسبة التداول او النسبة الجارية ( Current Ratio )

وهي تقيس عدد مرات تغطية الموجودات المتداولة للمطلوبات المتداولة، ضمن الأجل القصير، وتستخرج من تقسيم الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة.

❖ الصيغة الاولى؛

النسبة الجارية = الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة

$$2.33 = 600 / 1400$$

عند احتساب هذه النسبة لشركة ما يتم مقارنتها مع النسبة لدى مثيلاتها من الشركات الأخرى، فإذا كانت هذه النسبة تقل عن متوسط القطاع فإن هذه الشركة يمكن أن تواجه مشكلة سيولة، ولكن بالمقابل ارتفاع هذه النسبة بشكل مبالغ فيه عادة غير محبب لأنه يدل على أن الشركة لا تستخدم مواردها بشكل فعال، الأمر الذي قد ينعكس سلباً على أداء الشركة وربحياتها. وبشكل عام فإن القيمة المقبولة لهذه النسبة هي ان تغطي الموجودات المتداولة المطلوبات المتداولة مرتين. وبافتراض ان المعيار المعتمد في ذلك المتوسط الذي تعمل فيه الشركة هو ( 2.5 ) مرة، فان النسبة لهذه الشركة مقاربة وليس هناك ما يدل على وجود مشكلة سيولة.

❖ الصيغة الثانية؛

الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة

$$57\% = \frac{600 - 1400}{1400} = \frac{-800}{1400}$$

1400

الموجودات المتداولة

أي ان الشركة تستطيع تسديد كامل مطلوباتها المتداولة إذا اضطرت الى ذلك بتسييل 43% فقط (1-0.57%) من موجوداتها المتداولة، وهذا يعكس وضع سيولة جيد للشركة.

### ثانياً؛ النسبة السريعة ( Quick Ratio )

تقيس هذه النسبة مقدرة الشركة على تسديد مطلوباتها المتداولة دون ان تلجأ الى تصفية المخزون.

$$\text{النسبة السريعة} = \frac{\text{الموجودات المتداولة - المخزون}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{600-1400}{600} = 1.33 \text{ مرة}$$

وبافتراض ان المعيار المعتمد = (1) مرة، فان النسبة السريعة للشركة أعلى بقليل من المعيار المعتمد، وهذا يدل على ان سيولة الشركة جيدة جداً، أما إذا كانت قيمة النسبة أعلى بكثير من المعيار، فان ذلك يدل على وجود سيولة فائضة وغير ضرورية، وفي حالة انخفاضها فانه يدل على معاناة الشركة في توفير السيولة لتغطية نفقاتها قصيرة الأجل وفي هذا وذاك هو أداء سيء لتلك الشركة.

### ثالثاً؛ نسبة النقدية ( Cash Ratio )

وهو حاصل قسمة الموجودات النقدية وشبه النقدية (المتداولة) على المطلوبات المتداولة؛

$$2.3 = 600 / 1400 \text{ مرة}$$

أي ان الشركة في وضع أئتماني جيد، قادر على تغطية متطلبات الشركة.

### رابعاً؛ رأس المال العامل ( Capital Working )

وهي عبارة عن؛

#### الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة

وهذه الصيغة مشابهة لنسبة التداول وتختلف عنها بأنها بالرقم المطلق وليس نسبة. وكلما ارتفع مبلغ رأس المال العام، كلما كانت الشركة قادرة على مقابلة الالتزامات المترتبة عليها.

## 6-1-2 نسب التشغيل أو النشاط (Activity Ratios)

تقيس هذه النسب الكفاءة (Efficiency) التي تستخدم بها الشركة الموارد المتاحة لها، وذلك بإجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الموجودات، وأهم هذه النسب؛

### أولاً؛ معدل دوران المخزون (Inventory Turnover)

أن الهدف الأساسي من إدارة المخزون من المواد هو جعل تكلفة الاحتفاظ بمخزون المواد أقل ما يمكن، وفي نفس الوقت توفير الكميات والنوعية المناسبة من المواد اللازمة. ويتم استخراجها بتقسيم المبيعات على رصيد المخزون؛

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

$$6000 / 600 = 10 \text{ مرة}$$

وبافتراض المعيار المعتمد = 9 مرات، فإن أداء الشركة جيد جداً في إدارة المخزون. فإذا كانت قيمة المعدل صغيرة، يكون عدد مرات دوران المخزون قليلاً، أي أن مستويات المخزون عالية وتتجاوز حدود المستوى المقبول.

### ثانياً؛ معدل دوران الموجودات الثابتة (Fixed Assets Turnover)

يهدف هذا المعدل الى قياس درجة الكفاءة في استعمال الموجودات الثابتة للإنتاج، فإذا كان هذا المعدل عالياً فإنه يدل على استعمال جيد للطاقة الإنتاجية المتاحة. ويتم استخراجها بتقسيم المبيعات على الموجودات الثابتة الاجمالية، وكما يلي:

$$\text{دوران الموجودات الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الموجودات الثابتة الاجمالية}}$$

$$\text{حيث ان الموجودات الثابتة الاجمالية} = \text{الموجودات الثابتة} + \text{الاندثار السنوي}$$

$$6000 / 3600 = 1.67 \text{ مرة}$$

وبافتراض المعيار = 4 مرات، فإن القيمة اعلاه توضح ان الشركة لا تستغل الطاقة الإنتاجية المتاحة لها بالكامل، وهذا بالطبع مؤشر لأداء سيء لأنه يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج.

**ثالثاً؛ معدل دوران اجمالي الموجودات ( Total Assets Turnover )**

يقيس هذا المعدل مدى فعالية الشركة في استخدام كل الموارد المتاحة لها، ويفترض هذا المعدل وجود نوع من التوازن ما بين المبيعات وحجم استثمارات الشركة في الموجودات المتداولة والثابتة. ويتم أستخراج بتقسيم المبيعات على اجمالي الموجودات، وكما يلي:

$$\text{معدل دوران الموجودات الاجمالية} = \text{المبيعات} / \text{اجمالي الموجودات}$$

$$1.2 \text{ مرة} = 5000 / 6000$$

وبالمقارنة مع المعيار المعتمد = 2 مرة، فإن المعدل اعلاه منخفض، وهذا يدل على عدم كفاءة في إدارة موجودات الشركة لتوليد حجم المبيعات المناسب، ولعل السبب الرئيسي في ذلك هو عدم الانتفاع من الطاقة الإنتاجية بالكامل.

**3-1-6 نسب المديونية ( Debit Ratios )**

وهي عبارة عن أجمالي الديون إلى حقوق الملكية. وبمقارنة هذه النسبة لشركتين نستطيع من خلالها تمييز أي من الشركتين تعتمد أكثر على الديون في تمويل عملياتها وبالتالي تحديد أي من الشركتين أعلى خطورة من حيث الاستثمار فيها؛

$$\text{نسبة المديونية} = \text{مج الديون} / \text{إجمالي حقوق الملكية (حقوق المساهمين)}$$

**أولاً؛ نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات ( Debit to Total Assets )؛**

تحسب نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات بتقسيم اجمالي الديون، القصيرة والطويلة الأجل، على اجمالي الموجودات. وتقاس هذه النسبة مدى مساهمة المقرضين في تمويل استثمارات الشركة.

$$\text{نسبة الديون الى اجمالي الموجودات} = \text{اجمالي الديون} / \text{اجمالي الموجودات}$$

$$40\% = 5000 / 2000$$

وبأفتراض ان المعيار المعتمد = 30%، فان النسبة اعلاه تبين ان مديونية الشركة اعلى بكثير من الحد المقبول به في الاسواق المالية. وهذا يعني ان الشركة سوف تعاني من صعوبة في الحصول على تمويل مستقبلاً، وان شروط التمويل لن تكون مناسبة للشركة.

**ثانياً؛ تغطية الأرباح للفائدة على الديون ( Times Interest Earned )**

تقيس هذه النسبة إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تتدنى ولا يزال باستطاعتها تغطية ودفع الفائدة على قروضها، وإن ارتفاع النسبة يعني أن الشركة قادرة على مقابلة التزاماتها ولا يوجد مؤشرات على أن الشركة يمكن أن تواجه مصاعب مالية. وتستخرج كما يلي:

**تغطية الأرباح للفائدة = الأرباح قبل الفائدة والضريبة / الفائدة على الديون**

$$850 / 220 = 4 \text{ مرة}$$

بافتراض أن المعيار المعتمد = 8 مرة؛ فإن القيمة أعلاه تغطي أرباح الشركة للفائدة على الديون وهي نصف المعيار المعتمد، وهو أداء سيء للشركة مما يعطي أنطباع عن ارتفاع تكاليف التمويل الجديد.

**6-1-4 نسب الربحية Profitability Ratios**

بما أن الربحية، وتعظيم ثروة المساهمين بالشركات هو الهدف الأساسي للمعنيين بذلك، لذلك نجد اهتمام التحليل المالي بدراسة هذه النسب بشكل تفصيلي للوقوف على نتيجة أعمال المشروع وكفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا، وبذلك فإن هذه النسب تعكس مقدرة الشركة على توليد الأرباح، وبالتالي فهي مقياس لكفاءة سياسات إدارة الشركة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية، والقرارات المتعلقة بهذه السياسات. ويفضل تقسيم نسب الربحية إلى نوعين رئيسيين هما:

**أولاً؛ نسبة هامش الربح (Profit Margin)**

هذه النسبة تقيس ربحية المشروع استناداً إلى مبيعات المشروع، وهناك نوعان من هامش الربح، هامش الربح التشغيلي، وصافي الربح : وكما يلي؛

**هامش الربح التشغيلي = الإيرادات قبل الفوائد والضرائب / المبيعات**

**صافي الربح = الأرباح الصافية (الإيراد بعد الضريبة) / المبيعات**

$$384 / 6000 = 6.4\%$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وبافتراض المعيار المعتمد = 5% ، فإن ربحية الشركة جيدة بحسب مقياس صافي الربح.

### ثانياً؛ العائد على الموجودات ( Return on Assets )؛

تقيس هذه النسبة انتاجية (أو ربحية) استثمارات الشركة كافة القصيرة والطويلة الأجل، وتعكس مدى فاعلية إدارة الشركة وأدائها بخصوص موارد الشركة. وتحسب النسبة بقسمة الإيرادات بعد الضريبة (الأرباح الصافية)، آخذين بنظر الاعتبار الاندثار، على مجموع موجودات الشركة. ارتفاع النسبة يدل على أن الشركة تقوم باستغلال الموارد بشكل أفضل. ويمكن استخراجها بالصيغة الآتية:

$$\text{العائد على الموجودات} = \frac{\text{الأرباح الصافية} + \text{الاندثار السنوي}}{\text{اجمالي الموجودات}} = \frac{200 + 384}{5000} = 11.7\%$$

وبافتراض المعيار المعتمد = 10%، فإن ربحية الشركة جيدة، ويعكس كفاءة إدارة الشركة.

### ثالثاً؛ العائد على حقوق الملكية ( Return of Property )؛

تقيس هذه النسبة العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأسمال الشركة، ويتم استخراجها كما يلي؛

$$\text{العائد على الملكية} = \frac{\text{الأرباح الصافية} / \text{حقوق المالكين (المساهمين)}}{2000 / 384} = 19.2\%$$

وبافتراض المعيار = 16% فإن الشركة تحقق أرباحاً جيدة على أموال المساهمين.

### 5-1-6 نسب النمو ( Growth Ratios )

تقيس نسب النمو مدى التوسع والتقدم الذي تحققه الشركة على مر الزمن، بما يساهم في توفير دخلاً أكبر للعاملين في الشركة وعائد ربح أعلى للمساهمين. ولحساب معدل النمو لأحد هذه المتغيرات تتم المقارنة للتغير خلال فترتين من الزمن مقارنة مع سنة الأساس، وكما يلي؛

$$g = \frac{x_{t+1} - x_t}{x_t} = \frac{\Delta x}{x_t}$$

$x_{t+1}$  قيمة المتغير خلال سنة المقارنة

$x_t$  قيمة المتغير في سنة الأساس

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن الاعتماد فقط على النسب المالية لتحليل أوضاع الشركات وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري بشأنها إذ لا بد من الاعتماد على أساليب أخرى لمعرفة القيمة العادلة للأسهم. وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن الأساليب الأخرى المتبعة في عملية تقييم الأسهم (\*).

---

\* - انظر الفصل الثالث (3-1) من هذا الكتاب.



## 2-6 تعثر الشركات وإعادة تنظيمها

ليست كل شركات الاعمال بالضرورة ناجحة او منتجة كفاية لتستمر في الوجود، فهناك بعض الشركات التي تصاب بالتعثر في اعمالها، والذي يتجلى في واحد او اكثر من المؤشرات الرئيسية الآتية؛

- تراجع إيرادات الشركة و/أو؛

- ترهل في عملياتها الإنتاجية و/أو؛

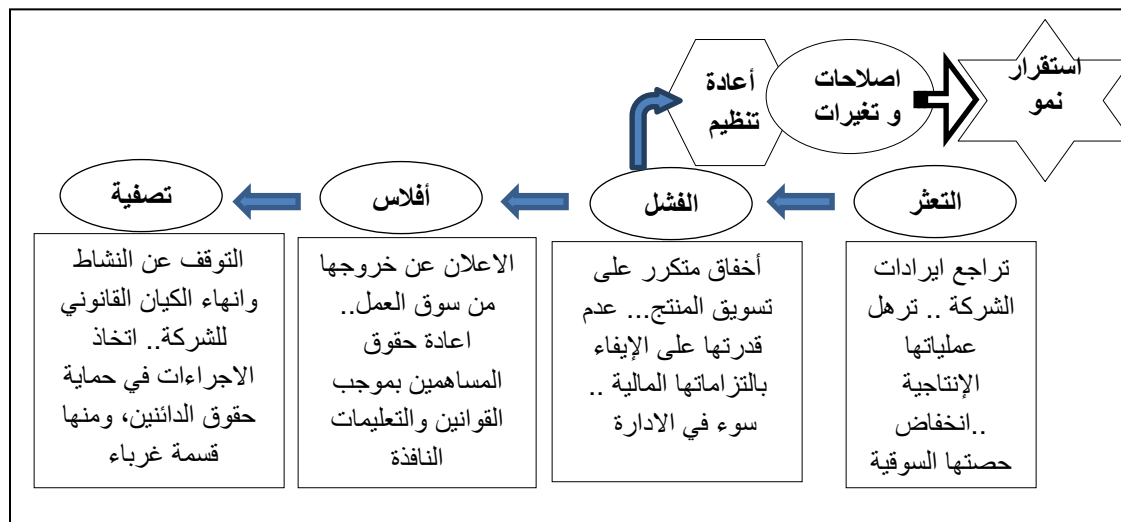
- قلة حصتها في السوق.

وتعبر كلمة التعثر المالي عن حالة يتأثر فيها نشاط الشركة بإمكانية حدوث إفلاس وشيك وتحدث حالة التعثر المالي عندما تكون الشركة غير قادرة على سداد ديونها الآن أو في المستقبل القريب. وإذا لم تتخذ الشركة الاجراءات الضرورية في مجابهة ذلك او ان الشركة تعاني من ضعف الإدارة وعدم الكفاءة والقدرة على متابعة التنبؤ بهذه المؤشرات، فإنها ستعاني في المراحل اللاحقة، القريبة او المتوسطة، ظاهرة الفشل المالي وتردي الاداء الاقتصادي لها، وبما يعكس مدى فشل او افلاس الشركات من خلال عدم قدرتها على تسديد التزاماتها المالية عند الاستحقاق.

ويمكن ان تعيش الشركة حالة الفشل بحسب مستوى حدته، إذا ما فقدت الشركة ملاءتها المالية فنياً اي انها لم تعد تستطيع الايفاء بالتزاماتها الجارية بالرغم من ان موجوداتها تفوق مطالبيها ، فأنها تعتبر فاشلة. ولعل اقصى درجات الفشل للشركة هو عندما تصل الى درجه الافلاس التي تتميز ليس فقط بعدم قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها الجارية ، بل بكون مطالبيها تتجاوز موجوداتها، اي ان حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استُهلكت بتسديد الخسائر السابقة، مما يتطلب اتخاذ الاجراءات المناسبة لتصحيح مسار عمل الشركة في اعتماد ما يطلق عليه بـ " إعادة التنظيم"، في مجموعة من الاجراءات والاصلاحات الفنية والإدارية على مستوى الشركة وبما يؤهلها لاستعادة اداءها الوظيفي. وإذا ما فشلت هذه الاجراءات والاصلاحات فان الشركة تتجه نحو الأفلاس وبالتالي نحو تصفية وجودها في السوق، والمخطط التالي يوضح ذلك.

## المخطط (5)

مسار تعثر الشركات وتصفية وجودها في السوق



## 1-2-6 مفهوم التعثر؛ الأسباب وآليات المعالجة

لا توجد صيغة محددة لتعريف الشركة المتعثرة، ونشير إلى أن مجموعة من الباحثين قد ذهبت إلى اعتبار الشركة التي حققت خسائر لمدة ثلاثة أعوام متتالية شركة متعثرة معتبرين الشركة التي حققت خسائر لمدة عامين متتاليين شركة شبه متعثرة. حيث تشير الخسائر المتحققة إلى انخفاض محل بالتوازن النسبي للبنية المالية للشركة.

### أولاً؛ مفهوم التعثر

التعثر بشكل عام هو عدم القدرة على دفع الديون، وهو في ذلك تركيز على الجانب المالي، ومع ذلك قسم بعض الباحثين تعثر الشركات في جانبين رئيسيين:  
الجانب الأول: **تعثر اقتصادي (Economic Falter)** ؛ وهو عدم قدرة إيرادات الشركة على تغطية نفقاتها أو انخفاض صافي القيمة الحالية للاستثمار. وهو ايضا عدم قدرة الشركة في تحقيق عائد الاستثمار المطلوب في الاموال المستثمرة وذلك عندما يكون صافي رأس المال سالب، اي ان القيمة الدفترية للخصوم اكبر من القيمة الدفترية للأصول (موجودات) الشركة.

**الجانب الثاني: تعثر مالي (Financial Falter)؛** في هذه الحالة لا تستطيع الشركة سداد التزاماتها للدائنين والوفاء بديونها المستحقة عليها. ونعتقد انه يجب التميز بين التعثر المالي والفشل المالي (Financial Failure) على اعتبار ان التعثر المالي حالة تسبق الفشل المالي وقد لا تؤدي بالضرورة إليه، حيث يمكن الاستناد في ذلك على استخدام معيار المرونة المالية<sup>(119)</sup>، وعليه فان التعثر المالي هو إحدى الحالتين اما نقص عوائد الأسهم و توقفها أو التوقف وقتيا عن سداد الالتزامات المالية في مواعيدها . إما الفشل المالي فيعني إحدى الحالتين أو كليهما هو اما التوقف عن سداد تلك الالتزامات كليا او اعلان الإفلاس وتوقف النشاط، وبالتالي تصفية الشركة.

وعليه فان التعثر المالي والفشل المالي يعنيان ما يلي:

• عجز عن مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل بالرغم من تعويض موجودات الشركة لالتزاماتها (أزمة سيولة نقدية).

• عجز الشركة عن مواجهة الالتزامات المتحققة أي عدم وجود رأس المال العامل واللازم لتغطية الدورة التشغيلية للشركة، وهو في ذلك التوجه الى أفلاس الشركة.

**أسس تحديد الشركات المتعثرة أو تلك التي تسير نحو التعثر؛** تتميز بيئة الأعمال الحالية بأنها معقدة وسريعة التغير، حيث تتداخل وتتغير القوى الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتقنية والتنافسية بشكل كبير، وقد ادى ذلك الى الاهتمام بهذا الموضوع منذ الثلاثينات من القرن الماضي في تتبع حالة الشركات ومحاولة كشف وضعها قبل الانهيار و اعلان افلاسها، واجمالاً يمكن التميز بين نوعين من الشركات؛

- شركات متعثرة وفاشلة بلغت الخسائر المتراكمة فيها إلى رأس مالها 50 %.

- شركات تسير نحو التعثر: هي تلك الشركات التي تكبدت الخسائر لمدة عامين متتاليين.

---

<sup>119</sup> - غريب ، احمد محمد، " مدخل محاسبي مقترح لقياس التنبؤ بتعثر الشركات"، دراسة ميدانية في شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية" ، مجلة البحوث التجارية ، م 23، ع 1 ،جامعة الزقازيق، 2001.

### ثانياً؛ اسباب تعثر الشركات

ان تعثر الشركات يعد نتيجة أو محصلة لتوليفة واسعة من العوامل التي قد تظهر جميعها في الشركة في آن واحد أو خلال مدد زمنية قصيرة متلاحقة، كما ان اسباب التعثر تتباين من مشروع الى آخر ومنها؛

• **الاسباب الادارية؛** تُعد الأسباب الإدارية القاسم المشترك في معظم الشركات المتعثرة ، حيث تكون الإدارة غير قادرة على تقديم الدعم الكاف للموظفين حتى لو كان الموظفين ذو كفاءة عالية ومهارات ممتازة، عندما يجدون صعوبة لاتمام عملهم دون دعم من هذه الإدارة، كما ان الاختيار الخاطئ لمدير المشروع قد يكون سبباً في فشل المشروع، عندما يفقد صفتي القيادة والتنظيم. وكذلك وجود الصراعات بين اعضاء الإدارة العليا وتغليب المصالح الخاصة للمساهمين والملاك والتوجهات الخاطئة للادارة. ويمكن إيجاز ذلك بما يلي:

- عدم كفاءة بعض أعضاء مجلس الإدارة، ودخولهم الاستثمار دون سابق خبرة أو معرفة؛
- انشاء المشاريع بدون اجراء دراسات للجوى الاقتصادية والفنية؛
- ارتفاع المصاريف الإدارية غير المبررة، وارتفاع قيمة الموجودات دون ان ينعكس ذلك على الارتفاع بكفاءة الانتاج والانتاجية؛
- غياب خطة للتسويق وما يرافق ذلك من صعوبة في بيع المنتجات.
- والأخطر من ذلك كله، أن يعتمد مجلس الإدارة إلى تأخير انجاز المشاريع المنوي إقامتها، بحجة استثمار أموال المساهمين في البورصة أو غيره، لتحقيق مكاسب مادية بأسرع وقت ممكن.

• **الأسباب المالية؛** تتجلى الأسباب المالية في وجود خلل في الهيكل التمويلي للشركة قد ينتج عن عدم كفاية رأس المال للوفاء بكل المتطلبات الاستثمارية وعدم كفاية الفوائض المالية التي تتبقى للشركة بعد التوزيعات للقيام بتمويل التوسعات الرأسمالية اللازمة لنشاطها والعجز عن الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين والاسراف بالإنفاق بشكل لا يتناسب مع ما يتحقق من إيرادات مما يدفع الشركة الى تجاوز كلفة المشروع المقررة ومن ثم الى

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

حدوث الخسائر. لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة الى الافلاس ومن الممكن معالجته وايجاد الحلول المناسبة له. وتكمن المعالجة في تقديم تنازلات طوعية من قبل الدائنين او في اعادة تنظيم الشركة بهدف اعادة تأهيلها وتمكينها من استعادة مركزها المالي، هذا اذا كانت الافاق المستقبلية للشركة تبشر بالخير، اما اذا كان مستقبل الشركة قاتماً ولا امل في ان تحقق اي ربح ، فإن الحل يكون بتصفية الشركة.

### • أسباب تسويقية؛ من أهم بؤادر هذه الاسباب ما يلي؛

- صغر حجم السوق المحلي.
  - اغراق السوق بالمنتجات الاجنبية.
  - ارتفاع تكايف التسويق.
  - ضعف الاهتمام بدراسات الجدوى.
  - وجود معوقات تنظيمية تخص البحوث التسويقية.
  - انشغال مدير التسويق في اعمال البيع دون اعمال المراقبة والتحليل.
  - الفشل في تقدير حجم المبيعات والارباح المتوقعة.
- اسباب فنية وإنتاجية؛ ومنها بشكل خاص ظهور عيوب فنية في البضاعة المنتجة نتيجة عدم مراعاة قواعد التوحيد لقياس اختبارات الجودة يؤدي إلى ركود المبيعات وتراكم المخزون من الإنتاج تام الصنع، وقد يكون ذلك نتيجة؛
- وجود اخطاء في اعداد دراسات الجدوى الفنية.
  - وجود عيوب في المواد او في عمليات التشغيل.
  - استخدام وسائل تقنية غير مناسبة او ذات جودة منخفضة او غير ملائمة مع قدرات ومهارات الايدي العاملة.

○ انتاج سلع ذات جودة منخفضة تؤثر بدورها في حجم المبيعات ومن ثم في الايرادات.

### • أسباب خارجية؛ تتمثل في اسباب خارجة عن ارادة الشركة ضمن بيئتها الخارجية ومنها:

- الاتجاهات التضخمية السائدة في مستوى الاقتصاد المحلي والعالمي .
- التقلبات الحادة في أسعار الصرف.

- التغيرات السوقية والتقنية المتسارعة وضعف قدرة الشركة في مواجهتها.
- السياسات الاقتصادية المتمثلة بالقرارات الحكومية في تحديد حجم الضرائب والرسوم الجمركية.

### ثالثاً؛ مراحل تعثر وفشل الشركات

- **بؤادر ظهور التعثر؛** تتجلى هذه البؤادر في مجموعة مؤشرات، منها زيادة التكاليف غير المباشر وتزايد حجم المنافسة ووجود نقص في التسهيلات الائتمانية وضعف رأس المال العامل ، وفي اغلب الاحيان تحدث خسارة اقتصادية في هذه المرحلة اذ يكون عائد الأصول اقل من النسب المعتادة للشركة . وكلما تم اكتشاف هذه المشاكل مبكرا كلما تكون المعالجات أكثر فاعلية من إعادة خطة العمل واحداث التغيرات المطلوبة فيها.
- **ضعف السيولة؛** وفي ذلك وجود تعثر مالي ينعكس دون تمكن الشركة من مقابلة التزاماتها الجارية وحاجاتها الملحة إلى السيولة النقدية ، حتى وان كان هناك زيادة في الأصول الملموسة لديها عن التزاماتها ، أي انه من الصعب تحويل هذه الأصول الى سيولة في المدى القريب ومن ثم ستلجأ الشركة الى الاقتراض لمواجهة التزاماتها. وهنا من الممكن ان لا تحدث خسارة اقتصادية في هذه المرحلة وقد تستمر هذه المرحلة ليوم واحد فقط أو لعدة شهور، ولكن الخطورة في استمراريتها دون معالجات سريعة وجذرية.
- **الإعسار المالي؛** تعكس هذه المرحلة ضعف قدرة الشركة في الحصول على الاموال اللازمة لتغطية ديونها المستحقة ويمكن وضع معالجات لهذه المرحلة تتمثل بأجراء تعديل في السياسات المالية المتبعة والعمل في اصدار اسهم اضافية او سندات. أما في حالة عدم ايجاد الحلول فإن الأزمة ستنتقل الشركة الى مرحلة الاعسار الكلي.
- **الفشل الكلي (الأفلاس)؛** تعد هذه المرحلة نقطة حرجة في حياة الشركة، إذ لايمكن للشركة تجنب الاعتراف بالفشل، وفي هذه المرحلة تتجاوز الالتزامات الكلية قيمه أصول الوحدة ويصبح الفشل الكلي حالة إفلاس للشركة باعتماد الخطوات القانونية. وهناك مجموعة من المؤشرات التي تقيس احتمالية افلاس الشركة منها؛
  - انخفاض حجم الربحية وتدهورها لفترات متلاحقة.

- عدم قدر الشركة على المنافسة.
  - اختلال هيكل رأس المال وكبر حجم الرافعة المالية.
  - ضعف الرقابة في حجم رأس المال العامل.
  - عدم دقة السياسات المحاسبية المتبعة.
  - تأخر اعداد الحسابات الختامية مما يؤثر في معرفة وضع الشركة الحقيقي.
- **أعلان الإفلاس والتصفية؛** وهي النتيجة النهائية لفشل المشروع وما يترتب عليه من تأثيرات قانونية و اقتصادية عديدة لحماية حقوق الدائنين، منها إنهاء الكيان القانوني للمشروع، وتحمل المساهمين لخسائر مالية بالإضافة إلى التأثيرات السلبية في مستوى الاقتصاد الوطني.

#### رابعاً؛ آليات في معالجة الشركات المتعثرة

ان تقوم الجهات الرقابية ذات العلاقة، مثلاً: دائرة مراقبة الشركات وهيئة الاوراق المالية، بالتعاون مع الخبراء ذوي الخبرة والاختصاص لدراسة الاسباب التي ادت الى التعثر وايجاد الحلول المناسبة للخروج من ذلك وانقاذ الكثير من المساهمين، وتحميل الامر للاشخاص المتسببين: رئيس واعضاء مجلس الادارة والمدراء الرئيسيين في الشركة ومدققي الحسابات الخارجي و الداخلي، لاسيما هناك قوانين تلزمهم بتحمل الضرر المادي والجزائي وتفعيل النصوص القانونية بعدم جواز من تثبت ادانته بتولي عضوية مجلس الادارة او مدير للشركة مستقبلاً، وبذلك يفترض؛

1. ان تكون هناك حلول جذرية وليست وقتية او مرحلية، فمثلاً يمكن ان يكون هناك تعديل لقانون الشركات في فسخ المجال للجهات الرقابية لفرض اندماج الشركة المتعثرة مع شركة اخرى بعد دراسة الجدوى الاقتصادية لها اسوة بقانون البنوك والتأمين.
2. وضع رقابة اكثر فاعلية على المضاربة بالبورصة وخاصة الاشخاص المتسببين بالخسائر وتعثر الشركات .
3. تفعيل قوانين وانظمة لوضع حد لتلاعب وتضارب المصالح والتركيز على الافصاح دون ابطاء.

4. زيادة الوعي الاقتصادي بأقامة الندوات ووضع آليات محفزة للمشاركة، من خلال عرض المشكلات الاقتصادية واسباب تعثر الشركات وتعريف المساهم بحقوقه وتحفيزه على حضور اجتماعات الهيئات العامة وممارسة حقه في النقاش والاستفسار واختيار اعضاء مجلس الإدارة.

5. تفعيل قواعد الحوكمة وتنويع خبرات اعضاء مجلس الإدارة.

6. التركيز بشكل كبير على ملاحظات المدقق الداخلي وقرارات لجنة التدقيق المنبثقة عن مجلس الادارة.

ان كل ماورد في اعلاه، هي اجراءات تدخل فيما يطلق عليه بـ "إعادة تنظيم الشركات"، في محاولة لتجاوز حالة الافلاس التي يمكن ان تقع فيها الشركة إذا لم تتخذ الاجراءات الضرورية في تفعيل عمل الشركة واعادة الحياة لها، منها على سبيل المثال لا الحصر:

● **إعادة الهيكلة المالية:** في العمل على تحقيق هيكل مالي فاعل وذلك من خلال الأدوات

التالية:

\*تحويل جزء من الدين إلى مساهمات.

\*إطفاء بعض الديون أو الفوائد.

\*إعادة جدولة للديون.

● **التدوير:** هدف إدخال الشركة في حالة التدوير هو تحقيق الحد الأدنى المطلوب من الاستقرار المالي حتى لا تقع الشركة في مرحلة الإفلاس وذلك من خلال الأدوات التالية:

\*التشخيص.

\*المراجعة التحليلية والتحليل المالي.

\*تخطيط العمل.

\*تقييم وتحديد موجودات الشركة.

\*تحديد التزامات الشركة.



• **أجراءات إدارية-تنظيمية**، في إعادة هيكلة العمل الإداري وتحديث الهيكل التنظيمي للشركة باستمرار، وهي اجراءات وقائية تتخذها الشركة لمعالجة وضعها المتعثر ومحاولة تجاوز هذا الفشل، والتي يمكن تأشيرها في الفقرة الآتية.

## 6-2-2 إعادة تنظيم الشركات

ان اعادة التنظيم للشركات مفهوم قديم بدء يستخدم من قبل الشركات غير المتعثرة مالياً وعليه فالاجدى بالشركات المتعثرة ان تستخدم ذلك لزيادة فاعلية انشطتها وتخفيض التكاليف غير المناسبة لاعمالها واعادة هيكلة اصولها ومصادر تمويلها بالاتجاه الذي يدفعها الى تحقيق الاستقرار والنمو.

### اولاً؛ مفهوم إعادة تنظيم الشركات؛ الاهداف والمبررات

أ. **مفهوم إعادة التنظيم**؛ يعرف إعادة التنظيم بأنه عبارة عن أحداث تغيير في الهيكل التنظيمي لإدارة معينة، أو إدخال إصلاحات وتغييرات على هيكلية الإدارة وشؤون الموظفين من أجل زيادة استجابة الجهاز الإداري للمتغيرات ومن أجل تبسيط الإجراءات الإدارية وجعلها أكثر مهنية.

وهناك تعريف آخر لمصطلح إعادة التنظيم بأنه دراسة ومراجعة الهيكل التنظيمي للمنظمة، من أجل إعادة النظر في المستويات الإدارية للإدارات المختلفة في المنظمة، وتوزيع السلطات والصلاحيات والموارد المالية والبشرية على ضوء الظروف الجديدة والمتطلبات المستجدة.

ومن ذلك يتضح ان عملية اعادة التنظيم تتضمن اعادة هيكلة لرأسمال الشركة بهدف استخراج المعدل المرجح لهيكلة التمويل بأستخدام مفهوم الكلفة المرجحة للأموال؛

$$\text{الكلفة المرجحة للأموال} = (\text{كمية راس المال} \times \text{الاهمية النسبية لها})$$

وعلى ضوء هذه الكلفة يتم استبدال الاوراق المالية التي تحمل كلفة مرتفعة بأخرى ذات تكاليف منخفضة. ويعتمد قرار اعادة التنظيم على الربحية المتوقعة للشركة وبالتالي عما اذا كانت قيمة الشركة كمؤسسة مستمرة اكبر من قيمتها التصفوية .

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ولغرض تحقيق هدف اعادة التنظيم من المفروض ان تتضمن خطة اعادة التنظيم ثلاثة محاور؛

- الاول؛ اقتراح هيكل رأسمال جديد للشركة يحقق هدف تخفيض الكلفة المرجحة للاموال.
- الثاني؛ تحديد هيكل الاصول للمشروع من خلال استخدام مفهوم الاستثمار الامثل للاصول مستخدمين معيار معدل دوران الاصول.
- والمحور الاخير الثالث هي دراسة البدائل التكنولوجية المتاحة للمحافظة على قدرة الشركة على توليد الارباح، وهذا يتطلب اعداد تقديرات للمبيعات وتكاليف التشغيل المستقبلية وبالتالي تقدير الارباح الصافية المتوقعة من خلال تحديد معدل الخصم المناسب ومن ثم حساب القيمة بخصم الارباح .

ب.مبررات إعادة التنظيم: يمثل الجهاز الإداري في أي منظمة عصبها وسياجها الرئيسي، لذا فإنه من الطبيعي أن تصبح عملية إصلاحه وتقويم خدماته، وتطوير نشاطاته أمراً ملحاً وحتمياً، وهذا يعني ضرورة إعادة الهيكلة والتنظيم للجهاز الإداري في المنظمة لأسباب عديدة ومبررات متنوعة يمكن تصنيفها إلى مجموعتين:

- الأولى: مبررات متعلقة بالظروف الخارجية المحيطة بالمنظمة، ويمكن أن تكون سياسية، اقتصادية، تربوية، قانونية، تشريعية... وغيرها.
- الثانية: مبررات متعلقة بالظروف الداخلية للمنظمة وطبيعتها وأهدافها وطاقتها وإمكاناتها المتاحة، فعند تغير الأهداف أو زيادة عدد الأفراد العاملين أو إدخال التكنولوجيا الحديثة والآلات في مختلف أقسام المنظمات فإنه يقتضي بالضرورة إعادة تنظيم المنظمة.

ت. أهداف إعادة التنظيم: هناك نوعان من الأهداف؛

1. أهداف أساسية تتعلق بالمستوى التنظيمي للشركة وهي: زيادة الإنتاجية، وزيادة المبيعات، وتحسين الخدمة، وتحسين ضبط التكلفة.

2. أهداف ثانوية على مستوى الأقسام وهي: استبعاد التداخل في مجالات المسؤولية، وتعظيم استغلال مهارات العاملين، وإنشاء الوحدات الوظيفية المحددة، وتطوير العاملين في الإدارة المتوسطة، ولا مركزية إجراءات اتخاذ القرارات.

ثانياً؛ المشاكل والمخاطر التي تثيرها عملية إعادة التنظيم؛ يمكن تشخيص ذلك بما يلي؛  
- تغير العلاقات المتعارف عليها والمستقرة بين أعضاء التنظيم، إذ أن مجرد تغيير في القديم المألوف بالجديد منها غير المعروف، لابد وأن يثير بعض الاستياء أو على الأقل التردد والحذر في الاستجابة لهذه التغييرات.  
- تزداد المشاكل إذا ما أدت عملية إعادة التنظيم إلى حركة تغير ونقل في المناصب أو تعديل في حجم السلطات أو الاختصاصات أو المسؤوليات.  
- الحاجة إلى الوقت إذ لا يتوقع أن تحقق عملية إعادة التنظيم بنتائجها الإيجابية على نحو سريع، إذ لابد من مرور وقت كافٍ من أجل ذلك.  
- قد ينتج عن إعادة التنظيم خلق حالة جديدة من عدم التوازن خصوصاً إذا ما كانت التعديلات المطلوب إدخالها ذات تأثير على التنظيم، كما قد تسبب بعض التوتر في نفوس أفراد التنظيم تدفعهم إلى مقاومة التغيير.

### ثالثاً؛ مبادئ وأسس الهيكل التنظيمي

- تطبيق اللامركزية في التنفيذ عن طريق تفويض السلطة، بحيث يفوض رئيس مجلس الإدارة/المدير العام ما يريد تفويضه من صلاحيات إلى نائب المدير العام والموظفين وكذلك يفوض نائب المدير العام والمدراء صلاحياتهم إلى المستويات الأدنى.  
- التنسيق الأفقي بين الدوائر والأقسام.  
- تطبيق مبدأ وحدة القيادة بحيث يكون للمرؤوس قائد أو رئيس واحد محدد.  
- يجري وصف وظيفي لكل وظيفة تبين واجبات وصلاحيات ومسؤوليات كل مدير ورئيس وموظف وعامل.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- يمكن دمج وظيفة مدير المبيعات والتسويق ضمن دائرة المدير التجاري ويمكن دمج وظيفة المدير المالي مع المدير الإداري والعمل على تقليص عدد العاملين من مدراء ورؤساء وفنيين وعمال وضغط النفقات والمصاريف الزائدة.
- تفرغ أسماء العاملين والمحليين على الهيكل التنظيمي و أشغال الشواغر وتقليص الفائضين تدريجياً.
- يتم دراسة تنظيم كل دائرة وكل قسم على حدة ودراسة مستنداتها ونماذجها وتطويرها وعلاقتها مع أقسام الشركة، ويفضل استخدام التقانات الحديثة: الحاسوب وملحقاتها.
- البت في العطاءات مباشرة من رئيس مجلس الإدارة/ المدير العام أو نائب المدير العام أو مدير العمليات والمشاريع باعتباره مقرر العطاءات والمناقصات ويتم تشكيل لجان التسعير والعطاءات والمناقصات والتخطيط ورسم السياسات بقرار من رئيس مجلس الإدارة/ المدير العام.
- تقليص عدد المدراء والموظفين والعاملين إلى أقصى حد ممكن عن طريق دمج الوظائف.

### رابعاً؛ مقومات نجاح إعادة تنظيم الشركات

يخشى التنفيذيون والموظفون غالباً من تعبير إعادة تنظيم الشركات، كما هو معروف. وهناك عدة أسباب لهذا الخوف، أهمها الإخفاق في إشراك العاملين في إعادة التنظيم، وهي من أكبر الأخطاء التي تقع فيها الشركات. وبهدف خطوات جادة في عملية إعادة التنظيم لا بد من؛

- **اعتماد مبدء المشاركة مع الآخرين** من اصحاب المصالح المشتركة مع الشركة ( Stakeholders)، ولكن قبل ذلك لا بد وان تتجلى هذه الشراكة مع موظفي الشركة ذاتها، اصحاب المصلحة الحقيقية من اعادة التنظيم، عن طريق فتح الحوار وتبادل الافكار معهم من وقت لآخر، مع الإيضاح والمشاركة التي تشمل الجميع في عملية إعادة التنظيم ذاتها، أي اعتماد مبدء الشفافية في الاجراءات المتخذة.

- استمرارية التواصل مع الموظفين، أكثر مما يحدث في الظروف العادية، ويقول الخبراء إن تلك الاتصالات مهمة جداً تقوم على احترام العاملين واخبارهم بما يجري، وما سيحدث وتوقيت حدوثه. ومن الضروري ان يتكرر هذا الاتصال لأكثر من مرة واحدة، إذ لا بد من الاستمرار في التواصل، حتى بشأن الأمور التي سمع الموظفون عنها بالفعل، ويجب التواصل مع الذين يحتمل أن يفقدوا وظائفهم وغيرهم الذين لا يحتمل أن يحدث لهم ذلك على السواء.
- الوضوح والشفافية فيما سيجري على إعادة التنظيم من اجراءات تتعلق بعمل الموظفين. ولقد اثبتت التجارب ان معظم الموظفين يغلب عليهم طابع القلق والاكتئاب من نتائج إعادة التنظيم، وخاصة فيما يتعلق باستمرارية عملهم من عدمه. وهنا يفترض بالادارة إزالة مثل هذا التوتر عن طريق المكاشفة واطهار حقائق إعادة التنظيم بعيدا عن الغموض والاختفاء، في توضيح ما سيحدث ومتى يحدث.

### 6-3 أفلاس وتصفية الشركات

الإفلاس وتصفية الشركة (Bankruptcy) هو تعبير يصف الوضعية القانونية التي يوجد عليها شخص طبيعي (فرد) أو معنوي (شركة) مدين بالمال لأطراف أخرى (موردون، مصارف، إدارة الضرائب...) لكنه متوقف عن سداد ديونه أو عاجز عن الوفاء بالتزاماته المالية تجاه دائنيه، مما يدفع هؤلاء الدائنين اللجوء الى التنفيذ على امواله بطلب أشهر أفلاسه.

وكلمة الأفلاس في اللغة مأخوذة من النص اللاتيني Falleire والتي تعني نكول الدائن لدائنيه، أي الانتقال من حالة اليسر الى حالة العسر.

### 6-3-1 مفهوم افلاس الشركات

يعرف الإفلاس بأنه إعلان الشركة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها أمام الدائنين، وحينها تقوم بتصفية كل أملاكها وحساباتها البنكية لتسدّد أكبر قدر ممكن من هذه الالتزامات، ثم تخرج من سوق العمل. وفي حال نتج فائض من بيع الأصول بعد استكمال سداد الالتزامات كافة، فإنه يوزّع على المساهمين.

ويحدث الإفلاس في الشركات جراء الاقتراض لعدم توافر السيولة الكافية، مع إمكانية تسديد هذه الالتزامات في موعدها المحدد عندما تبدأ مرحلة جني العوائد، لكن عندما لا يكون العائد المتوقع كافياً، بحيث يغطي التزامات الشركة، تضطر الشركة إلى تصفية بعض من أملاكها لتسديد تلك الالتزامات، فإذا لم تكف تلك الأملاك للتسديد، تعلن الشركة حينئذ إفلاسها. ويتم اعلان الافلاس ايضا عن جهات قانونية خاصة او محاكمة ذات علاقة.

ويعرف الإفلاس على أنه عملية يتم القيام بها ضمن القانون تُمكن الأشخاص أو الكيانات الأخرى التي لا يوجد لديها القدرة على تسديد ديونها للدائنين الطلب على الإعفاء من بعض ديونها أو كلها. وغالباً مايفرض الإفلاس بأمر من المحكمة والجهات القضائية ذات العلاقة

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

بعد أن يبدأ بها المدين، وبالمقابل يتم منح الدائنين الفرصة للحصول على قدر من السداد لأصول الأفراد أو الشركات المعلنة للإفلاس<sup>(120)</sup>.

ويعد الإفلاس آخر الحلول التي يمكن للشركات القيام بها، على الرغم من تقديمه للعديد من الميزات، مثل: المساعدة على الإعفاء من الالتزام القانوني في دفع الديون وبالتالي يعمل ذلك على إنقاذ الأعمال مالياً. إذ إن الهدف الأساسي للإفلاس هو حماية مصالح الدائنين وتحقيق مبدأ المساواة عند تساوي المراكز القانونية بينهم. وهناك ثلاث أنواع رئيسية للإفلاس<sup>(121)</sup>؛

- **المفلس الحقيقي**؛ هو العمل ضمن راس مال معلوم وكاف ضمن القوانين القائمة، وبما يمنحه صفة الشركة، بما في ذلك امتلاك دفاتر منظمة، وتعرض راس المال هذا الى خسارة مفاجئة او الى الحرق او الغرق أو اي احداث غير متوقعة، فان هذه الشركة تكون أمام إفلاس حقيقي؛

- **المفلس المقصر**؛ ويحدث الإفلاس هنا عندما يكون هناك تبذير في المصاريف مع أخفاء متعمد واستمرارية العمل حتى نفاذ رأس المال، وإن وجدت دفاتر منظمة للشركة؛

- **المفلس الاحتياطي**؛ وهو أتباع اساليب التمويه والخداع في التعامل مع راس مال الشركة، كأن يقوم بتقييده ديوناً عليه بأسم آخر او يحرر به سندات بطريقة نقل الملكية أو اخفائه أو تغفيل الآخرين بأي طريقة كانت سواء كان مبذراً او غير مبذر سواء كانت له دفاتر منتظمة او لم تكن، وفي كل ذلك هو أضاعه لحقوق الآخرين، فإنه يعتبر محتالاً. ويتم إعلان الإفلاس بطريقتين:

1. توقف الشركة عن النشاط وتصفية أعمالها ( حالة تصفية الشركة).
2. إعلان الإفلاس لحماية الشركة من مطالبات الدائنين «بساد الالتزامات المستحقة على الشركة».

اما أسباب افلاس الشركات، لا تعدو ان تكون واحد او اكثر من الأسباب الآتية؛

<sup>120</sup>- Bankruptcy", www.investopedia.com, Retrieved 5-05-2020. Edited.

<sup>121</sup> - "Bankruptcy", www.en.wikipedia.org, Retrieved 5-05-2020. Edited.

- قرارات استراتيجية خاطئة
- عدم التواصل الفعال مع الزبائن والاستماع لمطالبهم.
- التلاعب بالنتائج المالية

### 6-3-2 أبعاد عملية الإفلاس

هناك ثلاثة أبعاد رئيسية لعملية إفلاس الشركات أو تصنيفاتها، وهي: البعد القانوني، والبعد المالي، والبعد الاجتماعي؛

- **البعد القانوني؛** هناك حالات للتصفية يحددها القانون وعقد تأسيس الشركة والنظام الداخلي لها. أو ان الشركة قد يتم تصفيتها للاندماج مع شركة أخرى، أو لاستحواذ شركة عليها، أو لانتفاء الغرض من تأسيسها، أو لانهاء عمرها في عقد التأسيس، وهي في هذا وذاك<sup>122</sup>؛

- اجراء قضائي من حيث تقريره وإنشاءه، في أخضاع اجراءات الافلاس الى قرار المحكمة المختصة؛ إذ ان شهر حكم افلاس المدين لا يكون الا بحكم قضائي يكشف عن حالة التوقف عن الدفع.

- اجراء جماعي فيما يترتب على حكم الافلاس على اتحاد المصالح لجماعة الدائنين ووحدة المصير والمساواة بين الدائنين، أي اجراءات جماعية بدل الفردية. بعبارة أخرى ان اجراءات الحجز على اموال المفلس واجراءات التصفية لأمواله تمهيداً لبيعها وتوزيع ثمنها على الدائنين قسمة غرماء، لا بد وان تكون جماعية.

- اجراء أو طابع جزائي حيث لا تعتبر التشريعات القانونية الإفلاس في حد ذاته جريمة يعاقب عليها المفلس إلا إذا كان مصحوباً بالتدليس أو التقصير.

- **البعد المالي؛** يتضمن البعد المالي للأفلاس حالات عدة: أولها وجود مشكلات في توفير السيولة اللازمة لمواجهة استمرار الشركة في عملها. أو أن تتعرض الشركة لإعسار

---

<sup>122</sup>-What Are the Causes of Business Bankruptcy?,-  
www.smallbusiness.chron.com, Retrieved 5-05-2020. Edited.



مالي، بمعنى أن التدفقات النقدية التي تنتج عن العمليات التشغيلية تكون أقل من الالتزامات طويلة الأجل على الشركة مثل أقساط القروض البنكية ومستحقات الموردين.

• **البعد الاجتماعي؛** ان افلاس الشركات يمس مصالح المجتمع الاقتصادية، إذ ان افلاس المشروع تترتب عليه آثار ومخاطر كبيرة على العاملين في المشروع والمتعاملين معه، وينعكس ذلك في التأثير على العمل، وما يترتب على ذلك من مشكلة البطالة في المجتمع.

### 6-3-3 نماذج في قياس أفلاس الشركات

قام الباحثون باستخدام بعض النسب المالية بصورة فردية للتنبؤ بالفشل المالي وازداد الاهتمام بهذا الموضوع في الولايات المتحدة الامريكية منذ بداية ستينات القرن الماضي، وبدون التوغل في تفاصيل هذه الجهود، كانت هناك مجموعة نماذج خضعت الى دراسات تطبيقية للتنبؤ بالشركات المتعثرة او تلك التي في طريقها الى الافلاس المالي<sup>(123)</sup>، و من هذه النماذج الاكثر شهرة هي؛ نموذج (Altman) و نموذج (Kida).

<sup>123</sup> - هناك العديد من المصادر حول نماذج في التنبؤ بفشل الشركات، سواء في كتب الادارة المالية او في اي مصادر حول التحليل المالي للشركات. ويمكن الاشارة الى بعض البحوث العلمية منها على سبيل المثال لا الحصر؛

- رمو، وحيد محمود، الوتار، سيف عبد الرزاق احمد؛ " استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة تطبيقية على بعض الشركات"، مجلة تنمية الرافيدين ع (100) م 2010/32، كلية الادارة والاقتصاد-جامعة الموصل، 9-29.

- الموسوي، أمير خليل علي، " اختبار وتحليل نماذج للتنبؤ بالفشل المالي للشركات - بحث تطبيقي لعينة من شركات الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من "2007 - 2011"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، م10، ع39، كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة كربلاء ص256-275، 2014.

- حمه أمين، عثمان عبد القادر، وآخرين، " أهمية التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر والفشل المالي للشركات المساهمة؛ دراسة ميدانية في مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار"، مجلة جامعة التنمية البشرية / العدد (3)-السليمانية/العراق، 2016، ص188-215.

### اولاً؛ نموذج آلتمان – Altman Model

أستخدم آلتمان عام 1968، عينة مكونة من (66) شركة صناعية قسمت الى (33) شركة فاشلة و (33) شركة غير فاشلة، متماثلة في نوع الصناعة وحجمها. وأختبر هذه العينة بـ (22) نسبة مالية أستخرجت من القوائم المالية للشركات للسنة الأولى قبل أفلاسها بأستخدام التحليل التمييزي الخطي المتعدد المتغيرات وتوصل الى أنتقاء (5) نسب مالية اعتبارها أفضل النسب المميزة للأداء، والتي يمكن ان تنتبأ بالفشل ووضعها بصيغة معادلة وكما يلي؛

$$Z = 1.2 (X_1) + 1.4(X_2) + 3.3(X_3) + 0.6(X_4) + 1.0(X_5)$$

حيث أن؛

- $X_1$  راس المال العامل / أجمالي الموجودات أو الأصول..... (مؤشر النشاط)  
 $X_2$  الأرباح المحتجزة والأحتياطيات / أجمالي الموجودات... (مؤشر الاداء الإداري)  
 $X_3$  الأرباح قبل الفوائد والضرائب / أجمالي الموجودات..... (مؤشر الربحية)  
 $X_4$  القيمة السوقية لحقوق (الملكية) المساهمين / أجمالي الموجودات... (مؤشر الرفع المالي)  
 $X_5$  اجمالي المبيعات / أجمالي الموجودات ..... (مؤشر دوران الأصول)

أما المعاملات (1.2، 1.4، 3.3، 0.6، 1) فهي تمثل أوزان المتغيرات الدالة، حيث تعبر عن الأهمية النسبية لكل متغير أعتماداً على ما تستخدمه الشركات.

وتمثل (Z) قيمة المعادلة، وتقارن مع المعايير التي وضعها Altman ، وكما يلي:

○ الشركة التي يقل فيها (Z) عن (1.81) تعد شركة فاشلة، لكون أدائها ضعيف؛

$$Z < (1.81) \longrightarrow \text{شركة فاشلة}$$

○ الشركة التي يزيد لديها (Z) عن (2.99) تعد شركة غير فاشلة على المدى القريب،

لأن أدائها كان جيد؛

$$Z > (2.99) \longrightarrow \text{شركة غير فاشلة}$$

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

○ الشركة التي يكون لديها ( $Z$ ) بين القيمتين أعلاه؛ يكون أدائها متوسط أو يصعب التنبؤ بشأن فشلها؛

$$2.99 > Z > 1.81 \leftarrow \text{شركة أدائها متوسط}$$

اما تفسيرات متغيرات المعادلة اعلاه، فهي كما يلي:

-  $X1$  : مؤشر النشاط؛ رأس المال العامل إلى مجموع الموجودات؛ صافي رأس المال العامل والذي هو الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة، وقياس هذا المؤشر حجم الموجودات السائلة الفائضة بعد تغطية خصومها أو التزاماتها قصيرة الأجل، فكلما ارتفع هذا المؤشر دل ذلك على مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية والعكس صحيح في حالة انخفاض هذا المؤشر.

$$X1 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}}$$

-  $X2$ : مؤشر الاداء الإداري؛ الأرباح المحتجزة إلى مجموع الموجودات؛ يقيس هذا المؤشر كفاءة إدارة الشركة على تمويل موجوداتها باستخدام جزء من مواردها الذاتية المتمثل في الأرباح المحتجزة، وهو يرتبط بسياسة الإدارة في توزيع الأرباح . وكلما ارتفع هذا المؤشر دل ذلك على زيادة اعتماد الشركة على مواردها الذاتية في تمويل الموجود، أما إذا كان هذا المؤشر منخفض فإن ذلك يدل على زيادة اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها من الموجودات.

$$x2 = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Total Assets}}$$

-  $X3$ : مؤشر الربحية؛ الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الموجودات يقيس درجة اعتماد الشركة في تشغيل موجوداتها لتحقيق الأرباح، فكلما ارتفع هذا المؤشر دل على الكفاءة التشغيلية في استغلال الموجودات، والعكس في حاله انخفاضها.

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

- **X4 : مؤشر الرفع المالي؛** القيمة السوقية لحقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات يعبر هذا المؤشر عن المدى الذي يمكن أن تتخفف فيه موجودات الشركة مقومة بمجموع الديون والقيمة السوقية لأسهمها، فكلما كان اتجاه هذا المؤشر في الارتفاع دل ذلك على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي يضعف تعرضها للفشل المالي والعكس صحيح في حالة انخفاض هذا المؤشر.

$$X4 = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Total Liabilities}}$$

- **X5 : مؤشر دوران الأصول؛** المبيعات إلى مجموع الموجودات؛ يطلق عليه أحياناً معدل دوران الموجودات، ويقيس مدى كفاءة الإدارة في استخدام موجوداتها من أجل تحقيق الإيرادات، فإذا كان هذا المؤشر مرتفع يدل على الاستخدام الفعال للطاقة الإنتاجية المتاحة، أما إذا كانت منخفضة فيدل على عدم استغلال الأصول الثابتة بكفاءة وينتج عنه احتمال التعرض للفشل المالي.

$$X5 = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

مثال/ اليك البيانات الآتية لشركة مريم؛

اجمالي الموجودات 570000، صافي راس المال العامل 86000، الأرباح المحتجزة والاحتياطيات 127000، أرباح قبل فرض الضرائب 280000، القيمة السوقية لحقوق المساهمين 115000، المبيعات 599000، اجمالي المطلوبات 570000.

المطلوب: بيان مدى فشل او نجاح الشركة من خلال نموذج Altman

الحل/

نستخرج متغيرات نموذج Altman، وكما يلي:

$$0.18 = [(86000) \div (570000)]1.2 = X_1$$

$$0.31 = [127000 \div 570000]1.4 = X_2$$

$$1.62 = [280000 \div 570000]3.3 = X_3$$

$$0.12 = [115000 \div 570000] 0.6 = X_4$$

$$1.05 = [599000 \div 570000] 1 = X_5$$

$$Z = 0.18 + 0.31 + 1.62 + 0.12 + 1.05 = 3.28$$

أذن؛ اداء الشركة جيدة (غير فاشلة) على المدى القريب.

**انتقادات النموذج؛** وجهت انتقادات كثيرة على هذا النموذج منها:

- أنه يطبق فقط على الشركات المساهمة العامة الصناعية؛
- أنه يعطي أهمية كبيرة لنسبة المبيعات إلى إجمالي الموجودات وهذه النسبة تختلف أهميتها باختلاف الصناعات.

**تطوير النموذج ؛**

على ضوء الانتقادات اعلاه، سعى آلتمان في عام 1995، الى تطوير نموذجه السابق، في الاعتماد على أربعة مؤشرات بأوزان ترجيحية مختلفة للتنبؤ بحدوث الإفلاس في الشركات غير الصناعية، بعد ان حذف معدل دوران الأصول ( $X_5$ ) لتقليل الأثر الصناعي المحتمل، مع تغير في معاملات المتغيرات المعتمدة، على وفق المعادلة الآتية؛

$$Z = 6.5 (X_1) + 3.26 (X_2) + 1.05 (X_3) + 6.72(X_4)$$

وعندما تكون قيمة (Z)؛

- ❖  $2.9 < (Z)$  ..... فان النموذج يتوقع ان الشركة لن تفشل
- ❖  $1.23 > (Z)$  ..... فان النموذج يتوقع ان الشركة تفشل
- ❖ عندما تقع (Z) بين 2.9 و 1.23 ..... فان النموذج لا يستطيع ان يحكم بشكل دقيق على احتمالية فشل او عدم فشل الشركة.

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

مثال/2

2020	2019	المتغيرات المستقلة
25163270277	28563147520	راس المال العامل
580125543187	557540022098	اجمالي الموجودات = اجمالي المطلوبات
10075460869	12230702069	الارباح قبل الفوائد والضريبة
726000000000	1430000000000	القيمة السوقية لحقوق الملكية
8195965471	110000000000	الارباح المحتجزة
84098352240	75547204715	الالتزامات طويلة الأجل

المطلوب؛ بيان موقف الشركة خلال السنتين باعتماد نموذج آلتان ؟

الحل

وفق نموذج آلتان Altman؛

$$(2019)X_1 = \frac{28563147520}{557540022098} = 0.0512$$

$$(2020)X_1 = \frac{25163270277}{580125543187} = 0.0434$$

$$(2019)X_2 = \frac{110000000000}{557540022098} = 0.0197$$

$$(2020)X_2 = \frac{8195965471}{580125543187} = 0.1412$$

$$(2019)X_3 = \frac{12230702069}{557540022098} = 0.0219$$

$$(2020)X_3 = \frac{10075460869}{580125543187} = 0.0174$$

$$(2019)X_4 = \frac{1430000000000}{75547204715} = 1.89286$$

$$(2020)X_4 = \frac{726000000000}{84098352240} = 0.86327$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

تطبيق النموذج؛ 2019؛

$$Z = 6.5(0.0512) + 3.26(0.0197) + 1.05(0.0219) + 6.72(1.89286) \\ = 13.14001$$

تطبيق النموذج 2020؛

$$Z = 6.5(0.0434) + 3.26(0.1412) + 1.05(0.0174) + 6.72(0.86327) \\ = 6.5619$$

التعليق؛ عند مقارنة قيمة (Z) للسنتين أعلاه، مع القيمة الفاصلة لنموذج Altman وهي (2.99)، فإن هاتين القيمتين هما الأكبر وهذا يدل على ان الشركة او المصرف في أمان ولن تتعثر او تفشل.

والجدير بالذكر إن Altman قام بتطوير وتحديث نموذجه أكثر من مرة خلال السنوات، 1977، 1994، 2002، 2004، 2010، 2014. في حين إنه لم يتم تحديث أي من النماذج الأخرى المهمة

### ثانياً؛ نموذج كيدا – Kida Model

من النماذج الكمية المهمة للتعقب بالفشل المالي نموذج " كيدا" عام 1980-1981 ، والذي أعتمد فيه على أهم خمس متغيرات مستقلة من النسب المالية تشمل كل جوانب الأداء التشغيلي في الشركات، وكما يلي؛

$X_1$  ؛ صافي الربح بعد الفوائد والضرائب / أجمالي الموجودات (مؤشر الكفاءة المالية)

$X_2$  ؛ مجموع حقوق الملكية (المساهمين) / أجمالي المطلوبات (مؤشر الاستحقاق المالي)

$X_3$  ؛ الموجودات السائلة / المطلوبات او الالتزامات المتداولة (مؤشر المديونية)

$X_4$  ؛ المبيعات (الإيرادات) / أجمالي الموجودات (مؤشر دوران الأصول)

$X_5$  ؛ اجمالي النقدية / أجمالي الموجودات (مؤشر السيولة المالية)

وتكون صيغة المعادلة بالمعاملات الآتية، وكما يلي؛

$$Z = 1.04(X_1) + 0.42(X_2) - 0.461(X_3) + 0.463(X_4) + 0.271(X_5)$$

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

وتعد احتمالات الفشل مرتفعة عندما تكون قيمة (Z) سالبة ، وكلما اتجهت نحو الموجب كلما زادت الشركة استقراراً. وقد أثبت هذا النموذج قدرة تنبؤية بحالات الفشل تصل الى (90%) قبل سنة من حدوث الأفلاس.

وتتمثل متغيرات هذا النموذج بالآتي:

– **X1 : صافي الأرباح قبل الضرائب إلى مجموع الموجودات؛** يقيس معدل الأرباح الصافية التي تحققها الشركة عن كل دولار مستثمر في الموجودات قبل سداد كل من الفوائد والضرائب ودخل أرباح الأعمال، فإذا كان هذا المؤشر مرتفع فإن وضع الشركة جيد، والعكس صحيح في حالة انخفاض هذا المؤشر.

– **X2 : مجموع حقوق الملكية إلى المطلوبات؛** يعتبر مؤشر لكفاية حقوق الملكية في تغطية الالتزامات المالية المستحقة على الشركة، وأن ارتفاع هذا المؤشر يعتبر دليل على مقدرة الشركة على الوفاء بديونها وبالتالي يقل احتمالية تعرضها للفشل المالي، أما إذا كان هذا المؤشر منخفض فيعتبر دليل على عدم مقدرة الشركة على الوفاء بديونها وبما يؤدي إلى احتمالية تعرضها للفشل المالي.

– **X3: الموجودات السائلة إلى المطلوبات المتداولة؛** يقيس مدى مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل من خلال مجموع موجوداتها النقدية وشبه النقدية، وكلما ارتفع هذا المؤشر دل على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل، وكلما انخفض هذا يعني أن الشركة غير قادرة على الوفاء بتلك الالتزامات (الديون) مما يجعلها عرضة للفشل المالي. وأن النسبة النمطية للسيولة السريعة هي (1:1) أي ينبغي أن تكون قيمة الموجودات النقدية وشبه النقدية المتساوية لقيمة الخصوم المتداولة.

– **X4: الإيرادات (المبيعات) إلى مجموع الموجودات؛** يقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال موجوداتها لتوليد الإيرادات.

– **X5 : النقدية إلى مجموع الموجودات؛** يقيس حجم النقدية المتاحة للشركة مقارنة بإجمالي استثماراتها في الموجودات، وأرتفاع هذا المؤشر يعتبر دليل على توفر السيولة اللازمة للوفاء بالالتزامات المالية المستحقة عليها وبالتالي ينعدم تعرض الشركة للفشل



الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

المالي، أما إذا انخفض فإنه يعتبر مؤشر على عدم توفر السيولة لدى الشركة للوفاء بديونها مما يؤدي إلى احتمال تعرضها للفشل المالي.

**مثال/**

نفترض توفر البيانات الآتية عن إحدى الشركات:

السنة	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$X_5$
2018	0.02099	0.11214	0.63806	0.07262	0.85677
2020	0.01487	0.15248	0.59281	0.07005	0.98569

المطلوب، بيان موقف الشركة خلال السنتين أعلاه اعتماداً على نموذج كيدا (Kida) ؟

**الحل/**

❖ سنة 2018

$$\begin{aligned}
 Z &= 1.04(X_1) + 0.42(X_2) - 0.461(X_3) + 0.463(X_4) + 0.271(X_5) \\
 &= 1.042(0.02099) + 0.42(0.11214) - \\
 &\quad 0.461(0.63806) + 0.463(0.07262) + 0.271(0.85677) \\
 &= 0.02187 + 0.04709 - 0.29415 + 0.03362 + 0.23218 \\
 &= 0.04061 \quad \text{موجب}
 \end{aligned}$$

بما ان النتيجة لقيمة (Z) موجبة ... أذن الشركة في أمان ... ادائها جيد (غير فاشلة)

❖ سنة 2020؛

$$\begin{aligned}
 &= 1.042(0.01487) + 0.42(0.15248) - \\
 &\quad 0.461(0.59281) + 0.463(0.07005) + 0.271(0.98569) \\
 &= 0.01549 + 0.06404 - 0.27328 + 0.03243 + 0.26712 \\
 &= 0.1058 \quad \text{موجب}
 \end{aligned}$$

بما ان النتيجة لقيمة (Z) موجبة ... أذن الشركة في أمان ... ادائها جيد (غير فاشلة)  
خلال هاتين السنتين الشركة جيدة ولن تتعثر او تفشل

انتهى بعونه تعالى

نيسان / 2021

الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني  
الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	الأدوات المالية المتداولة	1
64	أوجه المقارنة بين الأسهم العادية والممتازة	2
87	مقارنة بين آذونات وسندات الخزينة	3
90	مقارنة بين الأسهم والسندات	4
215	المقارنة بين الأسواق المالية والنقدية	5
273	حركة الاسعار في جلسات تداول لورقة مالية	6

الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
251	حركة الأسهم بموجب نظرية DOW	1
257	دلالات الشموع اليابانية	2
257	قراءة أسعار الشموع اليابانية	3
262	تحركات الشموع اليابانية	4

المخططات

رقم الصفحة	عنوان المخطط	رقم المخطط
16	تصنيف الأسواق المالية	1
26	أسواق المال	2
54	أنواع الأسهم	3
200	الريبو والريبو المعاكس	4
338	مسار تعثر الشركات وتصفية وجودها	5

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

### المصادر العربية

- ابراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي/معهد السياسات الاقتصادية، 2010.
- أحمد صالح عطية ، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، 2003 .
- احمد محمد غريب، " مدخل محاسبي مقترح لقياس والتنبؤ بتعثر الشركات"، دراسة ميدانية في شركات قطاع الأعمال العام جمهورية مصر العربية"، مجلة البحوث التجارية، م 23، ع 1، جامعة الزقازيق، 2001.
- ارشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، عمان /الأردن، 2010.
- أكرم ياملكي، "الأوراق التجارية والعمليات المصرفية"، دار الثقافة، عمان/الأردن، 2009.
- أمير خليل علي الموسوي، " اختبار وتحليل نماذج للتنبؤ بالفشل المالي للشركات - بحث تطبيقي لعينة من شركات الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من "2007 - 2011"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، م10، ع39، كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة كربلاء .
- بندق طه، كمال مصطفى، وائل أنور، الأوراق التجارية ووسائل الدفع الالكترونية الحديثة، دار الفكر الجامعي، 2007، الإسكندرية.
- حسن عطا غنيم ، "المشتقات المالية"، ملتقى: تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية/ ورشة عمل إدارة أسعار الصرف، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ/ مصر، 6-10 مارس/2005.
- حياة زيد؛ "دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية؛ الأردن، السعودية، وفلسطين"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير/قسم العلوم الاقتصادية، بسكرة /جامعة محمد خيضر-بسكرة/ الجزائر، 2015.
- دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2015.
- دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري، عمان/الأردن، 2009.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الأدوات والتحليل المالي

- سالم محمد عبود، "الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية"، دار الدكتور للعلوم الاقتصادية والإدارية، بغداد، 2014.
- سميحة القليوبي، "الأوراق التجارية"، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1999.
- طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية/ بيروت، 1998.
- طارق عبد العال حماد ، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2000.
- طلال محمود كداوي ؛ "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار ابن الأثير للطباعة والنشر/جامعة الموصل، 2009.
- عبد العزيز فرج محمد موسي، "أحكام المتاجرة بالهامش دراسة فقهية مقارنة"، كلية الشريعة والقانون بالقاهرة، 2013.
- عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 2007.
- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "دراسات الجدوى التجارية و الاقتصادية و الاجتماعية مع مشروعات BOT"، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 .
- عبد الكريم بعداش، "الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996 - 2005"، الجزائر: جامعة الجزائر.
- عثمان عبد القادر آمين، وآخرين، " أهمية التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر والفشل المالي للشركات المساهمة ( دراسة ميدانية في مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار )"، مجلة جامعة التنمية البشرية، ع/ 3، السليمانية/العراق، 2016.
- عدنان تابه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية، عمان/الأردن، 2009.
- عمرو هشام محمد ، "أخذ القرارات الاستثمارية في القطاع المالي"، مكتبة دار طلاس/دمشق، 2010.
- عيسوي سهام ، "مخاطر المشتقات المالية وإدارتها"، مجلة الاقتصاد والتنمية؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة/الجزائر، ع 20 جانفي 2014.
- فرج عبد العزيز عزت ، "اقتصاديات البنوك؛ الصناعة المصرفية والمالية الحديثة"، دار البيان للطباعة، القاهرة، 2002.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكفاني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- كامل كاظم بشير الكفاني، " تقييم قرارات الاستثمار : الجزء الاول؛ الاستثمار العيني و دراسات الجدوى" دار الدكتور للعلوم الاقتصادية والادارية، بغداد، 2020.
- محمد أحمد عبد النبي، "الاسواق المالية الاصول العلمية والتحليل الاساسي"، زمزم ناشرون، الاردن/عمان، 2009.
- محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض/السعودية، 2004.
- محمد عبد الله، " من النشأة الى النمو والانتشار جولة حول الصناديق السيادية ؛ الموقع الالكتروني:  
<https://hapijournal.com>
- محمد علي ابراهيم العامري، " الإدارة المالية"، جامعة بغداد/ كلية الادارة والاقتصاد، 2001.
- محمد صالح الحناوي، وآخرين، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية/مصر، 2002.
- محمود محمد الداغر، "الاسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الاردن/عمان، 2007.
- محمد مطر، " إدارة الاستثمار؛ الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان/الاردن، 2013.
- مصطفى يوسف كافي، " بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان/سوريا، 2009.
- موسى مصطفى موسى القضاة، " المتاجرة بالهامش وأثرها في إحداث الأزمة المالية العالمية من منظور شرعي"، مجلة صالح كامل للاقتصاد الإسلامي في الأزهر، 2010.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري، " إدارة الاستثمار والمحافظة الإستثمارية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان/الاردن، 2010.
- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مركز الدلتا للطباعة/الاسكندرية، 2006.
- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، " أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل للطباعة والنشر/عمان -الاردن، 1999.
- نهى خالد عيسى و اسراء قادر مظلوم، " الصك الالكتروني"، مجلة المحقق للعلوم القانونية والسياسية، ع3، س7/2015.

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- وحيد محمود رمو، سيف عبد الرزاق احمد الوتار ؛ " استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة تطبيقية على بعض الشركات"، مجلة تنمية الرافدين ع (100) م 2010/32، كلية الادارة والاقتصاد-جامعة الموصل.

### المصادر الاجنبية

- Jones, C . " Investment : Analysis & Management " 4<sup>th</sup> . ed ., N.Y , John Wiley & Sons
- Myron J. Gordon," The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation, Homewood, Illinois: Irwin, 1962.

### المواقع الالكترونية، منها؛

- [http://tohow.info/ar/pages/503898.-15 Dec.2004](http://tohow.info/ar/pages/503898.-15-Dec-2004)
- <http://investmentandfinance.org/>
- [www.traidnt.net](http://www.traidnt.net) [www.xf-ar](http://www.xf-ar)
- <https://www.facebook.com/1basispoint/posts/2715544641823680/>
- <https://trading-secrets.guru/>
- <http://www.yallaforex.net/school-yallaforex-pages/9.htm>
- <https://www.binance.vision/ar/economics/what-is-margin-trading>
- <https://www.quantumamc.com/>
- [wikipedia.org/wiki/Harry Markowitz](http://wikipedia.org/wiki/Harry_Markowitz)
- at:[http://www.performancemetrics.eu/papers/MCGJFLBM\\_SurveyPerformance\\_Bankruptcy](http://www.performancemetrics.eu/papers/MCGJFLBM_SurveyPerformance_Bankruptcy)", [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).
- "What Are the Causes of Business Bankruptcy?",
- [www.smallbusiness.chron.com](http://www.smallbusiness.chron.com).

وغيرها العديد مؤثر في متن الكتاب

## المحتويات

### المقدمة

#### الفصل الاول: أسواق الأوراق المالية ..... 5-44

##### 1-1 مفهوم الأسواق المالية، الأهمية والمكونات الأساسية ..... 9-18

1-1-1 ؛ المفهوم والأهمية والخصائص

2-1-1 ؛ أنواع و مكونات الأسواق المالية

3-1-1 ؛ عمليات التبادل في الأسواق المالية

##### 2-1 أسواق الأوراق المالية: سوق رأس المال ..... 19-29

1-2-1 ؛ مفهوم و أهمية أسواق الأوراق المالية

2-2-1 ؛ شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية

3-2-1 ؛ أنواع أسواق الأوراق المالية

أولاً؛ السوق الأولية أو سوق الإصدار

ثانياً؛ السوق الثانوي او سوق التداول

ثالثاً؛ العلاقة بين الاسواق الاولى (الاصدار) والأسواق الثانوية (التداول)

##### 3-1 سوق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) ..... 30-44

1-3-1 ؛ المفهوم والأهمية

##### 2-3-1 مكونات وآليات العمل في البورصة المالية

أولاً؛ النظام الداخلي لسوق البورصة

ثانياً؛ المتعاملون الرئيسيون في البورصة

ثالثاً؛ شروط العمل في البورصة

رابعاً؛ عمليات البورصة

خامساً؛ آليات العمل في البورصة

3-3-1 ؛ العوامل المؤثرة على البورصة

#### الفصل الثاني أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ..... 45-120

##### 1-2 الاسهم ..... 46-64

1-1-2 مدخل تعريفي

أولاً؛ مفهوم وخصائص الأسهم

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ثانياً؛ العوامل المحددة لأسعار الأسهم

ثالثاً؛ تصنيف الأسهم

أ. على أساس الشكل

ب. على أساس الحقوق والامتيازات

ت. على أساس نوع العائد المتوقع

ث. على أساس طبيعة الاعمال

2-1-2 أنواع الأسهم؛ الاسهم العادية والأسهم الممتازة

اولاً؛ الأسهم العادية

أ. قيم الأسهم العادية

ب. عوائد السهم العادي

ت. حقوق حاملي السهم العادي

ث. عيوب الاسهم العادية

ثانياً؛ الأسهم الممتازة

أ. المفهوم والمزايا

ب. خصائص الأسهم الممتازة

ت. عيوب الأسهم الممتازة

ث. أنواع الأسهم الممتازة

ثالثاً؛ المقارنة بين الاسهم العادية والاسهم الممتازة

2-2 السندات ..... 65-91

2-2-1 ماهية السند؛ الخصائص والمخاطر

اولاً؛ مفهوم السند

ثانياً؛ خصائص السند

ثالثاً؛ طريقة إصدار السند

رابعاً؛ مخاطر الاستثمار بالسندات

2-2-2 أنواع السندات

اولاً؛ سندات منشآت الأعمال

ثانياً؛ السندات الحكومية

أ. سندات الخزينة،



## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ب. آذونات الخزينة

ت. سندات الأذخار أو الاستثمار،

ث. سندات البلدية

2-3 مقارنة بين الأسهم والسندات

3-2 المشتقات المالية ..... 92-120

2-3-1 تعريف ومبررات ظهور المشتقات المالية

اولاً؛ المفهوم والاهمية

ثانياً؛ مزايا المشتقات المالية

ثالثاً؛ سوق المشتقات المالية؛ المتطلبات والمبررات

2-3-2 أنواع المشتقات المالية

اولاً؛ العقود المستقبلية

أ. أنواع العقود المستقبلية

ب. مزايا واهداف العقود المستقبلية

ت. اركان العقود المستقبلية

ثانياً؛ عقود الخيارات

أ. أنواع عقود الخيارات

ب. مقارنة العقود المستقبلية وعقود الخيارات

ثالثاً؛ عقود المبادلات

رابعاً؛ عقود الفروقات

2-3-3 مخاطر المشتقات المالية

اولاً؛ انواع مخاطر المشتقات المالية

أ. المخاطر التقليدية

ب. المخاطر الخاصة

ثانياً؛ إدارة مخاطر المشتقات المالية

الفصل الثالث؛ تقييم أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية..... 121-184

3-1 معايير تقييم الأسهم العادية ..... 121-155

3-1-1 معايير التقييم الجارية (غير المخصومة)

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

- اولاً؛ حساب كلفة الأسهم  
ثانياً؛ عائد السهم (حصة السهم من الأرباح)  
ثالثاً؛ حصة السهم من الأرباح الموزعة  
رابعاً؛ مردود السهم العادي  
خامساً؛ مضاعف سعر السهم العادي  
سادساً؛ عائد الاحتفاظ بالسهم  
سابعاً؛ القيمة الدفترية للسهم  
ثامناً؛ معدل دوران السهم العادي  
3-1-2 معايير تقييم الأسهم المخصوصة (القيمة الحالية)

- اولاً؛ خصم مقسوم الأرباح  
أ- النموذج ذو النمو الصفري  
ب- النموذج ذو النمو الثابت  
ت- النموذج ذو النمو المتغير  
ثانياً؛ نماذج نسب السعر  
أ- نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد  
ب- نسبة السعر الى التدفق النقدي  
ت- نسبة السعر الى القيمة الدفترية

3-2 معايير تقييم الأسهم الممتازة.....159-156

3-3 تقييم السندات .....184-160

3-3-1 المتغيرات الأساسية في سوق السندات

اولاً؛ التدفق النقدي المرتبط بالسندات

أ. اسعار الفائدة

ب. عوائد وقيم السند

ت. سعر بيع السند

ثانياً؛ مدة الاستحقاق

أ. مفهوم مدة الاستحقاق

ب. حساب المدة

ت. العائد حتى استحقاق السندات

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

### 3-2 قياس مخاطر السند

اولاً؛ القيمة الحالية للسند

ثانياً؛ الخصم أو العلاوة على السندات

ثالثاً؛ تأثير المتغيرات في آجال الاستحقاق وقيمة السند

### 3-3 معايير تقييم السندات

اولاً؛ احتساب كلفة السند

ثانياً؛ كوبون السند

ثالثاً؛ عائد السند: ريع أو قيمة السند

أ. المردود الجاري

ب. المردود المتوقع للسند

ت. عائد السند حين الاستدعاء

ث. عائد الاحتفاظ بالسند

رابعاً؛ سعر شراء السند

## الفصل الرابع اسواق النقد والعملات الاجنبية ..... 185-215

### 1-4 ماهية سوق النقد ..... 185-187

#### 1-1-4 ؛ مفهوم واهمية السوق النقدي

اولاً؛ مفهوم سوق النقد

ثانياً؛ أهمية سوق النقد

#### 2-1-4 خصائص الاستثمار في سوق النقد

#### 3-1-4 أصناف سوق النقد

### 2-4 أدوات الاستثمار في السوق النقدي ..... 188-201

#### 1-2-4 الودائع لأجل

#### 2-2-4 الحوالات (القبولات) المصرفية

#### 3-2-4 الأوراق التجارية

اولاً؛ مفهوم الأوراق التجارية

ثانياً؛ مزايا الأوراق التجارية

ثالثاً؛ أنواع الأوراق التجارية

#### 4-2-4 شهادة الإيداع

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

اولاً؛ مفهوم شهادة الإيداع

ثانياً؛ معدلات الفائدة

ثالثاً؛ أنواع شهادات الإيداع المتاحة

رابعاً؛ مزايا شهادات الإيداع

### 4-2-5 اتفاقية إعادة الشراء

اولاً؛ المفهوم

ثانياً؛ اتفاقية إعادة الشراء المعاكس

ثالثاً؛ أنواع اتفاقيات إعادة الشراء

### 4-3 سوق تداول العملات الأجنبية.....202-212

4-3-1 ؛ المفهوم والأهمية

4-3-2 خصائص سوق العملات الأجنبية

4-3-3 سعر الصرف

اولاً؛ كيف تتم قراءة سعر الصرف

ثانياً؛ العملة الأساس والعملة المقابلة

ثالثاً؛ هدف المستثمر

رابعاً؛ العوامل المؤثرة في سعر الصرف

### 4-3-4 المشاركون في سوق العملات الأجنبية

### 4-4 مقارنة بين أسواق الاوراق المالية والاسواق النقدية.....213-215

## الفصل الخامس؛ التحليل المالي .....217-327

### 5-1 تحليل الأسواق المالية .....217-277

#### 5-1-1 التحليل الأساسي للأوراق المالية

اولاً؛ تحليل أسعار الأوراق المالية

ثانياً؛ تحليل البيئة الخارجية وتأثيرها على القرارات التمويلية

أ. العوامل المؤثرة في البيئة الخارجية

ب. المؤشرات الاقتصادية-المالية

ت. المفكرة الاقتصادية

ثالثاً؛ التحليل الكلي للأسواق المالية، التحليل الكمي والتحليل النوعي

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

### 5-1-2 التحليل الفني للأسواق المالية؛ حركة تداول الأسهم في السوق

اولاً؛ التحليل الفني؛ المفهوم والافتراضات

ثانياً؛ أدوات التحليل الفني

ثالثاً؛ تقييم التحليل الفني

### 5-1-3 من اساليب التحليل الفني

اولاً؛ أساسيات نظرية دو ( Dow Theory )

ثانياً؛ مخططات الشموع اليابانية (Japanese Candles)

المقارنة بين اساليب التحليل الأساسي والتحليل الفني

### 5-2-2 تحليل هيكل التمويل في الشركة ..... 278-288

#### 5-2-1 وظيفة التمويل

اولاً؛ قرار الاستثمار

ثانياً؛ قرار التمويل

ثالثاً؛ مهام التخطيط والرقابة

#### 5-2-2 تحليل راس مال الشركة

اولاً؛ رافعة التمويل

ثانياً؛ رافعة التشغيل

ثالثاً؛ الرافعة المشتركة

#### 5-2-3 العوامل المؤثرة في هيكل التمويل

### 5-3-3، الاحتياجات المالية للشركة..... 289-327

#### 5-3-1 التنبؤ بالاحتياجات التمويلية للشركات

اولاً؛ طريقة تحليل الإنحدار

ثانياً؛ طريقة نسبة الميزانية الى المبيعات

ثالثاً؛ الموازنة النقدية

#### 5-3-2 مصادر تمويل الاستثمار المالي

اولاً؛ أنواع مصادر التمويل

أ. مصادر التمويل قصيرة الأجل

ب. مصادر التمويل متوسطة الأجل

ت. مصادر التمويل طويلة الأجل

## الجزء الثاني ..... تقييم قرارات الاستثمار ..... أ.د. كامل الكناني الاستثمار المالي ؛ الادوات والتحليل المالي

ثانياً؛ القروض كمصدر للتمويل

أ. الفائدة على القروض

ب. قروض المدة

ثالثاً؛ اشكال التمويل

3-3-5 أليات اختيار مصدر التمويل الأفضل

اولاً؛ الاعتبارات المطلوبة في اختيار المصدر الأفضل

ثانياً؛ الكلف المرجحة في اختيار مصدر التمويل الأفضل

أ. التكلفة المرجحة باستخدام القيمة الدفترية

ب. التكلفة المرجحة بالقيمة السوقية

328-361..... الفصل السادس؛ تقييم الأداء المالي للشركات

1-6 تحليل النسب التمويلية وتطبيقاتها 328-336.....

1-1-6 نسب السيولة

اولاً؛ نسبة التداول او النسبة الجارية

ثانياً؛ النسبة السريعة

ثالثاً؛ نسبة النقدية

رابعاً؛ راس المال العامل

2-1-6 نسب التشغيل أو النشاط

اولاً؛ معدل دوران المخزون

ثانياً؛ معدل دوران الموجودات الثابتة

ثالثاً؛ معدل دوران اجمالي الموجودات

3-1-6 نسب المديونية

اولاً؛ نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات

ثانياً؛ تغطية الأرباح للفائدة على الديون

4-1-6 نسب الربحية

اولاً؛ هامش الربح

ثانياً؛ العائد على الموجودات

ثالثاً؛ العائد على حقوق الملكية

5-1-6 نسب النمو

6-2 تعثر الشركات واعادة تنظيمها ..... 337-349

6-2-1 مفهوم التعثر؛ الاسباب و آليات المعالجة

اولاً؛ مفهوم التعثر

ثانياً؛ أسباب تعثر الشركات

ثالثاً؛ مراحل تعثر وفشل الشركات

رابعاً؛ آليات في معالجة أوضاع الشركات المتعثرة

6-2-2 اعادة تنظيم الشركات

اولاً؛ مفهوم إعادة تنظيم الشركات؛ الاهداف والمبررات

أ. مفهوم إعادة تنظيم الشركات

ب. مبررات إعادة التنظيم

ت. أهداف إعادة التنظيم

ثانياً؛ المشاكل والمخاطر التي تثيرها عملية إعادة التنظيم

ثالثاً؛ مبادئ وأسس الهيكل التنظيمي

رابعاً؛ مقومات نجاح إعادة تنظيم الشركات

6-3 أفلاس وتصفية الشركات ..... 350-361

6-3-1 مفهوم افلاس الشركات

6-3-2 أبعاد عملية الإفلاس

6-3-3 نماذج في قياس إفلاس الشركات

اولاً؛ نموذج Altman

ثانياً؛ نموذج كيدا - Kida Model

الجدول والاشكال البيانية والمخططات التوضيحية ..... 362

المصادر



## للمؤلف للكتب الآتية؛

1. ترجمة كتاب "الحيز وأقطاب النمو"، من اللغة الفرنسية، دار صفاء للنشر، عمان/الأردن، 2008.
2. "دراسات في نظرية الموقع الصناعي"، دار صفاء للنشر، عمان/الأردن، 2008.
3. "الموقع الصناعي وسياسات التنمية المكانية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2008.
4. "التربية والتعليم؛ آليات عمل في إستراتيجية الإصلاح الاقتصادي"، المركز العراقي للدراسات الإستراتيجية، بغداد، 2007.
5. "الخصخصة: المفهوم وإمكانات التطبيق في العراق/ نظرة في التحليل الاستراتيجي للاقتصاد العراقي"، المركز العراقي للدراسات الإستراتيجية، بغداد، 2007.
6. "استقلالية الجامعات؛ دراسة في اللامركزية الإدارية للجامعات العراقية" منظمة مؤتمر النخب والكفاءات العراقية (منظمة مجتمع مدني)، بغداد، 2008.
7. "أساليب كمية في اختيار الموقع الأفضل للنشاط الصناعي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، جامعة بغداد، 2010.
8. "السلطات المحلية والتنمية، تحليل في اللامركزية الإدارية والتنمية المحلية؛ مع إشارة الى التجربة العراقية"، دار أثير للطباعة والنشر، عمان/الأردن، 2012.
9. "أرجوحة التنمية في العراق بين أرث الماضي وتطلعات المستقبل، نظرة في التحليل الاستراتيجي" دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية/ بغداد، 2013.
10. "التخطيط الإستراتيجي؛ مفاهيم و آليات عمل"، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية/بغداد، 2017.

## محطات مهمة

- بكوريوس في العلوم الاقتصادية/ كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة بغداد، 1974/1975
- دبلوم الدراسات المعمقة؛ تخطيط استعمالات الارض الحضرية، جامعة باريس 1/السوربون، 1980
- دبلوم الدراسات المعمقة؛ تقنيات اقتصادية، مدرسة العلوم الاجتماعية/باريس، 1981
- دكتوراه الحلقة الثالثة؛ الجغرافية والتنظيم المكاني، جامعة باريس 1/السوربون؛ 1983
- دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية؛ التخطيط واستراتيجيات التنمية، جامعة باريس 10؛ 1986
- حاصل على مرتبة الاستاذية من جامعة بغداد في 10/1/1996.
- عميد المعهد العالي للتخطيط الحضري والإقليمي/جامعة بغداد؛ 2003 - 2012.
- الجائزة السنوية الخاصة بالإصلاح الاقتصادي، المركز العراقي للإصلاح الاقتصادي، 2007
- جائزة البحث العلمي لمنظمة العواصم والمدن الإسلامية، 2010
- حاصل على جائزة "الاستاذ الاول" في وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، للتحخصصات العلمية، 2011/2012
- شهادة "التميز والجودة" من المنظمة العربية للتنمية الإدارية/جامعة الدول العربية، 2012.