

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 08 ماي 1945 قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر  
فرع علوم مالية  
تخصص مالية المؤسسات  
الموضوع:

كفاءة الاسواق المالية واثرها على القيمة السوقية للسهم  
-دراسة حالة سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من  
2004 إلى 2013-

تحت إشراف الأستاذ  
مريمت عديلة

من إعداد الطلبة  
- زريف لمياء  
- سلطاني مفيدة

السنة الجامعية: 2013-2014



## تَشْكُرَاتٌ

الحمد لله الذي وفقنا في هذا الإنجاز ولو شاء ربي لما  
وفقنا في هذا أبدا.

الحمد لله عدد خلقه ووزن عرشه ومداد كلماته .  
الحمد لله ربي العالمين نشكره ونحمده والصلاة  
والسلام على سيد المرسلين وإمام المتقين وعلى آله  
وصحبه أجمعين .

يا رب إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا وإذا  
أعطيتنا تواضعا فلا تأخذ اعتزازنا بكرامتنا فإن أسأنا يا ربي  
إلى الناس فامنحنا العفو ولا تجعلنا نصاب بالغرور إذ نجحنا  
ولا باليأس إذا أخفقنا وذكرنا دائما أن الإخفاق والتجربة هي  
التي تسبق النجاح "أمين" .

نتقدم إلى الأستاذة مريمت عديلة بخالص الشكر  
والعرفان بالجميل دون أن ننسى كل من الأساتذة: بن جدو  
عبد السلام، بن شرشار عز الدين، زراري نور الدين  
وإلى كل من ساعدنا في هذا البحث من بعيد وقريب



الصفحة	العنوان
	شكر و عرفان
	فهرس الأشكال والجداول
	مقدمة عامة
	الفصل الأول: كفاءة الأسواق المالية
	تمهيد:
	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
	أولاً: تعريف الأسواق المالية
	ثانياً: خصائص الأوراق المالية
	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية
	المطلب الثالث: أقسام الأسواق المالية
	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية والأطراف المتدخلة فيها ومؤشراتها
	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة
	أولاً: الأسهم
	ثانياً: السندات
	ثالثاً: المشتقات المالية
	المطلب الثاني: المتدخلون في الأسواق المالية
	المطلب الثالث: مؤشرات وأشكال التحليل في الأسواق المالية
	أولاً: مفهوم مؤشر السوق واستخداماته
	ثانياً: التحليل الأساسي والفني
	المبحث الثالث: ماهية كفاءة السوق المالية
	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية
	المطلب الثاني: العلاقة بين معلومة وكفاءة السوق المالية
	أولاً: علاقة معلومة بالسوق المالية
	ثانياً: العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق
	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
	المبحث الرابع: الصيغ المختلفة لقياس كفاءة الأسواق المالية
	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة
	أولاً: تعريف الصيغة الضعيفة
	ثانياً: اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة
	المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة للكفاءة
	أولاً: تعريف الصيغة المتوسطة للكفاءة
	ثانياً: اختبارات الصيغة المتوسطة لكفاءة
	المطلب الثالث: الصيغة القوية للكفاءة
	أولاً: تعريف الصيغة القوية للكفاءة

	ثانيا: اختبارات الصيغة القوية للكفاءة.
	خلاصة
	الفصل الثاني: القيمة السوقية للسهم
	مقدمة:
	المبحث الأول: قيمة السهم
	المطلب الأول: ماهية القيمة
	المطلب الثاني: محددات السعر السوقي للسهم
	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم
	المبحث الثاني: طرق وأساليب تقييم الأسهم
	المطلب الأول: نماذج تقييم الأسهم العادية
	أولا: قيم السهم
	ثانيا: نماذج تقييم الأسهم
	المطلب الثاني: نماذج بديلة لتقييم الأسهم العادية
	المطلب الثالث: تقييم الأسهم الممتازة
	المبحث الثالث: تحليل القيمة السوقية للسهم
	المطلب الأول: العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم
	المطلب الثاني: المخاطر وعدم التأكد
	أولا : الفرق بين المخاطر وعدم التأكد
	ثانيا:أنواع المخاطر
	ثالثا:مصادر المخاطر غير المنتظمة
	رابعا: طرق قياس المخاطر غير المنتظمة
	المطلب الثالث: المخاطر المنتظمة
	أولا: مصادر المخاطر المنتظمة
	ثانيا: قياس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل BETA
	المبحث الرابع: التحليل الأساسي كمدخل لتقييم الأسهم في ظل كفاءة السوق
	المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية
	أولا:السياسة النقدية
	ثانيا:السياسة المالية
	ثالثا: الناتج المحلي الإجمالي
	رابعا:التضخم
	المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة والمؤسسة
	أولا: تحليل ظروف الصناعة
	ثانيا: تحليل ظروف المؤسسة
	المطلب الثالث: صيغ الكفاءة وعلاقتها بتغيرات القيمة السوقية للأسهم
	أولا: العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة للصيغ ثلاثة للكفاءة
	ثانيا: دور كفاءة الأسواق المالية في تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية

	خلاصة:
	الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2004-2013
	تمهيد:
	المبحث الأول: طبيعة سوق الأسهم السعودي
	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي
	المطلب الثاني: الإطار التشريعي (القانوني) لسوق الأسهم السعودي
	أولاً: نظام السوق المالية
	ثانياً: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودية
	المطلب الثالث: الإطار التنظيمي المؤسسي لسوق الأسهم السعودية
	أولاً: البنية التنظيمية للسوق السعودية
	ثانياً: أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية
	المبحث الثاني: قياس كفاءة السوق المالي السعودي باستخدام مؤشرات السوق
	المطلب الأول: دراسة معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي
	المطلب الثاني: دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي
	المطلب الثالث: مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي
	المبحث الثالث: اختبار صيغ كفاءة سوق الأسهم السعودي
	المطلب الأول: اختبار كفاءة السوق الأسهم السعودي في صغته الضعيفة
	المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغتها المتوسطة
	أولاً: معدل التضخم
	ثانياً: معدل البطالة
	ثالثاً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
	المبحث الرابع: تحليل وتقييم سهم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية
	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة اسمنت اليمامة السعودية
	المطلب الثاني: التحليل الجزئي لظروف مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية
	أولاً: تحليل القوائم المالية
	ثانياً: تحليل العائد
	ثالثاً: تحليل المخاطر
	المطلب الثالث: تقييم سهم مؤسسة الاسمنت اليمامة السعودية
	خلاصة:
	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

## مقدمة عامة

يعد السوق المالي أداة تمويلية هامة، حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، وقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى إزدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور بإعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، و المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية. ومن هنا تبرز أهمية السوق المالي في تفعيل الإستثمار من خلال تعبئة الإدخار الذي يتم استثماره في مجالات تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة ومن ثمة تحقيق التنمية الاقتصادية. وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح إلزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والحفاظ على مكانتها أن تولى إهتماما للأسواق المالية والعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات، إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين النمو الاقتصادي وتطوره ونمو السوق المالي وزيادة كفاءته.

### ❖ أهمية الدراسة:

من الناحية النظرية يعرف السوق الكفاء على أنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، وفي إطاره يكون السوق في حالة توازن حيث تكون السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية. وإذا رجعنا إلى سلوك السعر في السوق الكفاء نسجل تحركا عشوائيا للأسعار حيث يتغير سعر السهم بسرعة تبعا للمعلومات التي تصل إلى السوق، هذا الأمر الذي يبرز الدور الكبير الذي تلعبه المعلومات في تأثيرها على القرارات الإستثمارية. وفي إطار السوق الذي يتسم بعدم الكفاءة يمكن للمستثمر إتباع مجموعة من الاستراتيجيات النشطة معتمدا في ذلك على مجموعة من الطرق التي تسمح له بتقييم الأسهم، واستغلال الفرصة التي يكون فيها سعر السهم مختلف عن القيمة الحقيقية، ليتخذ بذلك القرار الإستثماري المناسب يبيعا أو شراءا. لكن مع ذلك هناك اعتقاد سائد بأن حالة عدم التوازن في السوق المالي لن تظل طويلا حيث يساهم تدخل المستثمرين الذين يسعون إلى الإستفادة من الفروقات بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الحقيقية في إعادة التوازن إلى السوق لتتحقق بذلك الكفاءة، أين تكون القيمة السوقية للسهم تعكس قيمته الحقيقية.

### ❖ إشكالية الدراسة:

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في إقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات إستثمارية تعمل على دعم الإقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة.

من خلال ما تقدم تهدف هذه الدراسة إلى محاولة توضيح أثر كفاءة الأسواق المالية على القيمة السوقية للسهم، وحتى يتسنى لنا القيام بذلك فإنه يمكن صياغة هذه الإشكالية في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير الأسواق المالية على القيمة السوقية للسهم؟.

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الإستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بكفاءة السوق المالي؟
- ماهي الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة الأسواق المالية؟ وهل من الممكن فعلا توفر جميع هذه الشروط؟
- وإذا تحققت الكفاءة ماهي درجة كفاءة سوق المالي (صيع الكفاءة)؟
- ماهي القيمة السوقية للسهم في ظل سوق المالي الكفاء؟
- ماهي نماذج تقييم الأسهم؟
- ماهي القيمة العادلة والحقيقية للسهم؟

#### ❖ فرضيات الدراسة:

- وللإجابة على هذه الأسئلة يمكن الإعتماد على الفرضيات التالية:
- هناك تأثير واضح لسوق الكفاء على القيمة السوقية للسهم.
  - تتغير القيمة السوقية للسهم تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.
  - في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم عادلة تعكس القيمة الحقيقية.
  - لا يكون السوق المالي في حالة توازن بشكل مستمر.

#### ❖ أهداف الدراسة:

- تتمثل أهداف هذه الدراسة في مايلي:
- عرض مختلف نماذج تقييم الأسهم.
  - الإلمام بنظرية السوق المالي الكفاء بإعتبارها مطلبا ضروريا وشرطا أساسيا لأي محاولة فهم آلية عمل السوق المالي، كونها محور جدل ونقاش حتى وقتنا الحالي.
  - إختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي في التعامل مع المعلومات المتاحة عن المؤسسات المدرجة، وذلك من خلال تقييم مدى توافر المقومات الكاملة للكفاءة.

#### ❖ منهج الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول كفاءة الأسواق مالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة بمختلف جوانبها تم الإعتماد على المنهج التاريخي للتعرف على مراحل نشأة وتطور كل من الأسواق المالية وسوق الأسهم السعودي، كما تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لمراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية، كما تم إستخدام المنهج الإحصائي لتغطية الفصل التطبيقي حيث استخدمت مجموعة من النماذج الإحصائية والرياضية لإختبار مؤشرات سوق الأسهم السعودي وقياس مدى كفاءته.

#### ❖ أدوات الدراسة:

- لإثراء هذه الدراسة إعتمادنا على مجموعة من أدوات البحث العلمي و المتمثلة في أشكال وجداول ومنحنيات والبيانات ذات صلة بالموضوع واستخدمنا:
- برنامج SPSS لإختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغته المتوسطة.
  - إستخدمنا أدوات التحليل المالي.
  - استخدمنا نموذج تقييم الأصول الرأسمالية MEDF لحساب معدل الخصم.

- إستخدما نموذج تدفقات النقدية المخصومة لحساب قيمة المؤسسة وإستخراج القيمة العادلة السهم.

#### ❖ الدراسات السابقة:

إن موضوع قياس كفاءة السوق المالي موضوع حديث، ولا يزال البحث في هذا الموضوع في بدايته خاصة في الدول العربية، إذا لا توجد كتب متخصصة فيه أو على الأقل هي نادرة الوجود، إلا أن هنالك بعض البحوث و الدراسات تناولت جانب من الجوانب هذا الموضوع نذكر منها :

- دراسة Candal (1953): قام بتتبع التغيرات المتتابة للأسعار في السوق البريطاني، وأثبت أنه لا يوجد ارتباط بين هذه التغيرات.
- دراسة Fama (1965): قام بدراسة معامل الارتباط بين 30 قيمة لمؤشر داو جونز المعطاة أسبوعيا من 1957-1962، وذلك عن طريق حساب معامل الارتباط الذاتي، حيث تم توصل إلى أن معامل الارتباط الذاتي ضعيف، أي أن السوق كفاء من الشكل الضعيف.
- دراسة عبد اللطيف (2001): والتي تهدف إلى قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر عن السنوات من 1994-1998 وإستخدمت لإختبار الأحداث المتشابهة و إختبار السكون ونسبة التباين و الإنحدار إلى أن سوق الأوراق المالية ضعيف الكفاءة وأن المستهلك يمكن له أن يحقق أرباح غير عادية .
- دراسة رجال فيروز (2004) :قامت بدراسة موضوع أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية وإختبار مستوى الشبه قوي لكفاءة بورصة الجزائر وذلك من خلال قياس مدى سرعة إنعكاس المعلومات العامة المعلنة في بعض وسائل الإعلام على أسهم عينة من الشركات المسجلة، حيث توصلت إلى نتيجة سلبية.

#### ❖ التوثيق العلمي :

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة إعتادنا على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع، من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية و الفرنسية والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية و المجالات المتخصصة لنظرية الكفاءة وعدد من الرسائل العلمية بالإضافة إلى العديد من مواقع الأنترنت الرسمية .

#### ❖ شرح المصطلحات الأساسية:

فيما يلي سنتعرض لتعريفات وشرح بعض المتغيرات و المصطلحات الواردة في المذكرة:

- الأسواق المالية: تعتبر الأسواق المالية هي حلقة الوصل أو مكان الالتقاء بين البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض و الطلب الأموال من قبل المدخرين و المستثمرين.
- التحليل الأساسي: هو ذلك النوع من التحليل الذي ينصرف إلى ظروف المؤسسة، بالإضافة إلى ظروف الصناعة التابعة لها و الظروف الاقتصادية.
- سوق الكفاء: هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة، و في إطاره تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية.
- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق.



● القيمة العادلة للسهم: تعني القيمة التي يجب أن يكون عليها السعر في السوق المالي، وهي غالباً تختلف عن القيمة السوقية للسهم والتي تتغير بتغير حجم الطلب والعرض على السهم.

#### ❖ محتويات الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وإنطلاقاً من الفرضيات التي صغنها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول كالآتي :

● الفصل الأول: تحت عنوان كفاءة الأسواق المالية تناولنا في المبحث الأول والثاني مفهوم الأسواق المالية وظائفها أقسامها، أدوات المالية المتداولة فيها المتدخلين في السوق المالي، ومؤشرات السوق وأشكال التحليل، وخصص المبحث الثالث لتوضيح ماهية كفاءة الأسواق المالية وذلك بتعريف كفاءة السوق المالي، متطالبتة وإبراز العلاقة بين المعلومة والكفاءة، أما المبحث الرابع خصص لدراسة صيغ المختلفة للأسواق المالية، الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.

● الفصل الثاني: تناولنا في المبحث الأول قيمة السهم، ماهية القيمة، محددات سعر السهم السوقي، العوامل المؤثرة فيه، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى طرق وأساليب تقييم الأسهم، وفي المبحث الأخير تناول تحليل الظروف الإقتصادية والصناعية، ظروف المؤسسة، وكذلك إبراز دور كفاءة الأسواق المالية في تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية.

● الفصل الثالث: كان يهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية وذلك من خلال القيام بدراسة وإختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي، ودراسة سلوك الأسعار فيها، حيث تناولنا في المبحث الأول طبيعة سوق الأسهم السعودي، وذلك بإستعراض، نشأته وتطوره، الإطار التشريعي والقانوني، والإطار التنظيمي أما المبحث الثاني خصص لقياس كفاءة سوق الأسهم السعودي بإستخدام مجموعة من مؤشرات السوق، مؤشر السيولة، مؤشر عدد مؤسسات المدرجة، معدل الرسملة السوقية، أما المبحث الثالث خصص لإختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغته الضعيفة والمتوسطة، أما المبحث الرابع تم التطرق فيه إلى تحليل وتقييم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية، من خلال التعريف بالمؤسسة وتحليل ظروفها وتقييم سهمها.

#### ❖ صعوبات الدراسة:

● خلال فترة إنجازنا لهذا البحث في جانبه النظري صادفنا جملة من المصاعب، منها ندرة المراجع التي تناولت هذا الموضوع لحدائته. إلى جانب نقص الخبرة في إستعمال برنامج SPSS .

## تمهيد:

يعود ظهور الأسواق المالية إلى القرن 15 ميلادية، أين كان يجتمع العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين من مختلف المناطق في فندق لعائلة بلجيكية تسمى "Vander Beurrez" حيث كانت المعاملات بينهم في شكل عقود وتعهدات. وكون الأسواق المالية تعد حديثة النشأة نوعا ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات، إلا أنها عرفت تطورات هائلة سواء من حيث الوظائف، الأنواع، الأطراف المتدخلة وآليات العمل، أو من حيث القواعد والتشريعات التي يتم العمل بها داخل هذا السوق بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين لهذا النوع من الأسواق، وباعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى ومن فترة لفترة، وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والمؤسسة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعودا مع الأنباء السارة ونزولا مع الأنباء غير السارة.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

زاد الإهتمام بأسواق المالية في مختلف بلدان العالم منذ القدم، وذلك أساسا للدور الذي تلعبه كوسيط في انتقال رؤوس الأموال وتحويلها من أعوان الفائض التمويلي إلى أصحاب العجز التمويلي، وذلك من أجل تعبئة وتمويل مشروعات ولخدمة أهداف التنمية الاقتصادية، بصدد التعرف على ماهية هذه الأخيرة، تضمن هذا المبحث ثلاثة مطالب حيث تناولنا في

المطلب الأول مفهوم الأسواق المالية، والمطلب الثاني وظائف الأسواق المالية، والمطلب الثالث أقسام الأسواق المالية.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

لقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية وتعريفها فعادة ما يطلق هذا الاسم على سوق الأوراق المالية بما فيها سوق الأسهم والسندات، ويعد هذا المفهوم ضيقا كما يطلق عليه أحيانا مصطلح البورصة وتوجد لها مفاهيم أخرى كسوق قصيرة وطويلة الأجل إلا أن المفهوم الأقرب للمعنى وهو الذي يشمل أيضا كافة الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

#### أولاً: تعريف الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية هي حلقة الوصل أو مكان الالتقاء بين البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض وطلب الأموال من قبل المدخرين والمستثمرين (1).

ويمكن تعريف السوق المالي على أنها: "أماكن اجتماع تجري فيها معاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عليها وذلك عن طريق سمسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع" (2).

يرى الدكتور حسين عمر أن: "الأسواق المالية أو البورصة Bourse هي المكان الذي يتلاقى فيه بائعي Bankers وسمسرة الأوراق المالية Stock-Bankers لإجراء المعاملات في الأوراق المالية" (3).

ويمكن تعريفها أيضا: على "أنها ذلك المكان الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الطريقة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث يجعل الأثمان في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيها" (4).

وعليه يمكن استنتاج تعريف السوق المالي على أنه ذلك السوق الذي يتم تعامل فيه بالأوراق المالية أسهما، سندات، ومشتقات مالية، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم فإنه يتكون من عدد التجار والسمسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم البعض بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

#### ثانياً: خصائص الأوراق المالية

ولكي تكون سوق المالية فعالة يجب أن تتوفر على الخصائص التالية (5):

1- الأسواق المالية هي سوق منظمة ففي معظم البلدان هناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدبير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

1 - السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص.68.

2 - عبد الغفار حنفي، "أسواق ومؤسسات مالية"، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 1995، ص.43.

3 - محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2009، ص.22.

4 - رسيمة أحمد موسى، "أسواق المالية نقدية"، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص.11.

5 - طاهر جردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص.35.

- 2- التداول في الأسواق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- 3- التداول في الأسواق المالية توفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة كاملة وبالتالي تتحدد الأسعار على أساس العرض والطلب؛
- 4- نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وقد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛
- 5- الأسواق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- 6- الاستثمار في الأسواق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية، واتحاد القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمر والمجتمع.

#### المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية

من المتفق عليه بين علماء الاقتصاد، أن الأسواق المالية لم تعد طرفا اقتصاديا وإنما أصبحت ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، وأن أهميتها تنبع من كونها إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة ويتحقق ذلك من خلال قيامها بالوظائف التالية (1):

- 1- تشجيع الاستثمار: تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم عند مستوى مخاطرة ملائمة؛
- 2- تسهيل الحصول على السيولة: مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية على تسهيل استثماراتهم (أي تحويلها إلى نقود سائلة) بسرعة وسهولة؛
- 3- المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها، لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل أنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يفتنيها؛
- 4- تسهيل المدفوعات: بواسطة الأوراق المالية ذات العلاقة (الكبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات Acceptance) وما شابهه والتعامل بها، والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة؛

1 - عدة مراجع أهمها:

- حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص.ص.11-12.  
- زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص.9.

- 5- تسهيل الحصول على الائتمان: والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه؛
- 6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:
- أ- التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقة وتأمين السيارات... الخ وخاصة في مجال الاستثمار الحقيقي.
- ب- التنوع: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل "لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة"، وهو أمر واضح أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو مؤسسة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع.
- ج- التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم، التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر متفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل؛
- 7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل هذا الأخير أسلوب عمليات السوق المفتوحة، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم، فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك، فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات، أوراق وأدوات مالية أخرى.

### المطلب الثالث: أقسام الأسواق المالية

- تنقسم الأوراق المالية من حيث أجل استحقاق الورقة المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، وكل منها لها تقسيماتها فيمكننا إيجازها في ما يلي:
- 1- سوق النقد: هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات استثمار قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول بشهادات الادخار قصيرة الأجل والقبولات المصرفية<sup>(1)</sup>.
- 2- أسواق رأس المال: وهي أسواق التي تجري تعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة كأسهم والسندات، وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة وتنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هي<sup>(2)</sup>:
- أ- الأسواق الحاضرة Spot Market: هي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات بأنواعها وتقسم هذه الأسواق إلى:

1 - طاهر جردان، مرجع سبق ذكره، ص.31.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص.95.

• الأسواق الأولية Prumary Market: وهي السوق التي تختص بإصدار الأدوات المالية (أسهم وسندات) ولذلك يطلق عليها أيضا سوق إصدار، كما أنه في إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام أو الخاص ومنه فإن النفع في هذه السوق يعود إلى المؤسسة المصدرة.

• السوق الثانوية Secondary Market: وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية شراء وبيعا، من طرف السماسرة والوسطاء أو بشكل مباشر لذلك يطلق عليها سوق التداول وتنقسم الأسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم إلى:  
✓ سوق منظمة: وهي أسواق البيع والشراء للأوراق عن طريق المزادات، ويقوم السماسرة Brokers في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة (وهي البورصات).

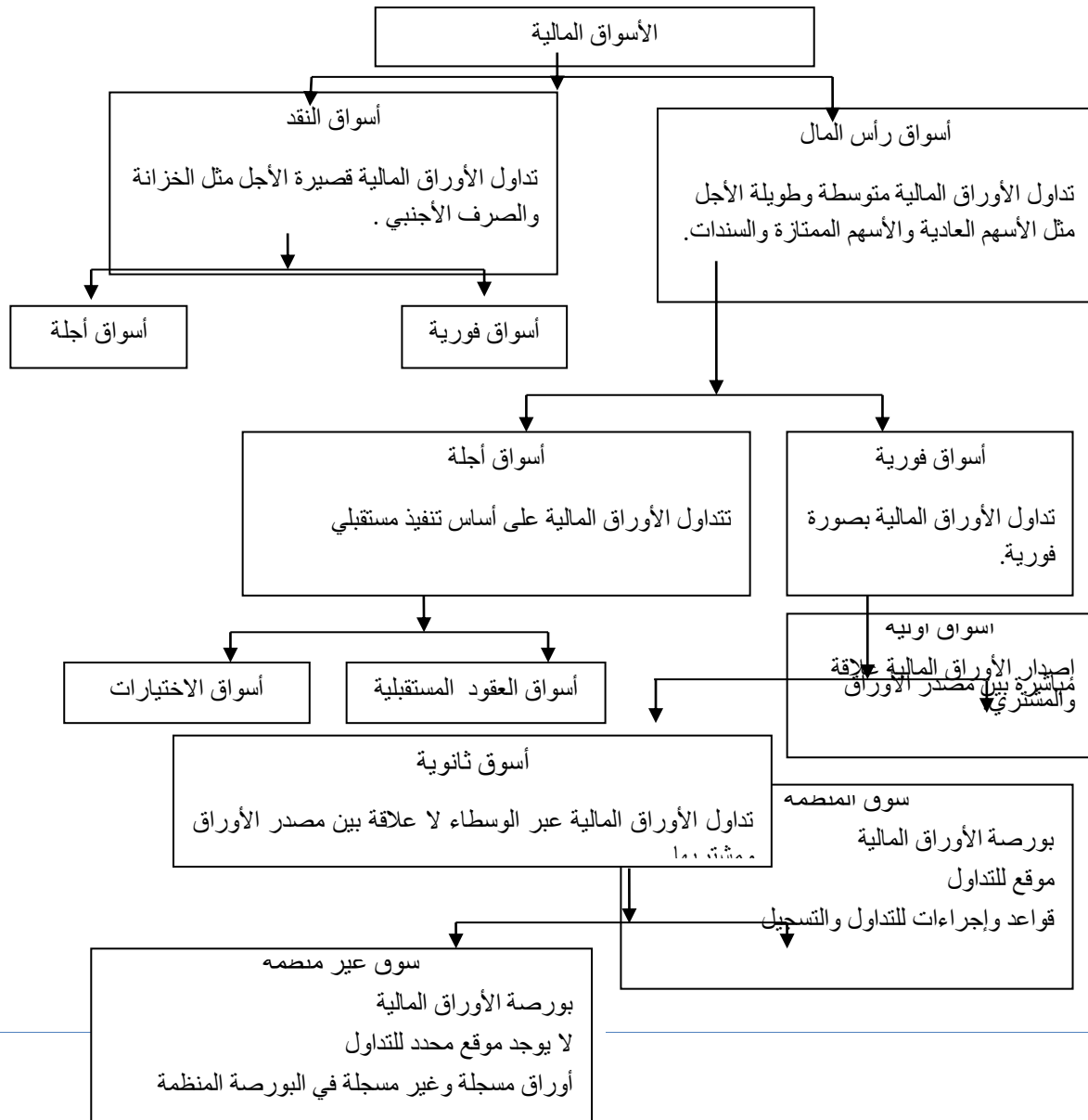
✓ سوق غير المنظمة: إذا تعاملت مؤسسات السمسرة والوساطة على أسهم والسندات غير المقيدة بالبورصة، يقال أنهم تعاملوا خارج المقصورة وفي إطار أسواق الأوراق المالية غير منظمة هناك أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.

❖ السوق الثالثة Third market: تمثل هذه السوق قطاع من السوق الموازنة وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنظمة مهما كبر حجم الصفقة أو صغرها، والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، وصناديق الأموال المؤتمن عليها حيث تضع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمتعها بخضم العمولة التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنظمة التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة، إن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق كون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في السوق المنظمة.

❖ السوق الرابعة Fourth Market: يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة تضع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري للسمسار (1).

1 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص.12.

الشكل رقم (1-1): أقسام الأسواق المالية





المصدر: محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص.45.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية والأطراف المتدخلة فيها ومؤشراتها

تمثل الأوراق المالية مصدرا هاما لتمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسات حيث تعتبر هذه الأخيرة سلعة التي يتم تداولها في السوق ومن خلال هذا المبحث سوف نحاول التطرق في المطلب الأول للأدوات المالية المتداولة، المطلب الثاني الأطراف المتدخلة، والمطلب الثالث أهم المؤشرات وأشكال التحليل.

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة

تعد الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها محرك الأسواق المالية، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق ولكل نوع من هذه الأوراق عدة أقسام وتصنيفات منها:

#### أولاً: الأسهم

تمثل الأسهم أدوات ملكية التي يتم تداولها في الأسواق المالية.

1- تعريف الأسهم: يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في ملكية حصة من صافي أموال مؤسسة مساهمة، له الحق في الحصول على حصة من أرباح المؤسسة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم (1). وللسم عدة قيم يمكن إيجازها فيما يلي (2):

أ- القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظيرة لتغطية رأس المال وهي منصوص عليها في عقد التأمين ومن وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

ب- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال بيع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية، مطروحا منها قيم الالتزامات بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثمة يجرى تقييم الناتج على عدد الأسهم العادية ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتسابها.

$$\text{إجمالي حقوق المساهمين} = \text{رأس المال} + \text{احتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}$$

$$\frac{\text{القيمة الدفترية}}{\text{عدد أسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{احتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد أسهم}}$$

$$= \text{القيمة الدفترية}$$

تشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة، وكقاعدة عامة فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.

1 - طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.11.

2 - محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2003، ص.191.



ج- القيمة السوقية: تتمثل في القيمة التي يباع السهم بها في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية<sup>(1)</sup>.

2- أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى (2):

أ- الأسهم العادية: الأسهم العادية هي مستند ملكية وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتتمثل أهم حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي:

- ✓ حق في حصة أموال المؤسسة بقيمة ما يملكه من أسهم؛
- ✓ حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يمتلكها؛
- ✓ حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر؛
- ✓ حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛
- ✓ حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يملكه من أسهم؛
- ✓ حق اقتسام أموال المؤسسة عند التصفية، وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الآخرين؛
- ✓ حق الاكتتاب بنسبة ما يملكه من أسهم في الأسهم التي تصدرها المؤسسة لزيادة رأسمالها.

• أنواع الأسهم العادية

هناك العديد من أنواع الأسهم العادية ظهرت حديثاً ومن بينها ما يلي (3):

✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها مؤسسات حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالمؤسسة، على سبيل المثال أصدرت مؤسسة جنرال موتورز أسهم أطلق عليها الفئة E حيث ربطت المؤسسة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الالكترونية بالمؤسسة.

✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الـ.م.أ للمؤسسات التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها بخصم التوزيعات، لهذه الأسهم من الإيرادات وقبل الفائدة والضريبة ويمكن استخدام هذه الفكرة في زيادة مشاركة العاملين في ملكية مؤسسات قطاع الأعمال العام.

✓ الأسهم العادية مضمونة: هي نوع من أسهم العادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم إذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه، أو تجاوز الانخفاض هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة المؤسسة بأي تعويض.

ب- أسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة على أنها "الأسهم التي تلجأ إليها المؤسسات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها، وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض الصعوبات المالية"<sup>(4)</sup>.

• أنواع الأسهم الممتازة

1 - حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص.144.

2 - محمد صالح حناوي وجمال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص.20.

3 - المرجع نفسه، ص.35.

4 - منير إبراهيم هندي ورسومية قرياقص، "الأسواق المالية والمؤسسات المالية"، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص.20.

- توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة نذكر منها ما يلي:
- ✓ أسهم ممتازة من ناحية الدخل: لها الأولوية في الحصول على نسبة من أرباح المؤسسة وذلك قبل حملة الأسهم العادية؛
  - ✓ أسهم ممتازة من حيث حق استرداد القيمة الاسمية عند التصفية؛
  - ✓ أسهم ممتازة لها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين؛
  - ✓ أسهم ممتازة قابلة لتحويل لأوراق مالية أخرى مثل تحويل الأسهم العادية أو السندات حسب رغبة حملة هذه الأسهم، وموافقة الجمعية العامة غير العادية بناء على اقتراح من مجلس الإدارة؛
  - ✓ الأسهم الممتازة المضمونة: حيث تضمن المؤسسات المصدرة لهذا النوع بنسب معينة من أرباح لحاملها؛
  - ✓ أسهم ممتازة قابلة لسداد: حيث تقوم المؤسسات بإصدارها لها النوع من أسهم، وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه السهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة.

#### ثانياً: السندات

##### 1- تعريف السند

يرى الدكتور محمد عبد العفاري الشريف أن السند هو: "صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الاككتاب العام، وتصدره المؤسسات أو الحكومة وفروعها ويعتبر حامل سند المؤسسة دائناً للمؤسسة، له في دائنيته حق مواجهتها، ولا يعد شريكاً فيها على خلاف حامل السهم"<sup>(1)</sup>.

##### 2- خصائص السندات

للسندات عدة خصائص نذكر منها ما يلي (2):

- أ- يعتبر السند مستند دين حامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة المؤسسة وتصريف شؤونها؛
- ب- تنقطع صلة حامل السند بالمؤسسة فور قيام المؤسسة بتسديد قيمة السند؛
- ج- لحامل السند حق في الحصول على العائد أي فائدة، سواء حققت المؤسسة أرباحاً أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل سداد الفائدة بترتب العجز عن دفعها إفلاس المؤسسة؛
- د- تحقق السندات ميزة ضريبية للمؤسسة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن تكاليف التي تتحملها المؤسسة؛

##### 3 - أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع وأسس مختلفة كالآتي (3):

##### أ- على أساس الجهة المصدرة

- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين أما دائنيها فهم البنوك، مؤسسات القطاع العام والخاص أو الخواص.

1 - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص.54.

2 - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالي، الإسكندرية، 1996، ص.291.

3 - فليح حسن خلف، "أسواق المالية النقدية"، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص.ص. 255-256.

- سندات خاصة: تصدرها الجهات والمؤسسات الخاصة وهي تتباين في درجة مخاطرتها، تبعا لقوة ومثانة أوضاع هذه الجهات والمؤسسات فمنها الناجح والذي يتمتع بقدر مالية تقلل درجة مخاطرة سنداتها ومنها الأقل قدرة والمتعثرة وغير ناجح، وهو الأمر الذي يضعف قدرتها المالية ومن ثمة ترتفع درجة مخاطرة سنداتها.
- سندات حسب طريقة سدادها
- حيث يتم تقسيم السندات تبعا للكيفية التي يتم بموجبها تسديد هذه السندات كما يلي:
  - ✓ السداد عند استحقاق: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ استحقاقها.
  - ✓ السداد قبل تاريخ استحقاق: وذلك بهدف التقليل من ديون المؤسسة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.
  - سندات حسب الفترة الزمنية:
    - ✓ سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي تقل مدتها عادة عن سنة وفي معظمها، لا تتجاوز المدة فيها 6 أو 3 أشهر حيث تكون درجة مخاطرتها وسيولتها أعلى و عائدها أقل.
    - ✓ سندات متوسطة الأجل: تزيد مدتها عن السنة إلى 5 سنوات للمتوسطة منها.
    - ✓ سندات طويلة الأجل: تزيد عن 5 سنوات وقد تصل إلى 15 و 20 سنة أو أكثر الطويلة منها، وهي التي يتم التعامل بها في السوق المالية وتكون درجة مخاطرها أكثر وسيولتها أقل ومن ثمة فإن عائدها أعلى بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل.
    - سندات حسب الحقوق وامتيازات المقدمة لمالكها يمكن أن نميز نوعين:
      - ✓ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: تتميز بميزة إضافية عن غيرها وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، إذا رغب المستثمر في ذلك وهذه سندات المستثمرين كثيرا خاصة إذا كانت المؤسسة حققت معدلات نمو عالية.
      - ✓ سندات ذات علاوة: لمالكها حق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد استحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.
      - حسب معدل العائد
        - يوجد نوعين وهما:
          - ✓ سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة.
          - ✓ سندات ذات معدل ثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية هذا القرض، وهذا النوع يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات فائدة في البنوك وذلك ليتمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق<sup>(1)</sup>.

### ثالثا: المشتقات المالية

#### 1- تعريف المشتقات المالية

<sup>1</sup> - فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص.257.

تعرف المشتقات المالية "على أنها عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم سندات وكذلك سلع وعمليات أجنبية... الخ) وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد"<sup>(1)</sup>.

وتعرف كذلك على أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار، أو العوائد فإن أي انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"<sup>(2)</sup>.

2- أنواع المشتقات

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات

أ- عقود خيارات Options: هو اتفاق ما بين طرفين في السوق المالية لتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق، دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل بكلفة قيام العقد.

لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد Writer أو بائع الخيار Selles Options يمنح مشتري العقد الحق (جواز التنفيذ) في أن يشتري منه أو يبيع له أو الاثنين مع أصل معين بسعر معين وبكمية معينة غالبا خلال فترة زمنية معينة بتاريخ محدد.

ب- عقود الأجلة Forword contract: هي عبارة عن أسواق يتم التعامل فيها بيع أو شراء أدوات معينة (عملات ذهب وفضة) بسعر يتفق عليه الآن، على أن يتم التسليم في وقت لاحق.

ج- عقود مستقبلية Future contracts: هي أسواق يتم فيها بيع أو شراء أداة معينة (سلع عملات، أوراق مالية... الخ) بسعر يتفق عليه الآن ويكون التسليم في تاريخ محدد في المستقبل<sup>(3)</sup>.

د- عقود المبادلة Swaps: هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية<sup>(4)</sup>.

### المطلب الثاني: المتدخلون في الأسواق المالية

يتم التعامل داخل السوق المالي من خلال أعضاء السوق الذين يشكلون حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين وفي هذا المجال يمكن أن نذكر ما يلي:

1- الوسطاء: تكون هذه الفئة العمود الفقري لأي بورصة على اعتبارها طرفا مساعدا ونشطا، في حين سيرها بتنفيذ أوامر المستثمرين من بائعين ومشتريين ويمكن تقسيم الوسطاء إلى:

أ- السماسرة بالعمولة Brokers: ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية يمتلكها مقابل عمولة أو سمسة تحددتها لائحة البورصة.

ب- سماسرة الصالة أو المقصورة: يختص بتنفيذ طلبيات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إليه زملائه السماسرة مقابل عمولة.

1 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.125.

2 - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر الجامعي، القاهرة، 2005، ص.59.

3 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.77.

4 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.137.

ج- تجار الصالة أو المقصورة: يقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص، لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.  
د- المتخصصون: نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، سندات أو يقتصر عمل سمسار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور مثل السماسرة بالعمولة ويعتبر هؤلاء المتخصصين من أهم فئات أعضاء العاملين بالبورصة<sup>(1)</sup>.

2- الجمهور: يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.

3- المستثمرون التأسيسيون: تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، مؤسسات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار، والثبات في قدرتها الادخارية واستثمارية ومن هنا فإن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي تتجه من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي.

4- المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات أيضا من المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق

المالية بصفة عامة، فهي تلجأ للبنك للحصول على رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها خاصة بإصدار الأسهم وتداولها فيما بعد أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وتداولها أيضا، وبذلك تحصل المؤسسة على الأموال الدائمة للتمويل استثماراتها وتوسعاتها كما أن الشركات الصناعية والتجارية الحديثة لم تبقى مقتصرة على الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال وإنما أصبحت تتدخل في البورصات والأسواق المالية لتوظيف فوائدها وتحقيق أرباح تفوق أرباح نشاطاتها العادية.

5- الدولة: تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة خاصة في أسواق السندات المعروفة أن إصدارات الحكومة هي أفضل إصدارات من حيث المخاطر إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: مؤشرات وأشكال التحليل في الأسواق المالية

تعتبر مؤشرات بورصات الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق المالي الذي يعتبر بدوره مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار سواء كان هذا التحليل مبني على أساس مدخل التحليل الأساسي أو على أساس التحليل الفني، لهذا سنتعرض في هذا المطلب إلى مفهوم مؤشرات السوق واستخداماتها وكذا كيفية بنائها.

#### أولاً: مفهوم مؤشر السوق واستخداماته

1 - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص.ص.52-56.

2 - محفوظ جبار، "إدارة وتنظيم البورصة"، دار هومة، الجزائر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002، ص.15.

1- مفهوم مؤشر السوق

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشر أسواق الأوراق المالية ويمكن تعريفه على انه: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها ويمثل مؤشرا لسوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم"<sup>(1)</sup>.

"مؤشر البورصة هو أداة إحصائية تعبر عن تطور مكان مالي لمنطقة جغرافية أكثر أو أقل اتساع، أو لقطاع نشاط اقتصادي يتصف بموارد أولية ونفس التسيير (النمو، القيمة، الصغر) لأجل مساعدة المستثمر على تتبع تغيرات السوق"<sup>(2)</sup>.

2- استخدامات المؤشرات

لمؤشرات البورصة فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو التنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة هم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية وفي طليعة تلك الاستخدامات التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق وإعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأدوات المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات المتخصصة، كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

3- بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية حساب وبناء مؤشرات البورصة، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي<sup>(3)</sup>:

أ- عينة ملائمة: العينة هي مجموعة من الأدوات المالية التي تكون المؤشر حيث ينتظر منها أن تمثل السوق وينبغي أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع، والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، أما المصدر فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم التداول.

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

1 - رشيد بوكستاني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها"، رسالة نيل الدكتوراه، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص.44.

2 - Philippe Bertrand jean- Lue Prigent, "**gestion de portefeuille**", economic, paris, 2006, p.68.

3 - عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004، ص.ص.62-63.



المؤشر، وأخيرا مدخل القيمة أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

ج- حساب المؤشر: تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر، وذلك لكي يتسنى له اتخاذ القرار الملائم.

ثانياً: التحليل الأساسي والفني

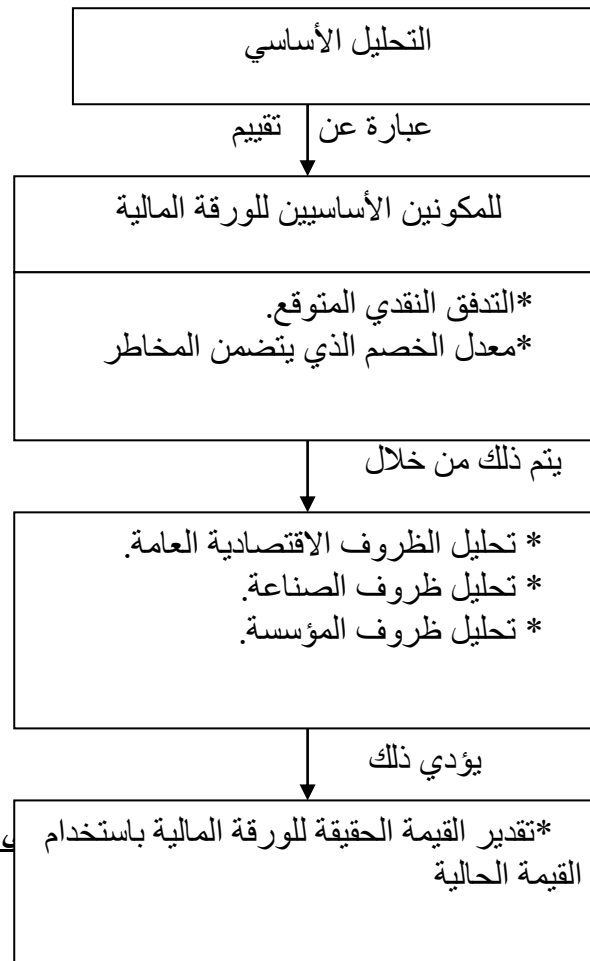
يستخدم المستثمرين أكثر من طريقة لاختبار الأوراق المالية فبخلاف الاختبار العشوائي يوجد مدخلين المدخل الفني والمدخل الأساسي.

1- التحليل الأساسي: يعرف أنه "تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية لتنبؤ بربحية المؤسسة والتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها وتحديد السعر الذي يجب أن يباع به السهم"<sup>(1)</sup>.

التحليل بهذا الشكل هو ما يعرف بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فجزئي، حيث نقطة البداية هي تحليل الظروف الاقتصادية العامة، لينتقل في الأخير إلى تحليل ظروف المؤسسة.

حيث يمكن تلخيص إطار العام للتحليل الأساسي في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية



1 - محمد عبده محمد مصطفى الإسكندرية، الطبعة الأولى، 98 \*تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية باستخدام القيمة الحالية\* البورصة"، الدار الجامعية،

المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره،

ص.390.

ويشمل التحليل الأساسي للورقة أي كانت نقطة البدء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الكلية، القطاعية، الجزئية) والسياسات الاقتصادية. أ- فبالنسبة للمتغيرات الاقتصادية الكلية يتناول المحللون:

- الناتج القومي والدخل القومي ومعدلات نموها؛
  - معدلات التضخم والبطالة في الاقتصاد؛
  - عرض النقود والطلب عليها؛
  - متوسط دخل الفرد الحقيقي ونموه؛
  - حالة الدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد؛
  - أما مؤشر حالة السوق المتغيرات الاقتصادية القطاعية؛
  - القيمة المضافة المتحققة للصناعة صاحبة الورقة محل التحليل؛
  - الاستخدام في الصناعة؛
  - حجم الاستثمار في الصناعة؛
  - حجم التسهيلات الائتمانية للقطاع؛
  - مؤشر حالة القطاع.
- ب- أما المتغيرات الاقتصادية الجزئية:

- عدد الرخص الممنوحة للمؤسسات المنافسة؛
- حجم القروض الممنوحة للمؤسسات المنافسة؛
- المبيعات للمؤسسات ونموها؛
- إنتاجية العمل ورأس المال في المؤسسة؛
- قوائم التحليل المالي (المركز المالي) قائمة الدخل.

وقد يتفرع من كل متغير اقتصادي العديد من النسب والمعدلات ويرتبط به العديد من المؤشرات الخاصة المستخدمة في التحليل الأساسي، فمثلا ارتفاع إنتاجية رأس مال المؤسسة المنافسة للمؤسسة محل التحليل (صاحبة الورقة المالية) بسبب الاستخدام المكثف للحاسوب في عملياتها الإنتاجية، يعد مؤشرا جزئيا مرتبطا بمؤشر الإنتاجية، كما أن متغير نفقات المستهلكين تعد مؤشرا مرتبطا بتحليل متغير التضخم في الاقتصاد المحلي، والإقراض الاستهلاكي هو الآخر مؤشر مرتبط بعرض النقود في مفهومها الواسع. أما ما يتناوله المحلل في جانب السياسات الاقتصادية (1):

- ✓ السياسة المالية في الاقتصاد (الإنفاق العام، الضرائب، الرسوم، ضرائب القيمة المضافة، مشروعات الحكومة...الخ)؛
- ✓ السياسة النقدية في الاقتصاد (معدلات الفائدة عرض النقود، التسهيلات المصرفية تركيبية أصول المصارف...الخ)؛
- ✓ السياسة التجارية (الصادرات من سلع المؤسسة محل التحليل، الواردات من مستلزمات الإنتاج للمؤسسة، الصادرات المنافسة، الواردات المنافس...الخ).

1 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.289-290.



2- التحليل الفني: يعرف التحليل الفني على أنه "دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً"<sup>(1)</sup>.

يستخدم التحليل الفني أدوات العرض البياني والجدولي المختلفة لتتبع حركة أسعار الأسهم سواء على المستوى السوقي (البورصة) أو ورقة معينة ومن.

نماذج التحليل الفني، نموذج دورة السوق وتشخيص الاتجاه الرئيسي The market cycle mode and basic trend identification ويمثل نمودجا لتتبع الاتجاهات السلوكية النمطية للسعر، وقدرة المتعاملين من مختلف التوجهات (مستثمرون، متاجرون) الاستفادة من خرائط النموذج في تحديد توقيتات قراراتهم بالبيع والشراء إذ توجد أربعة أنماط من الاتجاهات السلوكية للسعر<sup>(2)</sup>.

أ- اتجاهات قصيرة الأجل Short term trends وتمثل التغيرات من (3-6) أسبوع؛

ب- اتجاهات متوسطة الأجل Intermediate term trends وتمثل التغيرات من (6-9) أشهر؛

ج- اتجاهات أساسية (مبدئية) Primary trends وتمثل تغيرات زمنية ممتدة (9-12) أشهر؛

د- اتجاهات طويلة Secular trends وتمثل تغيرات زمنية تمتد إلى عدة سنوات.

#### • نظرية داو Dawt heray

تعتبر نظرية داو من أقدم وأشهر أدوات التحليل الفني وتنسب النظرية إلى تشارلز داو الذي ينسب له أيضا مؤشر داو جونز، أما سمعة وشهرة النظرية فترجع إلى أنها تنبؤات بأزمة الكساد العظيم 1929 حيث نشرت جريدة وول ستريت في أكتوبر 1929 تحليلا يقوم على نظرية داو، أشارت فيه إلى أن السوق الصعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ، ولقد تحققت النبوة وأخذت أسعار الأسهم في الهبوط،<sup>(3)</sup> وتشير إلى عدة مبادئ يمكن إدراج أهمها فيما يلي<sup>(4)</sup>:

✓ وجود ثلاثة حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت؛

✓ ووفقا لأنصار داو لا يمكن أن يتأكد الاتجاه الأساسي الجديد في أسعار البورصة الذي يعكسه مؤشر داو جونز، ما إذا اتضح أن هناك اتجاه أساسي مماثل قد حدث في مؤشر صناعة معينة؛

✓ حجم التداول يجب أن يعزز اتجاه الأسعار؛

✓ نفترض أن تواصل الأسعار ميزها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعلن انعكاس مسار الأسعار.

1 - عبد المجيد المهيملي، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الرابعة، 2004، ص.47.

2 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.292.

3 - طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.ص.173-188.

4 - عبد المجيد المهيملي، مرجع سبق ذكره، ص.190.

**المبحث الثالث: ماهية كفاءة السوق المالية**

أثارت فكرة السوق المالية الكفاء وما زالت تثير اهتمام الباحثين والمتعاملين، ووفقا لمفهوم كفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة تصل إلى المتعاملين، ونظرا للأهمية البالغة لهذه الأخيرة سوف نحاول من خلال هذا المبحث تقديم مفهوما لكفاءة الأسواق المالية وإبراز علاقتها بالمعلومة وعلاقتها بالحركة العشوائية للأسعار.

**المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية**

إن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيص للموارد المتاحة لما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

1- مفهوم كفاءة السوق: في السوق الكفاء (Efficient market) يعكس سعر سهم مؤسسة ما المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية معلومات تثبتتها وسائل الإعلام السجل التاريخي لسعر السهم أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة<sup>(1)</sup>.

كما يقصد بالسوق الكفاء أنه: "ذلك السوق الذي ينعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم".

وإذا كان الأمر كذلك يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة، تعكس تماما قيمته الحقيقية أو الذاتية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر<sup>(2)</sup>.

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

أ- الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فتوقعات المستثمرين مماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية<sup>(3)</sup>:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات كالغاء كل القيود المتعلقة بتكاليف المعاملات وذلك لتسهيل عملية دخول وخروج المستثمرين من السوق.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

1 - عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، درا أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص.31.

2 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص.400.

3 - المرجع نفسه، ص.401.

• إن المستثمرين يتصفون بالرشد ومن ثمة فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم؛

ب- الكفاءة الاقتصادية: تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وانعكاسها على أسعار الأسهم، حيث سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل (1).

### المطلب الثاني: العلاقة بين معلومة وكفاءة السوق المالية

أولا: علاقة معلومة بالسوق المالية

لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق المال ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها، وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صيانة القرارات (2).

أي استخدام المعلومة بطريقة ذكية وفعالة تسمح للمبادلات الاقتصادية بالاقتراب من وضعية السوق المثالي (الكفاء) أين يكون المتعاملين مطلعين بشكل كامل ولا يوجد تكاليف لاستعمال السوق.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة بصفة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية، على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق المال، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق والتعامل ويؤدي ذلك إلى رفع كفاءة الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية (3).

تعتبر المعلومات مصدرا رئيسيا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية اقتصاديا هناك ثلاثة أطراف تتعامل بالمعلومات وهم: معدي أو منتجي المعلومات، مستخدميها، مراجعيها.

1- بالنسبة لمعدي ومنتجي المعلومات لديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها هي (4):

أ- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق؛

ب- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين؛

ج- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى؛

د- التضليل والخداع في المعلومات.

2- بالنسبة لمستخدمي المعلومات لديهم أربعة حالات ممكنة هي:

1 - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص.150.

2 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.135.

3 - هوشار معروف، "الاستثمار في الأسواق المالية"، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص.75.

4 - شوقي السيد فوده، "نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات الحاسوبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، مجلة آفاق الجديدة، العدد 4، مصر، 1998، ص.165.

أ- الحصول على المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث؛

ب- شراء المعلومات من السوق مباشرة؛

ج- الحصول على المعلومات مجاناً؛

د- تقييم المعلومات المتاحة المتوفرة.

ويبين العرض السابق أن كفاءة السوق المالية تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على (1):

● إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي، وهو ما يعرف بإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

● توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة معينة لحساب القيمة الحقيقية لها.

فهذا السوق المالية فعالة هي سوق شفافة بشأن المعلومات حيث تعتبر شرطاً لازماً لحسن سير بورصة فعالة.

ثانياً: العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق

إن هناك علاقة وثيقة بين هذين المفهومين فالسوق الكفاء هو الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، وإن ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار قد سبقت بزمن طويل جهود الباحثين التي كشفت عن كفاءة السوق هذا وقبل أن نكشف عن أبعاد العلاقة بين المفهومين نعرض سرد تاريخي لاكتشاف تلك الظاهرة.

1- ظاهرة الحركة العشوائية: يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في العام 1900، إلى باحث فرنسي يدعى لويس باشيليه Louis Bachelier فلقد أسفرت متابعته لتغيرات المتتالية لأسعار في سوق السلع عن أنها تفتقد وجود أي رابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار، وقد علق على ذلك بالقول أن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة، حيث لا يمكن للبايع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره، بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تعد في الحقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق إلى الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ.

ويتضح من ذلك أن الغرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرون يهدفون إلى تعظيم أرباحهم ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخرين- لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم وأن الأخبار التي تنطوي عليها فتكون سارة أو غير سارة فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية(2).

**المطلب الثالث: متطلبات كفاءة الأسواق المالية**

1 - محمد صالح حناوي ، مرجع سبق ذكره، ص.132.

2 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.505-506.

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة حيث يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

1- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مفادوها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص الاستثمار سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها مما يعني زيادة حصة إصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

2- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو لإبرام عقد اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

أ- كفاءة التسعير (price efficiency): أو الكفاءة الخارجية هي سرعة الوصول للمعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين دون فاصل زمني كبير وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

ب- كفاءة التشغيل (operational efficiency): أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار أو المتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، ولما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل<sup>(1)</sup>.

#### المبحث الرابع: الصيغ المختلفة لقياس كفاءة الأسواق المالية

تظهر السوق المالية في ثلاثة صيغ مختلفة حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث توضيح الصيغ المختلفة لكفاءة السوق واختبار كل صيغة على حدى.

##### المطلب الأول: الصيغة الضعيفة

سنعرض لهذه الصيغة من خلال ما يلي:

##### أولاً: تعريف الصيغة الضعيفة

1 - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص.35.

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم على حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار (1). وبعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي رابط أو ما يمكن أن نعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار (2). وقد تعرض بعض الباحثين والمهتمين بالموضوع لبعض المداخل المستعملة للاختبار.

#### ثانياً: اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة

وقد تعرض بعض الباحثين والمهتمين بالموضوع لبعض المداخل المستعملة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة وهي ثلاثة: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

1- سلسلة الارتباط: يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين اتجاه الأسعار، حيث أن الصيغة الضعيفة تفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة قصيرة (شهر أو أكثر) لأن عند وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية، كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل، لذا يوصي بتقنية البيانات قبل إجراء التحليل (3).

2- قواعد التصفية: يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط باعتبار أسلوب بسيط وغير كافي لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يعتقدون بتلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، يمكن من خلالها تحديد توقيت الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له بعد الخصم تكلفة المعاملات عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد، حيث يطلق عليها بقواعد التصفية (4).

ويوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية: المجموعة الأولى تقوم على أن ارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرار الشراء، أما انخفاض في السعر يعد مؤشراً سلبياً لقرار البيع. أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية تقتضي أن الصيف موسم ارتفاع الأسعار والشتاء موسم انخفاض الأسعار، وهناك ما يقتضي بأن أسعار الأسهم تنخفض في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي الشهور وهو ما يسمى بتأثير التوقيت، أما المجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم (5).

3- اختبار الأنماط الطارئة: يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات.

1 - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص.34.

2 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.284.

3 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.515.

4 - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص.219.

5 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.77.



(+) تعني حركة سعرية زائدة.

(-) تعني حركة سعرية بالنقص.

(0) صفر يعني عدم وجود حركة.

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير<sup>(1)</sup>.

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين هو أنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في سلسلة زمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة (+) أو سالبة (-) بينما تضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير، وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحد أو أكثر من المداخل الثلاثة على مصداقية الصيغة الضعيفة لغرض كفاءة السوق. وهذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا وإلا ما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة للكفاءة

يمكن الإلمام بجوانب هذا المستوى من خلال:

أولا: تعريف الصيغة المتوسطة للكفاءة

تعني الصيغة المتوسطة لكفاءة الأسواق المالية: "مجموع المعلومات العامة ويمكن أن تتمثل في كل معلومة متعلقة بالمؤسسة المصدرة مثل: التقارير السنوية، إعلان الأرباح، توزيع أسهم مجانية، المعلومة الواردة من الصحافة... الخ، الغرض هو اختبار إذا ما كانت تعتدل بسرعة مع هذه المعلومة بمعنى إذا كان السوق المالي يتوقع بصورة صحيحة الإعلان أو إعلام النتائج".

وباختصار يمكن الحكم على سوق ما أنها تتميز بكفاءة متوسطة "إذا لم يستطيع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات المتاحة مثل: القوائم المالية للمؤسسة"<sup>(3)</sup>.

ثانياً: اختبارات الصيغة المتوسطة لكفاءة

اختبارات الصيغة المتوسطة للكفاءة كثيرة والحوادث المختبرة كثيرة، وأكثر الاختبارات تحققت على سوق الأسهم، لأن أسعار الأسهم كان لها اثر مباشر وميكانيكي على الاختبارات.

1- اشتقاق الأسهم: المقصود باشتقاق الأسهم تقسيم أو تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، كأن يقسم سهم قيمته الاسمية 400 وحدة نقدية إلى سهمين بقيمة 200 وحدة نقدية لكل واحد أو تقسيمه إلى أربعة أسهم بقيمة 100 وحدة نقدية لكل واحد منها، ذلك انه كلما انخفضت قيمة السهم سهل التعامل به<sup>(4)</sup>.

إن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل متوسط القوة الرباعي

« Roll, Jensen, Fisher, Fama »، أو كما يرمز لهم بـ (FFJR) حيث ركزوا على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق "Stook Split" استعملت هذه الدراسة نموذج

1 - إيهام الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص.46.

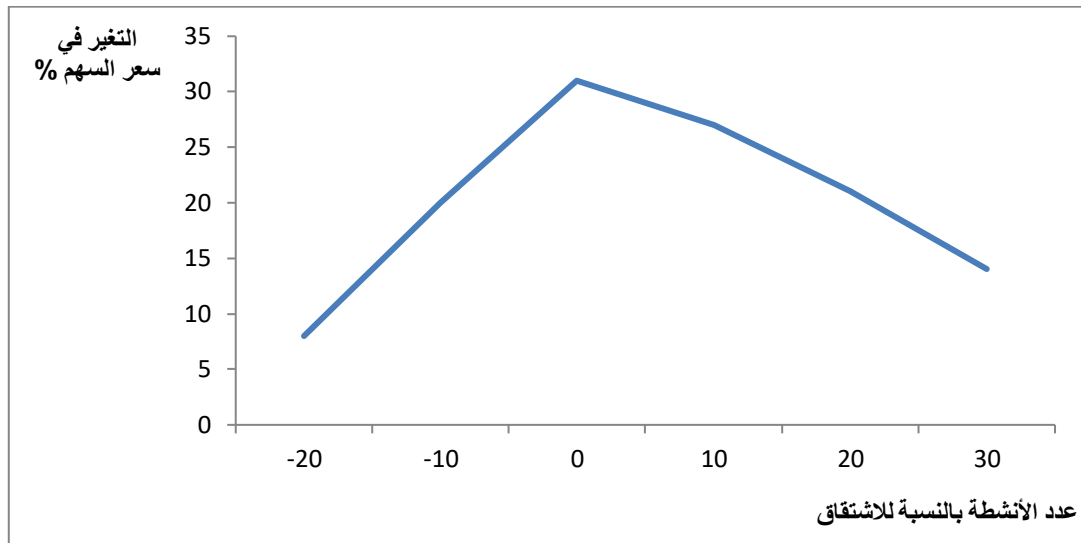
2 - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص.221.

3 - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.35.

4 - فيروز رجال، "أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمه، 2003-2004، ص.62-63.

السوق وشملت 940 اشتقاق على مدى 60 شهرا من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، وقد أكدت ارتفاع أسعار الأسهم المهنية بالاشتقاق خلال الثلاثين شهرا التي سبقت العملية وثباتها نسبيا بعدها.

الشكل رقم (1-3): تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق



**المصدر:** فيروز رجال، "أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004 ص.63.

بينت الدراسة أن الاشتقاق يفسر من قبل المستثمرين على أنه علامة تحسن في التدفقات النقدية للمؤسسة، وارتفاع في الأرباح الموزعة وللتأكد من هذه الفرضية قسمت الأسهم المكونة للعينة المدروسة إلى قسمين هما (1):

أ- القسم الأول: يتكون من المؤسسات التي وزعت أرباحا أكبر من متوسط الأرباح الموزعة بالنسبة للسوق ككل، وذلك بعد عملية الاشتقاق.

<sup>1</sup> - فيروز رجال، مرجع سبق ذكره، ص.ص.69-71.



ب- القسم الثاني: فيتكون من أسهم المؤسسات التي وزعت أرباحا أقل من متوسط أرباح السوق.

تم التوصل إلى أن القسم الأول حقق أرباحا موجبة عالية نسبيا، هذا ما يفسر أن الاشتقاق ينبئ بارتفاع الأرباح الموزعة، أما القسم الثاني فقد لوحظ انخفاض في عوائد أسهمه بعد عملية الاشتقاق لمدة حوالي سنة ثم تبدأ بعد ذلك في الاستقرار.

2- المعلومات المحاسبية: إن تغيير إجراء من إجراءات المحاسبة في المؤسسة من شأنه يغير من النتائج المحققة فكثيرا ما يلجأ المديرون أو المديرون إلى بعض التقنيات المحاسبية لإظهار أن مؤسستهم في وضعية مالية أحسن من الأمثلة على هذه الممارسات الانتقال من طريقة إلى طريقة أخرى في تقسيم المخزون والتحول من طريقة إلى أخرى في حساب الإهلاكات.

لقد أكدت دراسة قام بها "Sunder" عام 1975 وأخرى قام بها "Roll & Kamplan" أن السوق تستجيب لمثل هذه التغيرات التي تمس القوائم المالية، غير أننا نعتقد أن هذه الاستجابة لا تجلب أرباحا غير عادية، لأن المتعاملين في السوق يدركون مسبقا أثر تلك القواعد على النتائج المسجلة وعلى الأسعار، وبالتالي سرعان ما تتراجع هذه الأخيرة لتعكس القيمة الحقيقية للسهم، لأن تلك التغيرات قد تسيء إلى المؤسسة أكثر مما تفيدها، لأن المستثمرين سيعتقدون أنها في حالة ضعف الأمر الذي يجعلها تغير في الطرق المحاسبية للظهور بوجه أحسن.

وعليه فإن المعلومات المتعلقة بتغيير القواعد المحاسبية سرعان ما تنعكس في أسعار الأسهم المعنية، هذا ما يدل على أن السوق كفئة - إلى حد ما- في هذه الصيغة من صيغ الكفاءة، وقد أختبر هذا الشكل باستعمال عدة مؤشرات أخرى منها: الإصدارات الجديدة، حجم التعامل والاندماج، فوجد أن هذه المعلومات سرعان ما تنعكس في السعر أي لا يمكن استعمالها في تحقيق أرباح مميزة إذن فغالبا ما تكون السوق كفئة في هذا الشكل.

#### المطلب الثالث: الصيغة القوية للكفاءة

من الأشكال الثلاثة للكفاءة الشكل القوي والذي يعتبر الأكثر صعوبة في التحقق.

#### أولا: تعريف الصيغة القوية للكفاءة

يقصد به "أن الأسعار لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير المعروفة بعد"<sup>(1)</sup>. كما يمكن القول أن الأسواق المالية تتميز بمستوى كفاءة قوي "إذ لم يستطيع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات الخاصة غير المنشورة مثل خطة اندماج المؤسسة"<sup>(2)</sup>.

#### ثانيا: اختبارات الصيغة القوية للكفاءة

لقد اختبر هذا الشكل باستعمال عدة مؤشرات منها ما يلي (3):

1 - عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص.188.

2 - محمد عبده مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.35.

3 - محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002، ص.388.

1- المؤسسات المختصة في الاستثمار: من أهم هذه المؤسسات صناديق الاستثمار الجماعي، تعاونيات استثمار الأموال (Mutual Funds)، تم اختيار هذه الأخيرة لتكون محل اختبار الصيغة القوية، باعتبار أن مدرائها كثيرو التردد على البورصة بصفة خاصة والسوق المالية بصفة عامة، كما أن لهم اتصالات كثيرة في المجال المالي، إذن فبإمكانهم الحصول على معلومات قبل غيرهم من المستثمرين، تؤهلهم لتحقيق أرباح أعلى من الأرباح العادية. لقد أجريت عدة اختبارات على مثل هذه المؤسسات أهمها ما يلي:

أ- الاختبار الأول قام به "Irwin Friend" حيث درس النتائج المسجلة من قبل مؤسسة استثمارية متخصصة لفترة تراوحت بين ديسمبر 1952 وسبتمبر 1958، توصل إلى نتيجة مفادها أن هذه المؤسسات لم تحقق في الغالب نتائج أفضل من تلك المحققة من قبل محفظة مالية عادية تحتوي على التركيبة نفسها من الأوراق المالية.

ب- الاختبار الثاني قام به "Sharpe.W.F" درس خلاله 34 مؤسسة مالية ما بين 1954-1963 إذا لم يأخذ معدلات العائد بعين الاعتبار فحسب بل أدخل أيضا عامل الخطر (مقاسا بتغيير معدلات العائد لكل مؤسسة) توصل إلى نتيجة هامة مفادها أن سوق الأسهم والأصول المالية الأخرى تعمل بكفاءة عالية.

اختبارات أخرى قام بها كل من willamson, Crachett cumby cheney، وغيرهم حيث أكدوا على عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد ذلك الذي يمكن تحقيقه باستعمال إستراتيجية "اشترى واحتفظ".

2- المتاجرة الداخلية بالأسهم

تتمثل فئة المستثمرين الداخليين (insiders) أساسا في المديرين والمسؤولين في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، الذين عادة ما يقومون بالتجار في أوراقها المالية انطلاقا من معلومات يتحصلون عليها قبل غيرهم من المستثمرين الخارجيين<sup>(1)</sup>.

ففي دراسة قام بها Meiderhoffeer & Lorie، خصت تحليل العمليات التي قامت بها تلك الفئة ما بين جانفي 1950 وديسمبر 1960 وذلك على 105 مؤسسة مسجلة في بورصة نيويورك، حيث لاحظ الباحثان أن الأطراف الداخلية إذا ما اشترى ورقة معينة بصورة مكثفة فإنه عادة ما تكون نتائجها أحسن من نتائج السوق، أي متوسط ما تحققه الأوراق المالية المعنية وتبلغ أكثر قبل ارتفاع السعار للأوراق المالية المعنية، وتبيع أكثر قبل انخفاضها، هذا ما جعلها تحقق أرباحا أعلى من تلك التي يحققها المستثمرون العاديون، أي أن السوق غير كفء عند هذا الشكل من أشكال التعامل.

هناك دراسات عديدة قام بها كل من "Zaman Rozeff Born & Sheyn" توصلوا من خلالها إلى النتائج ذاتها تقريبا، أي أن المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسساتهم يحققون أرباحا متميزة وذلك لاستحواذهم على معلومات غير منشورة<sup>(2)</sup>.

1 - محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.389.  
2 - فيروز رجال، مرجع سبق ذكره، ص.85.

## خلاصة

يلعب السوق المالي دورا هاما في الحياة الاقتصادية إذ انه يتيح فرصة تقابل العرض والطلب على رؤوس الأموال، وذلك لقيامه بجملة من الوظائف ولكي تؤدي السوق المالية هذه الوظائف بفعالية لابد من توفر مجموعة من الوسائل والأدوات التي نقصد بها الأصول المالية بمختلف أنواعها أسهم، سندات ومشتقات مالية.

وعليه يقسم السوق المالي إلى سوق رأس المال وسوق النقد والذي بدوره ينقسم إلى سوق آجلة وعاجلة لينقسم فيما بعد إلى سوق أولي وثانوي بنوعيه المنظم وغير المنظم والذي ينقسم أيضا إلى سوق ثالث ورابع.

حيث يشترك في إجراء وإتمام المعاملات في السوق المالي عدد كبير من المتعاملين من (الوسطاء، الجمهور... الخ)،

وتعتبر مؤشرات الأسواق المالية مرجعية معلوماتية هامة للمستثمرين والمحللين لاتخاذ قراراتهم، حيث ينقسم المحللين إلى فئتين الأولى فئة المحللين الذين يستخدمون التحليل الفني والفئة الأخرى يستخدمون التحليل الأساسي.

وفي الأخير حاولنا دراسة مفهوم كفاءة السوق المالية هذا المفهوم الذي أثار الكثير من الجدل والنقاشات في السنوات الأخيرة حيث توصلنا إلى أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر السهم بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق حيث يكون سعر السهم مساوي لقيمته الحقيقية، وللسوق الكفاء ثلاثة صيغ وتتمثل في الصيغة الضعيفة، المتوسطة، والقوية.

## للشهم

## مقدمة:

تعتبر عملية تقييم الأسهم صعبة نظرا لما تتطلبه هذه العملية من إلمام بإستراتيجيات إدارة المؤسسة، والنظريات الاقتصادية وطرق تقييم ظروف السوق (المنافسة، التطور التكنولوجي وتأثيره على المؤسسات والمعاملات داخل الأسواق المالية)، وإن كانت عملية تحديد قيمة السهم عملية صعبة فإن الأصعب من ذلك هو تحديدها في ظل سوق غير كفاء، وذلك لصعوبة تحقيق الكفاءة الكاملة للأسواق المالية.

ولقد بدأت القيمة السهمية تعرف وجودا خاص بعد العمل المنجز حول ما يعرف بنموذج تقييم الأصول المالية، والذي يقوم بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في الأسهم.

الأمر الذي يدفعنا إلى البحث عن أهم الطرق التي تتحدد بها قيمة السهم في السوق المالي والتي يتم على أساسها التبادل، أو بعبارة أخرى كيف تؤثر تقديرات المستثمرين للإيرادات المستقبلية وتوزيعها على العرض والطلب ومن ثم على قيمة السهم.

## المبحث الأول: قيمة السهم

يعتبر تحديد قيمة السهم أمر ضروري في الأسواق المالية لذا سنحاول أن نسلط عليها الضوء في هذا المبحث من خلال دراسة ماهيتها والعوامل المؤثرة فيها وأهم محدداتها.

## المطلب الأول: ماهية القيمة

يعتقد بأن قيمة الشيء تنعكس في ثمنه أو سعره، أو أن سعر الشيء يعبر عن قيمته.

للسهم

حيث اعتبرت القيمة في قاموس العلوم الاقتصادية على أنها: "الميزة الأساسية والجوهرية لسلعة أو لخدمة مقدرة من طرف أولئك الذين يستعملونها أو يمتلكونها"<sup>(1)</sup>.

وقد تم تعريف السعر (الثمن) في السوق المالية باعتباره هو القيمة التي يبلغها السهم أثناء انعقاد جلسات سوق الأوراق المالية ويتم تسجيل هذا السعر بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعير.

والثمن هنا نقصد به السعر أي سعر السهم أو بتعبير أوضح قيمة السهم في السوق المالي والذي يتغير تبعاً لظروف السوق أي حسب العرض والطلب.

وعليه يمكن القول أن سعر وقيمة السهم مفهومان يتداخلان وكلما اقترب الواحد من الآخر كلما تميز السوق بكفاءة<sup>(2)</sup>.

حيث وفي ظل السوق الكفاء يفترض أن يتساوى سعر السهم مع قيمته الحقيقية وهي القيمة التي تعوض المستثمر عن مخاطر الاستثمار فيه، ولكن قليلاً ما تتساوى القيمة الحقيقية مع قيمة السوقية وذلك لأنه من الصعب أن تحقق السوق الكفاءة الكاملة حيث يحقق السعر والقيمة الحقيقية وظيفتين أساسيتين: وظيفة داخلية ووظيفة خارجية.

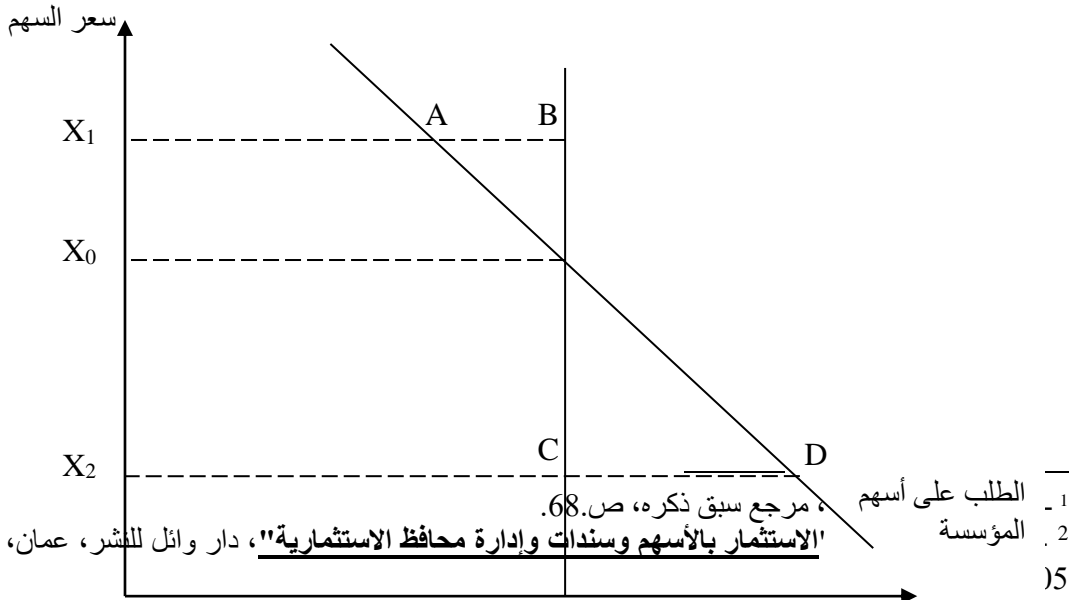
1- الوظيفة الداخلية للسعر: كونه يحدد القيمة الحقيقية للسهم، وبالتالي فهو يعكس الحالة الحقيقية للسوق.

2- الوظيفة الخارجية للسعر: كونه عامل من عوامل التطور الاقتصادي.

المطلب الثاني: محددات السعر السوقي للسهم

السهم مثله مثل أي سلعة أخرى يتحدد سعره في السوق وفقاً لدالتي العرض والطلب، ويلاحظ في حالة الأسهم أن العرض من سهم مؤسسة معينة يكون ثابت في لحظة ما هذا ما يعبر عنه بخط رأسي مستقيم كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): منحني الطلب والعرض على أسهم المؤسسة



المصدر: محمد الصالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، "تقييم الأسهم وسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص. 52.

أما عن الطلب الكلي على الأسهم فإنه يعتمد على السعر الذي يمكن شراء الأسهم به ولذلك يمكن القول أنه عند الأسعار المرتفعة فالذين سوف يرغبون في شراء الأسهم هم أولئك المتفائلون بمستقبل الأسهم ولا شك أن عدد هؤلاء يكون قليلاً<sup>(1)</sup>.

عند انخفاض سعر الأسهم يؤدي هذا إلى زيادة الطلب وهذا ما يدل على وجود العلاقة العكسية بين سعر السهم والطلب عليه، ويتحدد سعر التوازن في النقطة  $X_0$  وهذا عندما تتعادل الكمية المطلوبة من السهم مع الكمية المعروضة، وعند ارتفاع سعر السهم من  $X_0$  إلى  $X_1$  فإن المستثمرين سوف يرغبون في الاستحواذ على كمية من الأسهم تقل عن الكمية المعروضة والتي تتحدد بمقدار  $AB$  والعكس في حالة انخفاض السعر عن سعر التوازن فسوف تكون الكمية المطلوبة من السهم تزيد عن الكمية المعروضة بالمقدار  $CD$  وهو ما يدفع سعر الأسهم إلى الارتفاع ليصل إلى نقطة التوازن  $X_0$ .

فكلما كان هناك تباين بين آراء المستثمرين حول خصائص سهم معين كلما انحدر منحني الطلب من الأعلى إلى الأسفل، أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحني الطلب أفقياً بغض النظر عن منحني العرض وهذا راجع ربما إلى نوعية وكمية المعلومات التي قد يحصلون عليها.

وبالتالي سينشأ ذلك انحدار لمنحني الطلب من الأعلى إلى الأسفل بدرجة ميل معينة والسعر السوقي الحالي للسهم لا يمثل إجماع السوق عن قيمته المحورية ولكنه يعكس رأي المستثمر الجدي وهو المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره ولو بشكل ضئيل عن السعر الحالي.

أسعار التوازن والمتاجرة في سوق الأسهم سوف تتغير عند<sup>(2)</sup>:

- 1- ورود معلومات جديدة للسوق تؤدي إلى انتقال منحني الطلب؛
- 2- تغير الكمية المعروضة من الأسهم (على افتراض أن أداء المستثمرين مختلف وليس متماثل).

ويمكننا القول أن القيمة التقديرية التي يحددها المستثمر لسهم معين تختلف عن القيمة السوقية، كون المستثمر لا يستحوذ على نفس المعلومات التي تحصل عليها غيره.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

عندما نبحث عن الربح في السوق المالي يجب مراعاة مجموعة من العوامل الرئيسية التي تؤثر في اختيار السهم الذي يفضل اقتناؤه في شتى الظروف، مع الأخذ بعين الاعتبار أن نسبة الأرباح المتوقعة تتناسب طردياً مع نسبة المخاطرة، لذلك سيتم عرض أهم العوامل المؤثرة في سعر السهم فيما يلي<sup>(3)</sup>:

1 - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص. 52.

2 - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص. 53-54.

3 - العديد من المراجع أهمها:

- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص. 151.

## للسهم

- 1- الحركة العامة للسوق المالي، تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً بما تشهده السوق المالية من تقلبات في حجم الطلب والعرض من الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها المضاربون بهدف تأثير على الأسعار في السوق المالي، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذب في أسعار الأسهم؛
- 2- كميات التداول من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل مؤسسة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه المؤسسة؛
- 3- وضعية المؤسسة المصدرة في الماضي، الحاضر، المستقبل، متجسدة في النتائج المسجلة في السنوات السابقة والمتعلقة بالتدفقات الداخلة ومعدل خصمها، معدل نمو المؤسسة، الأرباح الموزعة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، المردودية وخاصة مضاعف السهم (هو حاصل قسمة سعر السهم على الربح لكل سهم أو رسمة السوق المالي للمؤسسة على الربح الإجمالي الصافي)، والذي يعتبر بمثابة مقياس ثقة للمستثمرين وكذلك مقياساً جيداً لسعر السهم، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم؛
- 4- حالة الاقتصاد أي الحالة العامة والتي تمثلها النشاطات الاقتصادية والتي يعتبر مؤشرها، الناتج المحلي الإجمالي حيث يغزي التنوع والانتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو في الاقتصاد والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على السهم العادي وتزداد قيمته في السوق نتيجة لذلك في حين أن الركود وانكماش اقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية، والذي يقود إلى انخفاض الطلب على السهم العادي وتنخفض قيمته في السوق بسبب ذلك.
- 5- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق مرتبط بمجموع العوامل السابقة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على العرض مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم العادي، ويحصل العكس عندما تتحقق زيادة في عرض السهم على الطلب عليه، فإن قيمته السوقية تنخفض<sup>(1)</sup>.
- 6- رشد المستثمر من حيث النوع، العمر، الخبرة، التأهيل...إلخ، وذلك للتعرف على مدى مساهمته وتأثير كل عامل من تلك العوامل على الأسعار السوقية للسهم وبالتالي تسهيل مهمة السيطرة عليها والتحكم فيها، من خلال المشاركة في تعزيز وتعميق العناصر الإيجابية ومن ثم استثمارها إلى أقصى حد ممكن ومشاركة في معالجة العناصر السلبية وبالتالي تخفيضها إلى أدنى حد ممكن وكل ذلك يهدف لضمان تحقيق ما يمكن من العوائد بأقل ما يمكن من التقلبات وبالتالي الاستحواذ على قرار الاستثمار في السوق المالي<sup>(2)</sup>.

- جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 124-126.

1 - محمد صالح حناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002، ص.ص. 207-208.

2 - فيصل محمود الشوارة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص.ص. 90-91.



### المبحث الثاني: طرق وأساليب تقييم الأسهم

يقوم المستثمر بتقييم الأسهم العادية من أجل معرفة المردودية الاستثمارية في تلك الأسهم، باعتبار أن هذه الأخيرة، لا تدر عائدا ثابتا، ولا تضمن للمساهم عائدا بصورة دورية نجد أن المستثمر يبحث دائما عن الإجابة للسؤال: هل قيمت السوق السهم بدقة، وما مدى قرب وبعد هذه القيمة للقيمة الذاتية للسهم؟ لهذا سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم أساليب وطرق تقييم الأسهم.

#### المطلب الأول: نماذج تقييم الأسهم العادية

هناك اختلاف كبير في طرق وأساليب تقييم الأسهم نظرا للاختلاف القناعات ووجهات النظر حول أي الطرق أفضل، وبالتالي فإن السهم يأخذ عدة قيم يمكن إدراجها فيما يلي:

##### أولا: قيم السهم

هناك عدة مفاهيم لقيمة السهم منها(1):

- 1- القيمة الاسمية: هي القيمة المدونة على شهادة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة.
- 2- القيمة الدفترية: تتمثل في قيمة حقوق الملكية تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- 3- القيمة عند التصفية: تمثل قيمة التصفية مقدار ما يحصل عليه المساهم من كل سهم يمتلكه في حالة تصفية المؤسسة، والقيام ببيع أصولها وسداد ما عليها من التزامات، ويمكن احتساب قيمة السهم عند التصفية باستخدام المعادلة التالية:

المحصل من بيع الأصول – المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة

عدد الأسهم المصدرة

<sup>1</sup> - العديد من المراجع أهمها:

- سعيد عبد الحميد مطاوع، "الإدارة المالية مدخل حديث"، دار أم القرى، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص.375.

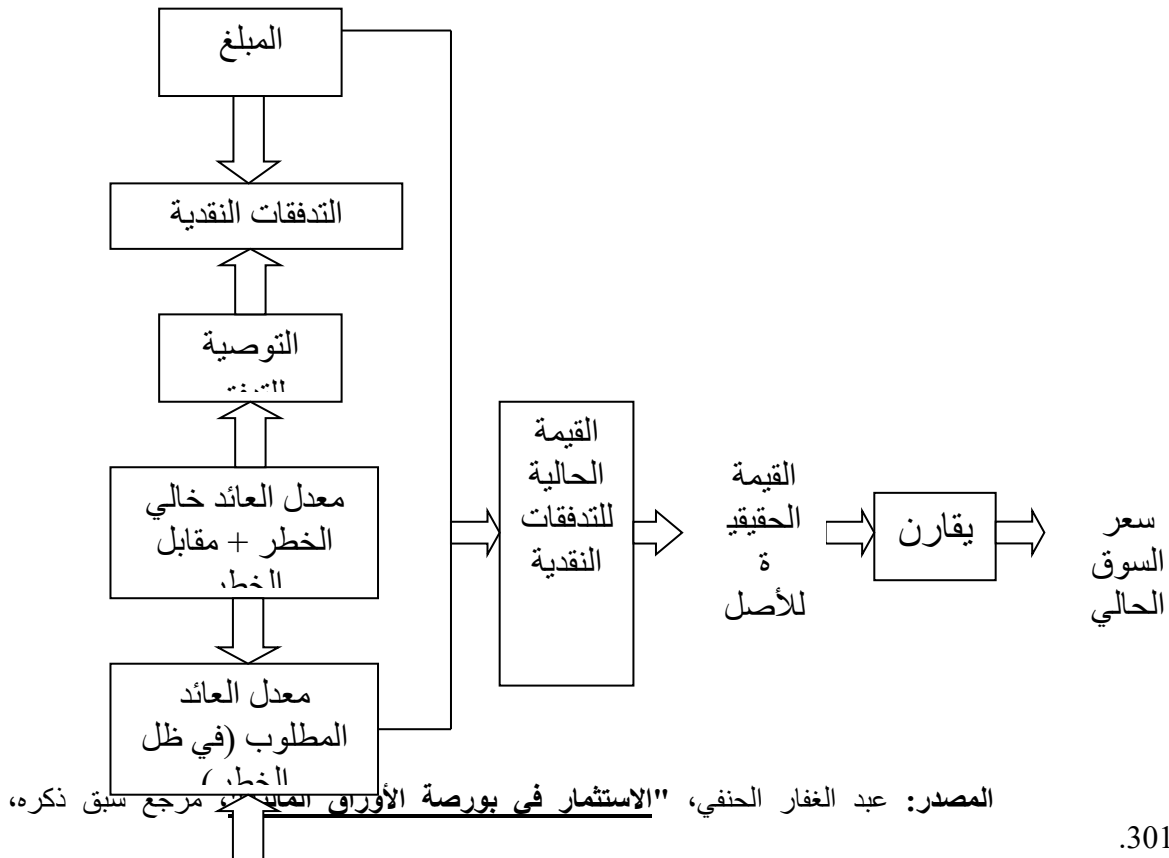
- حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص.144.



للسهم

- 4- القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع ويشترى بها السهم في السوق المالي.  
 5- القيمة الحالية: يقيم السهم وفقا لهذا الأسلوب بحساب القيمة الحالية لتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها صاحب السهم مستقبلا.  
 أي توزيعات مستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا السهم، حيث نعتد على القيمة الحالية في تحديد القيمة العادلة للسهم، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): صافي القيمة الحالية كمدخل سعر السهم



ثانياً: نماذج تقييم الأسهم

هناك عدة نماذج لتقييم الأسهم وتحديد القيمة العادلة للسهم ونماذج نذكر منها ما يلي:

1- نموذج خصم (خصم التوزيعات)

يعتبر أكثر المداخل استخداماً لتقييم الأسهم، وتتطلب هذه الطريقة قيام المحلل المالي بتقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل، وكذلك تقدير معدل العائد المطلوب، يضاف إلى ذلك تحديد عدد الفترات أو السنوات التي من المتوقع أن تستثمر التوزيعات خلالها<sup>(1)</sup>. كذلك يقوم نموذج الخصم Discount Model أو ما يطلق عليه نموذج رسمة الدخل Capitalisation of income model على القاعدة الراسخة التي تقتضي بأن القيمة العادلة لأي

1 - محمد حناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص.59.

للسهم

استثمار، بما فيها الاستثمار في الأسهم العادية، تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم ملائم كما توضحه المعادلة التالية: (1)

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_s)^n}$$

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث أن:

$\hat{P}_0$ : تمثل القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم أو ما يسمى بالقيمة العادلة للاستثمار أو قيمة النظرية أو الذاتية.

$D_t$ : الأرباح موزعة خلال فترة الاحتفاظ بالسهم.

$r_s$ : معدل العائد المطلوب أو ما يسمى بمعدل خصم التدفقات النقدية.

$n$ : تمثل العمر الافتراضي للاستثمار أو الفترة الزمنية الممتدة حتى تاريخ استحقاق الأصل المالي.

نظرا أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، وبما أن السهم يستمر باستمرار المؤسسة، وبافتراض أن صاحب السهم قرر الاحتفاظ به إلى الأبد، فإننا نعوض  $n$  العمر الافتراضي للاستثمار بـ  $\infty$  وتصبح المعادلة كالتالي (2):

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

تعتبر هذه المعادلة النموذج العام لتقييم الأسهم باستخدام حصص التوزيعات حيث توزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وسوف نتناول الحالات المختلفة لنمط التوزيعات فيما يلي:

أ- نموذج نمو الصفري (حالة التوزيعات الثابتة)

يعتبر نموذج التوزيعات الثابتة أو النمو الصفري constant or zero growth model للتوزيعات عن الحالة التي يحصل فيها حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات عبر الزمن (3).

هذا يعني أن معدل نمو الأرباح الموزعة صفر، بمعنى أن  $D_1 = D_2 = D_\infty$  انطلاقا من ذلك يمكن تحديد قيمة السهم وفقا لمعادلة التالية:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

1 - بختة مفتاح، "تقييم المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص.60.

2 - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، "الإدارة المالية نظرية والتطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، السعودية، الجزء الأول، 2009، ص.260.

3 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1997، ص.ص.280-281.

للسهم

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

هذا في ظل أن للسهم تاريخ استحقاق محدد، إما في ظل افتراض أن السهم ليس له تاريخ استحقاق، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية (1):

$$\hat{P}_0 = \frac{D}{r_s}$$

انطلاقاً من هذه المعادلة يمكننا حساب القيمة الحقيقية العادلة للسهم ومن ثم مقارنتها بالقيمة السوقية للسهم، فإذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية هذا يعني أن السهم قيم بأقل مما ينبغي، وفي هذه الحالة يفضل الاحتفاظ بالسهم وشراء المزيد منه إذا كان المستثمر يملك الأموال اللازمة، أما إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة العادلة، هذا يعني أن سعر السهم مبالغ فيه، وينصح بعدم شرائه.  
ب- نموذج النمو الثابت

بالرغم من أن النموذج حالة اللانمو في توزيع الأرباح ينطبق على بعض المؤسسات إلا أن أرباح معظم المؤسسات يتوقع أن تزداد كل سنة، ومعدلات النمو المتوقعة تختلف من مؤسسة إلى أخرى، وأن نمو أرباح المؤسسات ينسجم إلى حد كبير مع معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي وبما أن أرباح المؤسسة الموزعة تنمو بمعدل ثابت فهذا يعني أن الأرباح الموزعة المتوقعة في كل السنوات القادمة يمكن تقديرها (2).  
ويمكن حساب قيمة السهم الحقيقية كما يلي (3):

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(g+r_s)^t}$$

حيث أن:

g: يمثل معدل نمو الثابت للأرباح الموزعة أو معدل نمو التوزيعات.  
وبما أن معدل نمو التوزيعات ثابت والمعادلة تغطي فترة زمنية طويلة يمكن تبسيطها كما يلي:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{D_1}{r_s - g}$$

وأيضاً يجب أن يكون (4):

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r_s - g} \quad (r_s > g)$$

حيث يمكننا من خلال هذه المعادلة استخراج قيمة معدل العائد المتوقع:  $\hat{r}_s$  كما يلي:

1 - محمد حناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

2 - مفتاح بخته، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

3 - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، مرجع سبق ذكره، ص. 403.

4 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 170.

للسهم

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r_s - g}$$

$$\hat{P}_0 = (r_s - g) = D_1$$

$$\hat{P}_0 r_s - \hat{P}_0 g = D_1$$

$$\hat{P}_0 r_s = \hat{P}_0 g + D_1$$

$$\hat{r}_s = \frac{D_1}{P_0 + g}, \text{ أي } r_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث أن:

$\hat{r}_s$ : يمثل العائد المتوقع على الاستثمار.

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم.

$g$ : معدل النمو المتوقع أو القيمة المتوقعة من الأرباح الرأسمالية.

$\frac{D^2}{r_s + g}$ : يمثل القيمة المتوقعة للأرباح أو التوزيعات.

عليه عند استخراج قيمة معدل العائد المتوقع على الاستثمار إذا كانت أقل من قيمة معدل العائد المطلوب، فهذا يعني أن سهم مبالغ فيها ويفضل بيعه، أما إذا كان العكس أي العائد المتوقع من الاستثمار أكبر من قيمة معدل العائد المطلوب يفضل الاحتفاظ بالسهم. تشير كذلك إلى حالة إذا كان معدل نمو التوزيعات  $g$  سالب أي حيث  $g < 0$  قيمة السهم في هذه الحالة كالتالي (1):

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r_s + g}$$

ومن أهم الشروط التي يخضع لها هذا النموذج ما يلي (2):

- يتوقع أن تنمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بعدل ثابت  $g$ ؛
- يتوقع أن يزداد سعر السهم بنفس معدل النمو؛
- العائد المتوقع من الربح  $\frac{D_1}{P_0}$  ثابت؛
- عائد الأرباح الرأسمالية المتوقع ثابت أيضا ويساوي معدل النمو  $g$ ؛
- معدل العائد الكلي المتوقع يساوي العائد المتوقع من الأرباح الموزع  $\frac{D_1}{P_0}$  زائد معدل

النمو في التوزيعات  $g$  أو عائد المكاسب الرأسمالية المتوقع.

ج- نموذج النمو غير الثابت

تمر دورة حياة مشاريع الأعمال عادة بعدة مراحل للنمو حيث تنمو هذه المشاريع في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو مشروع مع معدل نمو الاقتصاد، ثم تبدأ معدلات نمو المشاريع تتناقص أو في بعض حالات تكون معدلات سالبة (3).

ويطلق عليه نموذج النمو غير الثابت Nonconstant Growth Model أو بنموذج

النمو المتعدد Multiple-growth model على أساس أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا

1 - المرجع نفسه، ص. 170.

2 - مفتاح بخته، مرجع سبق ذكره، ص. 62.

3 - جمال الدين خاسف، "استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سطيف، 2004-2005، ص. 44.

للسهم

يظل على وتيرة واحدة وترتبط حالة النمو غير الثابت بالمؤسسات حديثة الإنشاء ففي بداية المرحلة نمو سريع تتجه المؤسسة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة، بينما ينذر إجراء توزيع للأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تتزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض، إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الإبقاء عليه في المدى الطويل، وحينئذ يستقر معدل النمو.

لو أن التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات سوف تبدأ بنمو سريع لفترة معينة، بعدها ينخفض معدل النمو وينتظم، وحينئذ ذو مرحلتين ولإيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة، وهو ما يمثل في نهاية القيمة العادلة للسهم ويمر بالخطوات التالية(1):

• إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال فترة النمو المتميز والتي سنفترض أنها تنهي عند الزمن "n".

• إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة التي تستمد من الزمن "n+1" إلى حتى "∞" ولتحقيق ذلك لابد من توافر ما يلي:

✓ إيجاد قيم التوزيعات المنتظمة المستقبلية عند الزمن "n".

✓ إيجاد القيمة الحالية للقيمة السوقية لسهم عند الزمن "n".

وبإضافة نتيجة الخطوة الأولى مع نتيجة الخطوة الثانية سنحصل على القيمة الحقيقية أو عادلة للسهم من خلال المعادلة التالية(2):

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+r_s)^t} + \frac{D_n + 1}{r_s - g} \times \frac{1}{(1+r_s)^n}$$

حيث أن:

n: تمثل تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية.

g: تمثل معدل النمو الثابت إلى يستمر من نهاية مرحلة النمو غير العادي.

وفي نفس العلاقة التي سنطبقها في الحالة الثانية وهي حالة نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة مع الأخذ بعين الاعتبار فقط أنه يجب في كل مرة التعويض بقيمة "g" المناسبة لحساب قيمة "Dt" حيث أن:

$$D_1 = D(1 + g_1), D_2 = D_1(1 + g_2), D_3 = D_2(1 + g_3)$$

حيث يمكن حساب معدل النمو التوزيعات g انطلاقاً من الصيغة التالية(3):

الأرباح المحققة في السنة القادمة = أرباح السنة الحالية + الزيادة المتوقعة في السهم

الزيادة المتوقعة في الربح = الأرباح المحتجزة لسنة × معدل العائد على هذه الأرباح

$$\frac{\text{الربح المتوقع للسنة المستقبلية}}{\text{أرباح السنة الحالية}} = \frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{ربح السنة}} \times \text{معدل العائد على الملكية}$$

1 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (أسهم وسندات)"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص.ص. 237-238.

2 - المرجع نفسه، ص. 380.

3 - مفتاح بخته، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 62-63.

للسهم

ومنه فإن: = نسبة الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الملكية  
معدل النمو التوزيعات

2- نموذج مضاف الربحية

إلى جانب نموذج خصم التوزيعات Dicident Discount Model يستخدم الأساسيين Fundamentalists مدخلا آخر بديل لتقدير القيمة الحقيقية للسهم هو مضاعف ربحية Earnings Multiplier أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى ربحية Price earnings ratio or p/e ratio الذي يحسب بقيمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم كما توضحه المعادلة التالية (1):

$$PER = \frac{P}{E}$$

حيث أن:

"P": تمثل القيمة السوقية للسهم في السوق أو ما يقصد بها سعر الإقبال في سوم التقييم.  
"E": تمثل ربحية السهم.

حيث يتأثر مضاعف الربحية بمتغيرين أساسيين هما: سعر السهم وربحيته. سوف نفترض أن الربحية ليست الربحية التاريخية (ماضية) بل الربحية مستقبلية وبالنسبة للسعر فسوف نفترض أن المؤسسة تتمتع نمو منتظم (معدل ثابت) في توزيعاتها بما يعني أن سعر السهم يتحدد بالمعادلة التالية والتي سبق الإشارة إليها كما يلي (2):

$$\widehat{P}_0 = \frac{D_1}{r_s - g}$$

بما أن المضاعف ليس محسوبا على أساس السعر الفعلي للسهم، بل على أساس السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم، ولما كانت  $D_1$  لا تخرج من كونها ربحية السهم في السنة التالية  $E_1$  مضروبة في الجزء من الأرباح الذي يقرر توزيعه Dividend payout ration وأن معدل النمو يتمثل في نسبة الأرباح المحتجزة مضروبا في معدل العائد على حقوق الملكية فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة لتأخذ الصورة التالية:

$$\widehat{P}_0 = \frac{E_1(1 - R)}{r_s - R \times 2}$$

حيث أن:

"E": تمثل ربحية السهم في السنة التالية.

"R": تمثل نسبة الأرباح المحتجزة.

(1-R): تمثل نسبة الأرباح الموزعة.

"L": تمثل معدل العائد على حقوق الملكية.

أما " $r_s$ ": تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

وبقسمة  $\widehat{P}_0$  على  $E_1$  نحصل على قيمة المضاعف على النحو الذي توضحه المعادلة التالية (1):

1 - محمد حناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص.66.

2 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص.ص.347-348.

للسهم

$$\frac{\widehat{P}_0}{E_1} = \frac{E_1(1-R)/E_1}{r_s - R \times L} = \frac{1-R}{r_s - R \times 2}$$

نلاحظ أنه توجد علاقة طردية بين مضاعف الربحية وبين الأرباح المتوقع توزيعها في العام القادم ونسبة الأرباح المحتجزة ومعدل العائد على حقوق الملكية وتكون العلاقة طردية أيضا بين مضاعف الربحية ومعدل النمو، فكلما ارتفع معدل النمو زادت الأرباح الموزعة في العام القادم.

أما العلاقة بين مضاعف الربحية ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار فهي علاقة عكسية فارتفاع معدل العائد المطلوب، يعني أن المستثمر يطلب تعويض كبير على المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم ووسيلته في الحصول على ذلك التعويض هو قيامه بشراء السهم بسعر منخفض، مما يعني بالتبعية أي انخفاض مضاعف الربحية.

المطلب الثاني: نماذج بديلة لتقييم الأسهم العادية

يعتبر نموذج تقييم الربحية earnings valuation model بديلا لتقييم الأسهم العادية يقوم على أساس ربحية السهم وليس توزيعاته، مع الأخذ في الاعتبار أن أي أرباح يتم احتجازها تمثل في الواقع استثمارة إضافية من جانب المساهمين<sup>(2)</sup>.

وبناء على ذلك يمكن القول أن القيمة الحقيقية لسهم تساوي القيمة الحالية لأرباح السهم المتوقعة مستقبلا مطروحا منها القيمة الحالية للأرباح المحتجزة وهذا ما يمكن التعبير عنه في المعادلة التالية<sup>(3)</sup>:

$$\widehat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+r_s)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث أن:

"E": تمثل ربحية السهم المتوقعة.

"I": تمثل حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة في أصول المؤسسة، والتي تساوي بالتام والكمال الأرباح التي يقرر احتجازها سنويا.

وإذا افترضنا أن الربحية المستقبلية للسهم سوف تنمو بمعدل ثابت حينئذ يمكن إعادة صياغة المعادلة والتي يطلق عليها نموذج الربحية ذو النمو ثابت constant growth earnings model كما يلي:

$$\widehat{P}_0 = \frac{E_1 - I_1}{r_s - g}$$

وهناك حالة خاصة لنموذج نمو الثابت وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساويا لمعدل العائد على حقوق الملكية، وحينئذ تكون القيمة العادلة للسهم على النحو الموضح في المعادلة التالية:

1 - المرجع نفسه، ص.348.

2 - محمد حناوي وآخرون، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص.70.

3 - المرجع نفسه، ص.70.



للسهم

$$\hat{P}_0 = \frac{E_1}{r_s}$$

تشبه هذه الحالة الخاصة حالة النمو الصفري في نموذج التوزيعات عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساويا لمعدل العائد المتوقع على الحقوق الملكية ومنه تكون للأرباح المحتجزة تأثير على تقدير القيمة العادلة للسهم.

2- نموذج تدفق النقدي

القاعدة الأساسية في الاستثمار، هي أن القيمة الحقيقية لأي استثمار مهما كانت طبيعته، تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية<sup>(1)</sup>.

حيث تعتبر طريقة التدفقات النقدية من أهم الطرق لتقييم الأسهم، حيث تعتمد على توقع قيمة التدفقات النقدية التي يمكن أن تولدها المؤسسة في المستقبل، ويقصد بالتدفق النقدي هنا صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه المصاريف غير النقدية التي لا تستخدم أموالا حاضرة، كالإهلاك ومخصصات تدني المخزون، ومخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، هذا من وجهة نظر محاسبية بحتة، أما من وجهة نظر المستثمر تتمثل في التدفقات النقدية المستقبلية وعليه يعتمد هذا النموذج على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية لكن قبل<sup>(2)</sup> ذلك لابد من تحديد نصيب السهم من التدفقات النقدية والتي سوف يتم توضيحها من خلال المعادلة التالية<sup>(3)</sup>:

$$ق = رس + \frac{\text{التكاليف غير النقدية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

حيث أن:

ق: تمثل نصيب السهم من التدفق النقدي الناتج عن العمليات.

رس: تمثل ربحية السهم والتي تحسب بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على عدد الأسهم.

وتجدر الإشارة أنه في نموذج تقييم الربحية استخرجنا نصيب السهم من الاستثمار الصافي دون احتساب الإهلاك ومخصصات الديون مشكوك فيها وغيرها من مصاريف النقدية، لكن في نموذج تدفق النقدي يتم إضافة المصاريف غير نقدية إلى الاستثمار الصافي ليحصل على الاستثمار الإجمالي.

فيتحدد نصيب السهم من الاستثمار الإجمالي بالعلاقة التالية:

$$T_a = \beta_a + \frac{F}{N}$$

حيث أن:

"Ta": تمثل الاستثمار الكلي في السهم ويشمل بالإضافة إلى الاستثمار في التكاليف غير نقدية؛

1 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.348.

2 - بختة مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص.66.

3 - محمد حناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.60.

للسهم

"F": تمثل التكلفة غير نقدية؛

"βa": تمثل الاستثمار الصافي من السهم؛

"n": تمثل عدد الأسهم.

وعليه يحسب نموذج تقييم السهم باستخدام التدفق النقدي كما يلي:

$$P_0 = \sum_{a=1}^{\infty} \frac{V_a - T_a}{(1 + r_s)^n}$$

حيث أن:

"Va": تمثل التدفق النقدي المتولد على الاستثمار عند الزمن a.

وفقا لمدخل التوزيعات إذا كان الاستثمار في السهم يتم إلى ∞، وتدفق ينمو بمعدل ثابت

فإن سعر السهم يمكن تحديده بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{V_a - T_a}{r_s - g}$$

أما إذا كانت التدفقات النقدية لسهم ثابتة (لا يوجد نمو) فإن سعر السهم يتحدد بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{V_a - T_a}{r_s}$$

ومنه سوى طبقنا في تقييم الأسهم طريقة نموذج التدفقات النقدية أو نموذج تقييم ربحية

أو نموذج التوزيعات فإننا سوف نصل إلى نفس النتيجة ومنه نصل إلى نتيجة أساسية مفادها

أن الأساس في تحديد القيمة الحقيقية للسهم هو التوزيعات.

**المطلب الثالث: تقييم الأسهم الممتازة**

يعرف السهم الممتاز بأنه صك ملكية يعطي لصاحبه الحق في الحصول على نسبة

أرباح ثابتة، وتمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية وفي ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات

المستقبلي فإن القيمة العادلة للسهم الممتاز تقدر بالعلاقة التالية (1):

$$\widehat{P}_0 = \frac{D}{r_s}$$

حيث أن:

D : تمثل قيمة التوزيعات.

r<sub>s</sub>: يمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

حيث تكون قيمته في حالة الأسهم الممتازة أقل منه في حالة الأسهم العادية، وهذا راجع

إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية عنه في الأسهم الممتازة لذلك نجد أن

المستثمر في السهم العادي يطلب لمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض يضمن مخاطر

الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية.

وإذا كانت  $\widehat{P}_0$  تمثل القيمة العادلة للسهم، فيمكن القول أنه إذا كانت لقيمة السوقية للسهم

أكبر من  $\widehat{P}_0$  المقدرة والتي تمثل القيمة العادلة – فهذا يعني أن قيمته السوقية مبالغ فيها يفضل

التنازل عن هذا السهم والعكس صحيح، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص.83.

للسهم

النظرية، فهذا يعني أن هذا السهم قدر بأقل من قيمته الحقيقية ويفضل شراء هذا السهم، حيث يمكننا الوصول إلى نفس النتيجة بحساب معدل العائد المطلوب على استثمار كما يلي (1):

$$\hat{r}_s = \frac{D}{P}$$

وعليه إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب يفضل شراء السهم، أما في حالة العكس فيفضل التنازل عن السهم، لأن السهم فيتم في الحالة الأولى بأقل من قيمته الحقيقية، وفي حالة الثانية بأكبر من قيمته الحقيقية.

إذا أخذنا في الحسبان أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة، تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$Z = \frac{D}{S - s_j} = \frac{D}{S(1 - j)}$$

حيث أن:

Z: تمثل التمويل بالأسهم الممتازة.

j: تمثل المصروفات المصاحبة للإصدار إلى القيمة السوقية للسهم.

S(1-j): تمثل صافي المتحصلات من بيع السهم.

المبحث الثالث: تحليل القيمة السوقية للسهم

يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم، وإن كان يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد. حيث يعتبر التوزيع الاحتمالي للعائد ذو أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر، فهو لا يعد فقط سبيلاً لتقدير العائد المتوقع الذي يتولد عن الاستثمار بل يعد أيضاً السبيل لتقدير المخاطر اللذين هما المحددين الأساسيين للقرار الاستثماري.

1 - ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم، السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص.ص. 55-56.

## للشهم

وعليه تناولنا في المطلب الأول العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم والمطلب الثاني المخاطر وعدم التأكد والمطلب الثالث المخاطر المنتظمة.

### المطلب الأول: العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم

العائد بصفة عامة هو عبارة عن المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله في مشروع ما، كالأشهم العادية مثلا والتي يكون فيها العائد إما بصيغة أرباح نقدية موزعة تقرر من قبل إدارة المؤسسة أو في شكل توزيعات أرباح الأسهم<sup>(1)</sup>. ومن خلال الحديث عن العائد على الاستثمار نجد أنه لا بد من التمييز بين العائد الفعلي أو المحقق والعائد المتوقع.

فالعائد الفعلي أو المحقق هو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة زمنية معينة وتتمثل العوائد بقيمة التدفقات المتحصل عليها خلال فترة اقتنائه لهذا الأصل المالي.

أما فيما يخص العائد المتوقع هو أقل عائد يقبل به المستثمر ليستثمر في أصل معين وذلك في حالة توازن السوق حيث يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل المستثمر ويسمى العائد المتوقع بالعائد قبل الحقيقة حيث تكون عناصر قياس العائد ذات قيم متوقعة وليست قيم محققة أو فعلية<sup>(2)</sup>.

وعليه يمكن تعريف العائد المتوقع من السهم على أنه "المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأشهم العادية حيث يتحفز المستثمر نحو شراء السهم إذا كان العائد المطلوب بمعدل فائدة الذي يطلبه المستثمر أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع من السهم والعكس في حالة بيع الأسهم حيث يقوم المستثمر ببيع السهم إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع"<sup>(3)</sup>.

ولتقدير العائد المتوقع على الاستثمار يتطلب توفر أربع خطوات أساسية والتي تتمثل فيما يلي<sup>(4)</sup>:

✓ تقدير السعر إلى الربح المستقبلي؛

✓ تقدير الأرباح المستقبلية؛

✓ استخدام هذه القيم لتقدير السعر المرتفع المتوقع؛

✓ حساب العائد في حالة ارتفاع السعر إلى هذا السعر المرتفع خلال السنوات الخمس القادمة.

وعلى ضوء ما سبق يمكن حساب العائد المتوقع على الاستثمار بصفة عادية وفقا للصيغة التالية<sup>(5)</sup>:

1 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.45.  
 2 - سليمة حشاشي، مداخلة بعنوان "التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص.ص.09-10.  
 3 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص.163.  
 4 - إليس تروب، "المضاربة في البورصة"، مكتبة جرير، المملكة العربية، السعودية، الطبعة الأولى، 2008، ص.22.  
 5 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.248.

للسهم

$$K = \sum_{j=1}^n M_j H_j$$

$$K = M_1 H_1 + M_2 H_2 \dots + M_n H_n$$

حيث أن:

K: تمثل القيمة المتوقعة للعائد.

n: تمثل عدد الاحتمالات.

H<sub>s</sub>: تمثل وزن الاحتمالات "S".

M<sub>s</sub>: تمثل العائد المتوقع في ظل الاحتمالات "S".

كما يمكن حساب العائد المتوقع للسهم وفقا للصيغة التالية (1):

$$\hat{r}_s = \frac{Dt}{P_t - 1} + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t - 1}$$

حيث أن:

r<sub>s</sub>: تمثل العائد المتوقع في الفترة t.

D: تشير إلى توزيعات السهم.

P: إلى سعر السهم.

المستثمر يقارن بين العائد المتوقع وتحقيقه والعائد المطلوب ويحكم على جاذبية السهم العادي للاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذابا والعكس صحيح.

أما بالنسبة لمعدل العائد الفعلي فإن طريقة حسابه لا تختلف عن طريقة حساب معدل العائد المتوقع سوى أننا نستخدم التوزيعات والأسعار الفعلية وليست المتوقعة للسهم.

**المطلب الثاني: المخاطر وعدم التأكد**

عند تحديد قيمة السهم في السوق لابد من الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية، ولهذا يجب علينا أن نفرق بين المخاطر وعدم التأكد.

**أولا: الفرق بين المخاطر وعدم التأكد**

1- المخاطر: تعتبر مقياس نسبي لمدى تقلب العائد والتدفقات النقدية التي سيتم الحصول مستقبلا.

والمخاطر هي الحالة التي يمكن معها وضع توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وهنا يجب أن تتوفر معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع الاحتمالات وهي تسمى بالاحتمالات الموضوعية (2).

2- عدم التأكد: عدم التأكد يعبر عن موقف لا تتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية وكذلك يمكن القول بأن عدم التأكد هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر أي بيانات ويعتمد في ذلك على الخبرات الشخصية ولذلك يطلق عليه بالتوزيع الاحتمالي الشخصي.

<sup>1</sup> - محمد صالح حناوي وآخرون، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 37-38.

<sup>2</sup> - <http://www.startimes.com/F.aspx?t=3393020>. 24/02/2014, 08 :30 pm.

للسهم

وعدم التأكد يرتبط بتلك الموافق التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير توزيع الاحتمالات(1).

وعليه فإن الفرق الجوهرى بين المخاطر وعدم التأكد يكمن فى الطريقة التى يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالى للتدفقات النقدية فعى تكون فى حالة المخاطر على أساس البيانات التاريخية وفى حالة عدم التأكد على أساس الحكم الشخصى لمتخذ القرار.

ثانياً: أنواع المخاطر

تنقسم المخاطر إلى نوعين من مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة

أ- المخاطر المنتظمة: وهى تلك المخاطر التى تتعلق بالنظام نفسه وبالتالى فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأسهم التى تتداول فى السوق المالى، والمخاطر المنتظمة تحدث بالعادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكمله(2)\*.

ب- المخاطر غير المنتظمة: وهى المخاطر التى تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هى ذلك الجزء من المخاطر الكلية التى تنفرد بها المؤسسة أو صناعة ما، كحدوث اضطرابات العمال والأخطاء الإدارية والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين وهذا النوع من المخاطر يمكن القضاء عليه من خلال التوزيع السليم(3).

ثالثاً: مصادر المخاطر غير المنتظمة

أما فيما يخص مصادر المخاطر غير المنتظمة فهى تتمثل فيما يلى:

1- مخاطر الإدارة: تنشأ هذه المخاطر بصورة خاصة عن سوء الإدارة، أو بتعبير أصح عن اتخاذ قرارات خاطئة قد تنعكس بصورة واضحة على القيمة السوقية للأوراق المالية، لذلك يجب على مسؤولى المؤسسة الاعتماد على كل الطرق والتقنيات العلمية فى تسيير مختلف الأنظمة الفرعية فى المؤسسة، ويقصد بذلك وظائفها المختلفة، بهدف التقليل قدر المستطاع من المخاطر التى قد تؤثر على مستقبل المؤسسة(4).

2- مخاطر الصناعة: وهى مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر فى قطاع صناعى معين بشكل واضح ولموس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع ومن الأمثلة على ذلك ظهور اختراعات جديدة وظهور منافسين جدد أو عدم القدرة الصناعة من منافسة جودة الصناعات الأخرى، ظهور قوانين تمس صناعة معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتى كان لها تأثيراً كبيراً، مثل مصانع البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التى ينتج عنها كميات كبيرة من المخالفات أو النفايات الملوثة للبيئة(5).

3- مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف الشبكة أى بالوزن النسبي لتكاليف الثابتة فى التكاليف الكلية أو الإجمالية وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي (DOL) كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة فى هيكل التكاليف والعكس صحيح.

1 - طارق عبد العال حماد، "إدارة مخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص.267.

2 - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص.83.

3 - طارق عبد العال حماد، "إدارة مخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص.266.

\* سوف يتم التطرق إليها بالتفصيل فى المطلب الثالث.

4 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث فى مجال الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص.284.

5 - محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص.48-49.

4- مخاطر الرفع المالي: ويقصد به مدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجي (الديون) بدلا من اعتمادها على حقوق الملكية، ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال الغير في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أدوات استثمار تدر عائدا أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال المقترضة، وعليه نجد أن الرفع المالي يرتبط بما يعرف بهيكل رأسمال المؤسسة، فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعا أو العكس صحيح (1).

رابعا: طرق قياس المخاطر غير المنتظمة

إن طرق قياس المخاطر تستند إلى فكرة تعدد الاحتمالات للعائد بسبب وجود حالة عدم التأكد من حدوث العائد، أو احتمالات الحصول على عائد أقل مما هو مطلوب لذلك فإن مقاييس المخاطر الكلية معظمها يستدل على المخاطر من خلال معرفة مدى التأكد أو احتمالات حصول العائد أو من خلال الاستناد إلى فكرة تذبذب العوائد التاريخية (2).

لذلك يعتبر التباين والانحراف المعياري مقياسين مقبولين للمخاطر غير المنتظمة.

1- قياس المخاطر غير المنتظمة باستخدام التباين (التشتت والانحراف المعياري).

الانحراف المعياري هو مقياس حول الوسط الحسابي وهو عبارة عن الجذر التربيعي ( $S = \sqrt{var}$ )، ويقاس الخطر بموجب هذه الطريقة بمقدار انحراف إنجازات السهم عن كل ما يتوقع له في السابق.

على هذا الأساس فإن الانحراف المعياري ( $S$ ) يعتمد على إيجاد معدل وسطي لما ينتجه السهم من أرباح لعدد من السنوات، فإذا ما وجد أن أرباح السهم السنوية تبتعد كثيرا عن هذا المعدل فإن ذلك يعد إشارة هامة بأن الاستثمار في هذا يحمل معه خطورة واضحة، أما إذا كانت الأرباح السنوية مع هذا المعدل الوسطي فإن ذلك يعني أن السهم أكثر استقرارا، أي أقل خطورة (3).

وعليه فإن العوائد التاريخية تقاس بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{var} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

أما الصيغة العامة في حالة وجود احتمال وقوع حدث ما (أ) فهي تكتب على الشكل التالي:

$$\delta = \sqrt{var} = \sqrt{\frac{\sum P_i (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

المطلب الثالث: المخاطر المنتظمة

1 - المرجع نفسه، ص.ص. 49-51.

2 - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2008، ص. 228.

3 - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص. 93.



للسهم

المخاطر المنتظمة كما سبق وأشرنا لها هي المخاطر التي تمس الاقتصاد الوطني ككل وبالتالي تشمل كل المؤسسات الاقتصادية ولو بدرجات متفاوتة ولا ينفع معها التنقل من قطاع إلى آخر أو من مؤسسة إلى أخرى<sup>(1)</sup>.

أولاً: مصادر المخاطر المنتظمة

يمكن حصر مصادر هذا النوع من المخاطر فيما يلي:

1- مخاطر سعر الفائدة: تعتبر مخاطر سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة وعليه فإنه ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن ارتفاع معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية والعكس صحيح، أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

2- مخاطر التضخم: من أكثر الأصول المالية تأثراً بالتضخم الأوراق المالية ذات الدخل أي السندات والأسهم الممتازة وللتضخم نوعين من التأثير.

أ- تأثير على مستوى أسعار الفائدة في السوق.

ب- بتأثير على القوة الشرائية.

فارتفاع مستوى التضخم وهو ما يطلق عليه بمخاطر التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق بما ينعكس على معدل المطلوب على الاستثمار بمعنى أن يطلب المستثمر معدلاً أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية وفي ظل المعدل الثابت للكوبون يكون التعويض بشراء السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية، أما التأثير الآخر فيمكن في انخفاض القوة الشرائية لكل من الفوائد المتولدة والقيمة المستردة عند تاريخ الاستحقاق أو عندما يقرر المستثمر التصرف في السند بالبيع<sup>(3)</sup>.

3- مخاطر السوق: تنشأ مخاطر السوق Market Risk نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على السوق المالي، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اعتمادية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.

ومن الأمثلة على مخاطر السوق التحولات الاقتصادية والسياسية التي حدثت في أوروبا الشرقية والتي امتدت أثارها لأسواق المالية في دول أخرى.

وهناك كذلك أزمة السوق المالي في جنوب شرق آسيا التي حدثت في أكتوبر 1997 لأسباب عديدة من بينها ضعف النظام المصرفي ثم ما لبثت أن انتقلت تلك الأزمة إلى أسواق العديد من دول العالم، وكما يبدو فإن مخاطر السوق هي مخاطر عامة أو منتظمة بطبيعتها<sup>(4)</sup>.

ثانياً: قياس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل BETA

1 - مبارك لسوس، "التسيير المالي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص.143.

2 - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص.83.

3 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص.49-50.

4 - المرجع نفسه، ص.64.

للسهم

معامل بيتا يقيس حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتعد بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم، كما أنها تعبر عن درجة حساسية السهم مجال التقييم للمخاطر السوقية(1).

ويمكن صياغة العلاقة بين عائد السوق عبر مؤشر السوق  $R_m$  وعائد الورقة  $R_i$  بالمعادلة التالية(2):

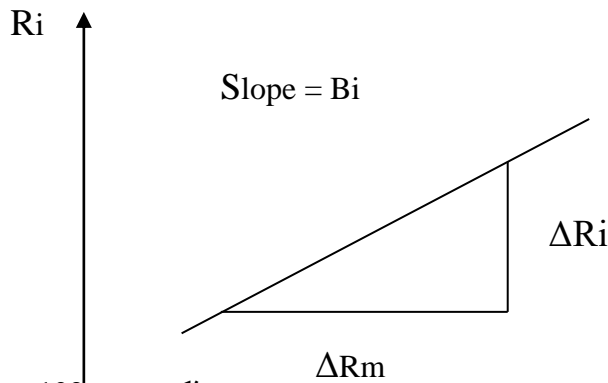
$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$$

حيث:

$\alpha_i$ : ثابت يعكس معدل العائد للورقة المستقل عن متغيرات السوق.

$\beta_i$ : تمثل ميل معادلة الخط المستقيم، عاكسا بذلك لتغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية ( $R_i$ ) نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق ( $R_m$ ) بوحدة واحدة. ويمكن توضع العلاقة بين ( $R_i$ ) و ( $R_m$ ) من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (2-2): قياس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل بيتا



المصدر: محمود محمد - مرجع سبق ذكره، ص. 192.

فاله العملية التاريخية في الأسواق المالية توضح بأن هناك اتجاهات اقترانيا ما بين تغيرات السوق معبر عنها بمؤشر السوق (Market index) وتغيرات أسعار الأوراق المالية، فالإتجاه الصعودي للسوق يقترن بإتجاه تصاعدي للأوراق المالية وعلى العكس عند إتجاه الرقم القياسي للأسعار.

السوق إلى الهبوط وبالتالي فالربط بين المتغيرين للتعبير عن مدى التأثير الذي يعكس لنا المخاطر المنتظمة أمر ممكن بواسطة معامل  $\beta$ .

ويمكن حساب معامل ( $\beta_i$ ) من خلال المعادلة التالية(3):

$$\beta_i = \frac{\text{covi}_m}{\text{var}_m} = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

1 - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص. 236.

2 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 154.

3 - عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص. 195.

للسهم

حيث أن:

$cov_{i,m}$ : التباين المشترك ما بين الورقة المالية والسوق.

$Var_m$ : تباين عائد السوق.

$\beta_i$ : معامل بيتا.

أما عن الطريقة الإحصائية لتقدير معامل لا تختلف عن الصيغة السابقة، حيث تصل إلى  $\beta_i$  من خلال العلاقة التالية (1):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

حيث أن:

$e_i$ : متغير عشوائي.

ولقياس  $\beta$  (ميل الخط المقدر) نستعمل العلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{\sum r_m}{\sum r_m^2}$$

حيث أن:

$\sum r_m$ : مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد السوق وعائد الورقة عن وسطها الحسابي.

$r$ : تمثل العوائد بالقيم الانحرافية (القيمة عن الوسط الحسابي لكل مشاهدة).

$\sum r_m^2$ : مجموع مربعات انحراف عائد السوق.

ومما سبق نستخلص ما يلي (2):

إذا كانت:

$\beta > 1$ : فهذا يعني أن السهم أكثر مخاطرة من محفظة السوق، ومن ثم يجب أن يحقق معدل عائد أعلى مما تحققه محفظة السوق.

$\beta = 1$ : فهذا يعني أن السهم يحوي مخاطرة مساوية لما تحويه محفظة السوق، ومن ثم يجب أن يحقق معدل عائد مساويا لما تحققه هذه المحفظة.

$\beta < 1$ : فهذا يعني أن السهم أقل مخاطرة من محفظة السوق ومن ثمة فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم سوف يكون أقل من معدل العائد على محفظة السوق.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.155.

<sup>2</sup> - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص.236.

### المبحث الرابع: التحليل الأساسي كمدخل لتقييم الأسهم في ظل كفاءة السوق

يهدف التحليل الأساسي إلى التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلاً، من أجل تحديد قيمته الحقيقية بناءً على العائد والمخاطر المرتبطة بالسهم وذلك من خلال إجراء تحليلاً للظروف الاقتصادية، وظروف الصناعة، ومن ثم تحليل ظروف المؤسسة، إن التحليل بهذا الشكل هو ما يعرف بالتحليل من أعلى إلى الأسفل، أو التحليل الكلي فالجزئي.

#### المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية

ستتم دراسة وتحليل الظروف الاقتصادية من خلال العناصر التالية:

##### أولاً: السياسة النقدية

تتمثل السياسة النقدية في الإجراءات والأساليب التي تتخذها الدولة، من خلال البنك المركزي لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد وتحقيق العمالة الكاملة والنمو الاقتصادي<sup>(1)</sup>. يمكن القول أنه هناك علاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأوراق المالية، فالزيادة في المعروض نقدي يكون له تأثيرين على أسعار الأسهم داخل السوق، تأثير إيجابي، ويتمثل في أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة في القطاع المصرفي، مما يساعد على تشجيع الاستثمار والتوجه نحو شراء الأوراق المالية، مما يعمل على زيادة التمويل داخل المؤسسات التي تتداول أسهمها داخل السوق، والذي بدوره يعمل على زيادة الإنتاج وانخفاض معدلات البطالة وزيادة الطلب على المنتجات لينتج عن ذلك ارتفاع معدلات الأرباح وانتعاش سوق الأوراق المالية، وأثر سلبي هو أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم، مما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار، وحدث الأزمة المالية والأزمة العالمية الأخيرة، خير شاهد ودليل على تأثر السوق المال بالتغير في السياسات النقدية<sup>(2)</sup>.

##### ثانياً: السياسة المالية

وتعرف بأنها وسائل تمويل، الإنفاق الحكومي للدولة من إيرادات ومصروفات ومن هنا يجب إتباع سياسات مالية مختلفة، وقت الكساد ووقت التضخم ففي حالة الكساد يجب على الحكومة إتباع سياسة مالية توسعية بزيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب مما يساعد على زيادة الطلب الإجمالي وانتعاش الاقتصاد، ليؤدي في النهاية إلى انتعاش التعامل في سوق الأوراق المالية. والعكس في أوقات التضخم حيث على الحكومة إتباع سياسة مالية انكماشية وذلك بتخفيض الإجمالي وانكماش الاقتصاد، ليؤدي في النهاية إلى انكماش التعامل في سوق الأوراق المالية.

1 - طارق عبد العال، "تحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية"، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1998، ص.11.

2 - محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011، ص.ص.117-118.

للسهم

ثالثا: الناتج المحلي الإجمالي

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعطي وبشكل واضح الحالة التي يمر بها الاقتصاد، ويعبر على مدى انتعاش أو انكماش الاقتصاد والذي يهمننا هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث أن زيادة 01% في هذا المعدل قد تؤدي إلى زيادة معدل نمو 10% لصالح المؤسسات الوطنية<sup>(1)</sup>.

كذلك يشير "بيرس و رولي" (Pearce & Roley) إلى أن تأثير التقارير عن حجم الناتج المحلي يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real economic avtivity) يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد في حركة التعامل على الأسهم وتؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها<sup>(2)</sup>. والجدول الموالي يوضح اثر نمو الناتج المحلي الفعلي لبعض الدول الواعدة على العائد السوقي للسهم في عام 1995.

جدول رقم ( 2 - 1): تأثير الناتج المحلي الفعلي على عائد الأسهم

العائد السوقي للسهم عام 1995		معدل نمو إجمالي الناتج المحلي	الدولة
بالدولار	بالعملة المحلية		
19,8+	19,7+	4,5+	هونج كونج
1+	5,1+	6,8+	أندونيسا
1,7+	1,3+	8,8+	ماليزيا
1,4+	1,7+	9+	سنغافورة
3,7+	5,3+	8,4+	المكسيك
1,3+	48,5+	9,5+	تركيا

المصدر: عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الجامعية، إسكندرية، 2000، ص.258.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل زيادة في معدل النمو الإجمالي للناتج المحلي يصاحبها زيادة في العائد السوقي للسهم، أي زيادة الطلب عليه، ومن هنا نلمس التأثير الكبير لهذا المؤشر على المؤسسة والقيمة السوقية لأسهمها، لذا يجب دراسته على مدى السنوات الماضية ومحاولة التنبؤ بقيمة نموه في المستقبل.

رابعا: التضخم

نعني بالتضخم الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار ويحدث هذا عندما يكون مستوى الطلب العام على السلع والخدمات اكبر من الطاقة الإنتاجية، ولعل تقارير معدل

<sup>1</sup> - Anne Emmonuelle, Dognon Remy, "investir en bourse avec les clubs d'investissement", paris, édition DUNOD, 2001, p.93.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم و سندات)"، مرجع سبق ذكره، ص.166.

للسهم

التضخم لها اثر على أسعار الأوراق المالية، فعند ارتفاع هذا المعدل فإنه يؤثر على أسعار الفائدة بالارتفاع وبالتالي على المستثمر أن يتجنب الأوراق المالية الحساسة لأسعار الفائدة. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا: من شأنه أن يترك أثرا عن تلك الأسعار وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

السبب المباشر يتمثل في أن التقارير تحمل في طياتها المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية.

أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي يتم في ظل المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، في فترات التضخم بتوقع أن يسفر ذلك على انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية(1).

**المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة والمؤسسة**

تعتبر عملية تحليل ظروف الصناعة والمؤسسة من أهم العمليات التي تساعد في تقييم أسهم المؤسسة، لذلك نحن بصدد تحليل هاتين الأخيرتين.

**أولا: تحليل ظروف الصناعة**

يقوم المحترفون بتحليل الصناعة لأنهم يشعرون بأن ذلك يساعدهم في تمييز الفرص الاستثمارية المرعبة، فدراسة ظروف الصناعة تمكنا من تحديد اتجاهات مختلفة، وأن نختار منها ما يعتبر استثمارا جيدا.

1- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: تعتبر أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، بالرغم من أن هذا التحليل لا يفيدنا في معرفة العائد المستقبلي للصناعة لأنه كما قلنا أن عائد الصناعة متغير عبر الزمن لكنه يفيدنا في التعرف على متغيرات أخرى من شأنها أن تكون أساسا لتقدير العائد المستقبلي أو الأداء المستقبلي لصناعة.

2- حجم الطلب والعرض: من الجوانب الهامة التي أن يعنى بها التحليل الأساسي هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة، فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير، وأيضا ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب(2).

3- ظروف المنافسة: إن المحلل الأساسي لظروف الصناعة يحتاج إلى تحديد هيكل المنافسة في الصناعة ثم يفحص العوامل التي تحدد الموقف التنافسي النسبي للمؤسسات داخل الصناعة، وهناك خمس قوى مقترحة تؤثر على المنافسة وكثافتها(3)، ويوضحها الشكل التالي:

الشكل رقم(4-2): يوضح العوامل الخمسة المؤثرة على كثافة المنافسة

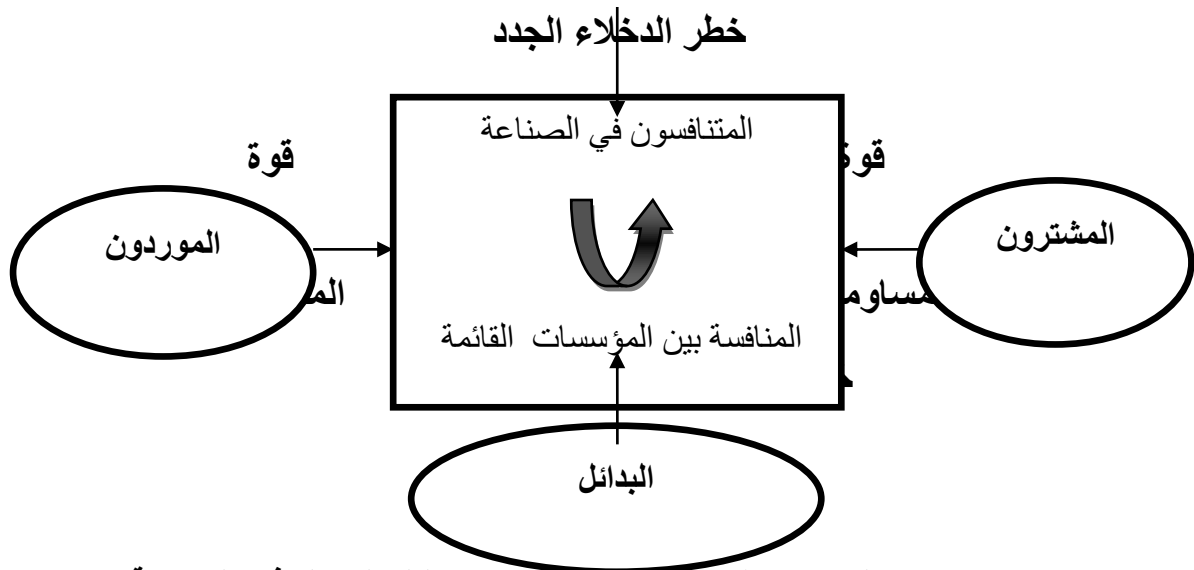
الدخلاء

1 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص.ص.165-166.

2 - المرجع نفسه، ص.96.

3 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم و سندات)"، مرجع سبق ذكره، ص.87.

للسهم



المصدر: طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، مرجع سبق

ذكره، ص.87.

4- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة: تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجي، وما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو تعتمد أكثر على العتاد والآلات، حيث يقول فيشر وجوردن من الضروري أن يهتم التحليل بمدى قدرة الصناعة على ملاحقة التطور التكنولوجي للمحافظة على قدرتها في مواجهة المنافسة الأجنبية أو في مواجهة صناعة منافسة محلية<sup>(1)</sup>.

5- تأثير الحكومة وظروف العمل والاشتراطات التمويلية: يقصد بتأثير الحكومة في الصدد أمرين هما مدى التدخل في الصناعة وقدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مثمرة تساهم في النهوض بالصناعة ويكون تدخل الحكومة في شؤون الصناعة له تأثيران أحدهما سلبي يؤدي إلى تخفيض عوائد تلك الصناعة وينتج عن ذلك ربحية أقل لكل سهم، ومن ناحية أخرى هناك تدخل إيجابي للحكومة وذلك عندما تتدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبي لتشجيع الاستثمار<sup>(2)</sup>.

6- المتغيرات الاجتماعية: تؤثر المتغيرات الاجتماعية على الاقتصاد والصناعات القائمة من خلال التغيرات التي تطرأ في التركيبة السكانية واختبارات أسلوب المعيشة، والقيم الاجتماعية فهذه التغيرات يمكن أن تؤثر على أنواع الصناعات والمنتجات وإستراتيجية المؤسسات بغض النظر عن النمو الاقتصادي الكلي.

7- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح: ماذا لو أن كافة الاعتبارات التي سبق مناقشتها كانت لصالح صناعة ما، هل يعني هذا قيام المستثمر بالاستثمار في أسهم مؤسسات تلك الصناعة الإجابة قطعاً بالنفي، ذلك أن عليه معرفة مدى تناسب سعر الأسهم مع الأرباح المتوقعة، فإذا

1 - طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 5.

2 - محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 100.



للسهم

كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره التنبؤات بشأن الأرباح المستقبلية للمؤسسة، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً والعكس صحيح<sup>(1)</sup>.

8- دورة حياة الصناعة: هناك أداة أخرى تساعد على التنبؤ بمبيعات الصناعة وهي دورة حياة الصناعة ويقصد بها دورة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، وهذه الدورة تمر بأربعة مراحل أساسية وهي كالآتي: مرحلة الظهور، النمو السريع، النضوج، الاستمرار، ثم التدهور<sup>(2)</sup>.

9- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم بالتنبؤ في هذا الصدد على تحليل الفعلي على منتجات الصناعة، بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه عملية التنبؤ، ويمكن صياغة هذا التنبؤ في المعادلة التالية:

$$ع = أ + ب_1 س_1 + ب_2 س_2 + ..... بن س_ن$$

حيث أن:

ع: حجم مبيعات الصناعة.

ب: معامل الانحدار للمتغير المستقل المقابل له.

أ: تمثل قيمة ثابتة.

فإذا كانت هناك علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة حينئذ ينبغي استخدام الصيغة التالية:

$$لو ه = ع = أ + ب_1 لو ه س_1 + ب_2 لو ه س_2 + ..... + بن لو ه س_ن$$

حيث أن:

لو ه ع: اللوغاريتم الطبيعي لحجم مبيعات الصناعة.

ب: معامل الانحدار والتي تعتبر بمثابة مقياس للمرونة.

10- التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة: يقتضي الأمر في البداية توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني ومعالجتها من خلال تحليل الانحدار، حيث يمكن التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة خلال فترة معينة بمعادلة الانحدار نصف اللوغاريتمي كما يلي<sup>(3)</sup>:

$$لو ه ر = أ + ب س$$

حيث أن:

ر: حجم الربحية في قيمة اللوغاريتم.

س: السنة.

**ثانياً: تحليل ظروف المؤسسة**

تعتبر مرحلة تحليل ظروف المؤسسة من أهم المراحل في التحليل الأساسي، لذا فإن الكثير من المحللين الأساسيين يولونها أهمية كبيرة.

1- أهمية المعلومات

1 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص.332.

2 - المرجع نفسه، ص.338.

3 - طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.84.

للسهم

تعتبر المعلومات عصب القرارات فبدونها تعتبر كل القرارات عشوائية قد تؤدي بصاحبها إلى نتائج سلبية وتأتي هذه الأهمية للعلاقة الموجودة بين المنافع التي يتحصل عليها أصحاب رأس المال والمخاطر التي يتعرضون لها.

وعلى المحلل الأساسي أن يحاول الحصول على هذه المعلومات من المصادر التالية:

أ- التقارير المالية المختلفة للمؤسسة (السنوية، وربع سنوية)؛

ب- تصريحات مسؤولوا المؤسسة؛

ج- البيانات التي تنشرها الصحف المختصة؛

د- تقارير وتحليلات مؤسسات الخدمات الاستثمارية كبيوت السمسة.

2- أدوات تحليل ظروف المؤسسة

أ- تحليل القوائم المالية: يهتم المحلل الأساسي عادة بنوعين من القوائم المالية وهما الميزانية وقائمة الدخل، حيث يهدف تحليل هاتين القائمتين إلى مقارنة هذه القوائم من عام إلى آخر ودراسة التغير وأثره على المؤسسة.

ب- النسب المالية: وتعتبر النسب المالية أكثر أدوات التحليل استعمالاً، وتصنف هذه الأدوات إلى خمس مجموعات (1):

- نسب السيولة: وتقيس قدرة المؤسسة على أداء الالتزامات قصيرة الأجل باستعمال النقدية أو الأصول المتداولة.

- نسب الاقتراض: وهي النسب التي تقيس درجة المديونية ومدى اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها.

- نسب التغطية: هي النسب التي تقيس مدى قدرة المؤسسة على تغطية التكاليف الثابتة بصفة عامة وتغطية فوائد القروض بصفة خاصة، وهي كذلك مؤشر مهم للإفلاس الذي قد تتعرض له، ومن أهمها معدل تغطية التكاليف الثابتة.

- نسب النشاط: تقيس كفاءة إدارة الأصول أي الاستفادة من الأصول بصورة فعالة، ومنه فعدم الاستعمال الكامل لأصول المؤسسة من شأنه أن يضيع فرص بيع والتي تؤثر سلباً على ربحية المؤسسة وبالتالي القيمة السوقية لأسهمها.

- نسب الربحية: تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح جراء المبيعات وكذلك تقيس الأرباح على كل دينار مستثمر.

ج- تحليل العائد: أمر بالغ الأهمية لارتباطه المباشر بالاستثمار في السهم ويتم دراسة العائد وتحليله من خلال:

- ربحية السهم: تعد ربحية السهم من أهم النسب التي تقيس العائد وتحسب بالعلاقة التالية (2):

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم}}$$

ويرى "Didier Vitra" بأنه لا بد الانتباه إلى الزيادة المحتملة في عدد الأسهم وتأثيرها السلبي على ربحية السهم، بعد الحالات التي يزداد بها عدد الأسهم إلى:

1 - Stéphane Griffiths, "gestion Financière", Chihab, Eyrolles", Alger, 1996, p. 69.

2 - Stéphane Griffiths, op. cit, P.190.

للسهم

✓ زيادة رأس المال؛

✓ وجود سندات قابلة للتحويل إلى أسهم؛

✓ وجود صكوك الاكتتاب والخيارات.

كما أنه توجد حالات تزداد بها ربحية السهم ألياً مثل زيادة في صافي الأرباح بنسبة أكبر من زيادة عدد الأسهم، أو حالة شراء المؤسسة لأسهمها.

• مضاعف الربحية: يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم بواسطة ربحية السهم، ويحتسب وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

جدول رقم (2-2): العوامل التي يتأثر بها مضاعف الربحية

العوامل	التأثير على مضاعف الربحية PER
نتائج ثابتة	تأثير سلبي
نتائج متصاعدة	تأثير إيجابي
قطاع في الانكماش	تأثير سلبي
قطاع في نمو	تأثير إيجابي
معلومات ذات مصداقية وخبرة	تأثير إيجابي
معلومات عشوائية	تأثير سلبي
هيكلية ميزانية واضحة	تأثير إيجابي
هيكلية مختلفة	تأثير سلبي
سرعة التداول في البورصة	تأثير إيجابي

Source: Stéphane Griffiths, op. Cite, p. 193.

• نسبة التوزيعات المدفوعة وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية (1):

أرباح الأسهم المدفوعة للأسهم العادية

نسبة التوزيعات =

صافي الربح بعد الضريبة - أرباح السهم الممتازة إن وجدت

وتقيس هذه النسبة الجزء الموزع لحملة الأسهم العادية، وهو يعبر عن مدى سخاء المؤسسة اتجاه مساهميها وهي تختلف من قطاع إلى آخر.

• نسبة ملكية المؤسسات المالية وتقاس بالعلاقة التالية (2):

عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات

نسبة ملكية المؤسسات =

عدد أسهم المؤسسة

1 - طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.256.

2 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.193-194.

## للسهم

ويقصد بالمؤسسات المالية صناديق الاستثمار و مؤسسات التأمين والبنوك والتي توجه جزءا من مواردها المالية لشراء الأسهم.

• غلة التوزيعات وهي تعبر عن المستوى الفعلي لنصيب السهم من التوزيعات ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{غلة التوزيعات} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

تتوقف أهمية هذه النسبة إلى حجم المستثمر، فإذا كان من صغار المستثمرين فإنه يفضل شراء الأسهم التي تتسم بارتفاع غلة التوزيعات، أما كبار المستثمرين يفضلون شراء أسهم المؤسسات الواعدة.

### المطلب الثالث: صيغ الكفاءة وعلاقتها بتغيرات القيمة السوقية للأسهم

يمكن الوصول إلى علاقة صيغ الكفاءة بتغيرات أسعار الأسهم من خلال العناصر التالية:

#### أولاً: العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة للصيغ الثلاثة للكفاءة

1- الصيغة الضعيفة: يتم قياسها من خلال المقارنة بين عائد سياسة الشراء والحفظ، وعائد سياسة الشراء والبيع (Filter rule) فإذا كانت حصيلة السياسة الثانية أكبر من حصيلة السياسة الأولى للأوراق المالية نفسها، يكون السوق غير كفاء وإذا كان العكس يكون كفاء، أو من خلال المقارنة بين عدد مرات التغير في الإشارات (signs test) (+ ، - ، 0) عند كل دورة للإشارات، فإذا كان يوجد فيما بينها ارتباط تكون حركة الأسعار غير عشوائية وبالتالي يكون السوق غير كفاء وعلى العكس من ذلك يكون كفاء.

2- الصيغة المتوسطة: يتم قياس الكفاءة من عدمها فيه من خلال مدى سرعة رد فعل أسعار الأوراق المالية على المعلومات الحالية أو الجديدة، فإذا كان سريعا يكون السوق كفاء، وإذا كان بطيئا يكون السوق غير كفاء، ومدى السرعة في الاستجابة هو الذي يحدد حجم الربح غير العادي الذي يجنيه بعض المستثمرين، من جراء احتكاره لمعرفة بعض أو كل المعلومات المتاحة، مقابل خسارة غير عادية للمستثمرين الآخرين، وسرعة رد الفعل تظهر بصورة أكثر وضوحا في الأسواق التي تمتلك فروعا في المحافظات، حيث نلاحظ بأنه سوف يرتفع أو ينخفض السعر في كل فرع بوقت يختلف عن الفرع الذي سبقه، أو من خلال وجود بعض الأسهم التي تقود تحركات الأسهم الأخرى أو العكس، وذلك من خلال استخدام خط الانحدار المعدل أو العائد غير العادي لفترة زمنية معينة.

3- الصيغة القوية: فإن الكفاءة تقاس فيه من خلال مراقبة تصرفات المطلعين على أسرار المؤسسة في السوق، من مديريين وكبار مساهمين والحدو حذوهم في حالة البيع أو الشراء فإن تحقق أرباح غير عادية من جراء تقليدهم أو السير على خطاهم فإن السوق يكون غير كفاء، أما إذا لم يتحقق شيء فإن السوق يكون كفاء<sup>(1)</sup>.

ثانياً: دور كفاءة الأسواق المالية في تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية

1 - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص.ص.210-211.

لضمان قيام السوق المالية بتحقيق أهدافها بكل كفاءة وفعالية، فإنه لا بد من توفير الكثير من العوامل الموضوعية التي لا يمكن تجاهلها أو إغفالها عند التفكير بالتعامل معها ومن أهمها<sup>(1)</sup>:

1- الكفاءة في توزيع الموارد المتاحة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة "كفاءة التخصيص": تعتمد التنمية الاقتصادية كما نعلم في تقدمها وتراجعها على مدى تقدم وتراجع كل قطاع من القطاعات المختلفة كالصناعة والتجارة والخدمات وليس بالتركيز على قطاع واحد منها دون آخر. والسوق المالي هو من أهم الوسائل التي يمكن الاعتماد عليها في تحقيق عدالة التوزيع، لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال قيامه بدور جذب المدخرات الوطنية والأجنبية، وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية، وذلك من خلال توفير المعلومات الملائمة والتي تفي باحتياجات كل من المدخرين والمستثمرين أو المقرضين والمقترضين، وبالتالي إعادة توزيع الفوائض النقدية بين القطاعات الاقتصادية بانسيابية تكفل تلبية متطلبات التنمية الوطنية الشاملة.

ويحقق التوزيع الأمثل للموارد على نمو الفرص الاستثمارية وتطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن في جميع أنشطته دون التركيز على عدد محدود من هذه الأنشطة، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي للدولة.

2- الكفاءة في تحويل الأموال والموارد إلى من هم بحاجة إليها أو العكس بأقل قدر من التكاليف: لأن ارتفاع تكلفة الوساطة أو نقل الملكية لا بد وأن يحد من درجة إقبال المستثمرين على التعامل في السوق، أما انخفاضها فإنه سوف يؤدي إلى زيادة درجة الإقبال وبالتالي زيادة معدلات دوران الأسهم العادية في السوق، الأمر الذي ينطوي عليه انخفاض في تكلفة الحصول عليها من مصادرها المختلفة لكون التنافس يكون على أشده بين المستثمرين، وهذا الانخفاض بالطبع لا بد وأن يختلف باختلاف مستوى كفاءة السوق.

وإذا علمنا بأن تكاليف الحصول على المعلومات تكون في حدها الأدنى في السوق الكفاء سوف يؤدي بالضرورة إلى تزايد إقبال عدد المستثمرين فيه، الأمر الذي يترتب عليه زيادة كمية ونوعية المعلومات المتاحة، وبالتالي انخفاض تكاليف الحصول عليها من مصادرها المختلفة من جراء المنافسة وفي المحصلة تيسير انتقال الأموال والموارد بين المستثمرين بسرعة وسهولة تمكن لنا تقدير مدى أهمية تمويل وانتقال الأسهم العادية بين المستثمرين بأقل التكاليف.

3- الكفاءة في تحويل الأسهم العادية إلى نقدية أو العكس بسرعة ودون خسارة "كفاءة السيولة": لأنه من المعروف بأن الأسهم يتم إصدارها في السوق الأولي لأجل طويلة وغير محددة، فوجود السوق الثانوي الكفاء سوف ينعكس إيجاباً على كفاءة السوق الأولي، لأن المستثمر حينما يعرف بأنه يستطيع أن يحول الأسهم الموجودة في حوزته إلى نقد في السوق الثانوي في أي وقت يريده دون تحمل أدنى خسارة، ولضمان توفير خاصة السيولة يجب توفر العوامل التالية<sup>(2)</sup>:

1 - المرجع نفسه، ص.ص. 208-210-211.

2- فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 212-213.

## للسهم

أ- سهولة وسرعة الإجراءات الإدارية اللازمة لنقل ملكية السهم من البائع إلى المشتري، وإلا فإن ذلك لا بد وأن يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن التعامل مع السوق وبالتالي انخفاض معدل دوران حركة الأسهم؛

ب- انخفاض تكاليف الإصدار في السوق الأولية وتكاليف التداول في السوق الثانوية، وبالتالي ضمان إقبال صغار المساهمين على التعامل مع السوق؛

ج- تمثل الأسعار السوقية للقيمة الحقيقية التي تعكسها المعلومات الصادقة والعادلة الواردة من البيئة الداخلية المتمثلة بمعدلات الأداء المالي للمؤسسة، أو البيئة الخارجية المتمثلة بالأداء الاقتصادي على مستوى الدولة؛

د- ألا تقل أسعار البيع عن أسعار الشراء التي سبق وأن تم بها الحصول على الأسهم العادية بشكل كبير، يتعدى نسبة العائد من التوزيعات النقدية أو العينية.

4- الكفاءة في توفر المعلومات الصادقة والعادلة والملائمة لكافة المتعاملين في السوق المالي "كفاءة الاستجابة للمعلومات":

ولتحقق ذلك يجب أن تتوفر الشروط التالية:

أ- أن تمثل المعلومات الملائمة الواردة من البيئة الداخلية والخارجية كل ما يدور داخل وخارج المؤسسة المصدرة بصدق وأمانة وموضوعية؛

ب- أن يتوفر لدى المستثمرين في السوق وعي استثماري؛

ج- أن يتواجد في السوق مؤسسات مالية متخصصة ومحترفة؛

د- أن تقوم المؤسسة والأجهزة الحكومية المختصة بتوصيل البيانات والمعلومات بشفافية عالية إلى كافة المستثمرين في وقت واحد وبكافة السبل والوسائل.

يمكن القول بأن الأسعار السوقية في أية لحظة أن تمثل القيمة الحقيقية للسهم، عندما تتلاشى أو تنعدم الأرباح غير العادية التي قد يحصل على بعض المستثمرين ويتحقق ذلك من خلال السوق الذي يتمتع بكفاءة الاستجابة للمعلومات والذي يتوقف وجوده على مدى توفر العناصر التالية:

- إتاحة المعلومات لكافة المستثمرين دون تحمل أية تكاليف تذكر؛
- توعية المستثمرين وتقديم التفسير الدقيق للمعلومات المتاحة؛
- العمل على بلورة وجود مستوى معين من الكفاءة التنظيمية والتكنولوجية في السوق.

## للشهم

## خلاصة:

تعتبر قيمة السهم على السعر الذي ينعكس فيه، وهذا ما يدل على أن السعر والقيمة مفهومان متداخلان، حيث أنه كلما اقترب أحدهما من الآخر تميز السوق بالكفاءة، وبالتالي فإن السوق الكفاء يفترض أن تتساوى فيه القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، وعليه فإن هذان العنصران يتأثران بمجموعة من العوامل تتمثل في مجملها في الميكانيزمات الخاصة بالسوق، التي تؤثر على سعر السهم.

وكما هو معروف أن لسهم مجموعة من القيم، قيمة اسمية، دفترية، قيمة عند التصفية، سوقية، حالية، حيث هذه الأخيرة يقيم السهم على أساسها بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها السهم مستقبلاً، حيث هناك عدة نماذج لتقييم الأسهم وتحديد القيمة العادلة، تتمثل أساساً هذه النماذج في نموذج التوزيعات بأشكاله، نموذج مضاعف ربحية، نموذج التدفق النقدي.



**تمهيد:**

تماشياً مع موضوع الدراسة سيتم تخصيص هذا الفصل لاختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي وبالتالي دراسة سلوك السهم في ظل هذا السوق، وكمحاوله لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري سنحاول إستخدام أكثر من طريقة لاختبار كفاءته، حيث سنعتمد في مرحلة الأولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة، ومن بين هذه المؤشرات نذكر مؤشر عدد المؤسسات المدرجة، مؤشر سيولة السوق ومؤشر معدل الرسملة السوقية. وللتعمق أكثر ولكي تكون الدراسة أكثر دقة سنحاول إختبار الصيغة الضعيفة والمتوسطة للكفاءة في سوق الأسهم السعودي لذلك سنستخدم طريقة الأنماط الطارئة لإختبار كفاءته في الصيغة الضعيفة من خلال دراسة استقلالية أو عدم استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم خلال فترة هذه الدراسة. كما سنستخدم أسلوب تحليل الارتباط لدراسة كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغته المتوسطة وذلك من خلال دراسة تأثير المعلومات الاقتصادية العامة المرتبطة بالمحيط الخارجي على سعر السهم.

كما سيتم التطرق لدراسة مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية من خلال التحليل الجزئي لظروفها بدراسة قوائمها المالية، تحليل العائد، المخاطر وإبراز تأثيرها على القيمة السوقية للسهم، ومن ثم تقييم سهمها عن طريق إستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة وإستخراج القيمة العادلة للسهم.

**المبحث الأول: طبيعة سوق الأسهم السعودي**

يعتبر سوق الأسهم السعودي من الأسواق المالية التي حققت نجاحات ومسارات تطوير وتحديث كثيرة خلال فترة وجيزة نسبياً، مما جعل تجربتها على مسار الإصلاح نموذجاً تقني به مختلف الدول العربية.

**المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي**

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934 بداية تأسيس أول مؤسسة مساهمة سعودية والمتمثلة في "المؤسسة العربية السعودية"، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات على إثر تبني المملكة سياسة إقتصاد السوق الحر، وما نتج عنها من تزايد في عدد مؤسسات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج مؤسسات الكهرباء الخمسة في المؤسسة الموحدة للكهرباء، بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها، وقيامها أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص، هذا ما ساهم في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، هذا وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم وظهور العديد من الممارسات غير القانونية، منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، وعليه فقد صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 عام 1984 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد أسندت الإدارة الرقابية على الأسهم لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقبة والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم السعودية اعتبارا من مطلع عام 1985<sup>(1)</sup>.

حيث شهدت سوق الأسهم السعودية ابتداء من عام 1985 إلى غاية يومنا هذا تطورات تقنية وتنظيمية حافلة بالنجاح والتحديث، ففي عام 1990 تمت تألية نظام التداول في السوق بتشغيل ولأول مرة في الشرق الأوسط النظام الآلي الإلكتروني، لتداول في المملكة عبر البنوك التجارية وهو نظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر قفز بعدد الصفقات والأسهم المتداولة إلى أحجام كبيرة، واستكمالا لمسيرة التطوير والتحديث شهد عام 2001 بدء العمل بنظام التداول الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريقة التعامل بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراءات تنفيذ الصفقات<sup>(2)</sup>.

ولقد كانت مؤسسة النقد العربي "ساما" مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984 إلى 2003، وفي يوليو 2003 نقلت هذه السلطة إلى "هيئة السوق المالي" التي تقوم الآن بدور المنظم والمراقب الوحيد لأسواق المال السعودية وذلك من خلال إصدار اللوائح والقواعد وأنظمة الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان الإنصاف والكفاءة في السوق. في عام 2007 أدخلت الهيئة نظاما جديدا للتداول يمكنها من رصد التعاملات والمتاجرين الفرديين بصرامة أكبر من ذي قبل، وفي عام 2008 منحت هيئة السوق المالي المستثمرين غير المقيمين والأجانب فرصة شراء الأسهم السعودية لأول مرة من خلال الاشتراك في الاتجار بالأسهم وذلك من خلال ترتيبات المبادلات مع وسطاء محليين.

وقد تحقق أكثر وضوح فيما يتعلق بالتأشير أي الاتجار في مؤشر لمجموعة من الأسهم من خلال صناديق التداول، وفي جويلية 2009 أصبحت مؤشرات داو جونز الأمريكية الجهة الدولية الأولى التي تطرح مؤشرات في تداول، ويقدم "الداو" الآن أربع مؤشرات سعودية مبنية على بيانات وأسعار فورية من المملكة كما توصلت ستاندار أند بورغ إلى اتفاقيات مماثلة لطرح مؤشرات في السوق<sup>(3)</sup>.

1- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص.63.

2- حماز بن عبد الله السجيمي، "سوق الأسهم السعودية: مسيرة حافلة بالتطور والإنجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، خريف 2002، ص.2.

3- سامبا سلسلة التقارير: "السوق المالية السعودية"، مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة والتوقعات للفترة المقبلة، ديسمبر 2013، ص. ص. 4-10، تاريخ الاطلاع 2014/04/11، متوفر على الرابط:

**المطلب الثاني: الإطار التشريعي (القانوني) لسوق الأسهم السعودي**

يمثل القرار الذي إتخذه مجلس الوزراء السعودي عام 2003 بالموافقة على إصدار نظام السوق المالية الجديدة، والذي ينص على إنشاء هيئة للسوق المالية ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء ويتمتع بالشخصية الاعتبارية واستقلال مالي وإداري، حيث يتضمن الإطار القانوني الذي يحكم تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودية بشكل رئيسي في نظام المؤسسات السعودية والقواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم المؤسسات عن طريق البنوك المحلية، والتنفيذية عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم الذي بدأ العمل به عام 1990.

**أولاً: نظام السوق المالية**

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م 30 المؤرخ في 2003/07/31 و المتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالية السعودية، وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق السعودية على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل المؤسسات المدرجة في السوق إلى جانب حماية المستثمرين والتعامل بالأوراق المالية، هذا ووفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية الإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها والمهام الموكلة إليها، وهذا باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودية، مركز إيداع الأوراق المالية، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف<sup>(1)</sup>.

وتنحصر أهداف سوق الأوراق المالية في<sup>(2)</sup>:

- 1- تطوير عملية تداول الأسهم على نحو يخدم خطط التنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، بما في ذلك استخدام أحدث الأنظمة التقنية المستعملة في الأسواق المالية العالمية؛
- 2- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج من حيث كفايتها وشفافيتها، ومن قواعد التداول وآليته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق بما يكفل توفير السيولة وحماية مصالح المستثمرين؛
- 3- توفير القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية لتسوية الصفقات، من خلال إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية؛
- 4- إتاحة المعلومات المالية المتعلقة بالصفقات المنفذة والمؤسسات المساهمة المتداول أسهمها في السوق لجميع المستثمرين؛
- 5- تحديد المعايير المهنية لعمل مؤسسات الوساطة في السوق ووكلائها والعمل على تطبيقها؛

[www.samba.connect.com/obdocs/the\\_saudi\\_stock\\_market\\_arab.pdf](http://www.samba.connect.com/obdocs/the_saudi_stock_market_arab.pdf)

1- هيئة سوق الأسهم السعودي، نظام السوق المالي الصادر بالمرسوم رقم م/30، تاريخ الاطلاع 2014/04/11، متوفر على الرابط:

[http://cma.org.sa/cma-ar/subpage-as\\_px?secser\\_no=3892\\_mirrorid=159\\*serno=389](http://cma.org.sa/cma-ar/subpage-as_px?secser_no=3892_mirrorid=159*serno=389).

2- سوق الأسهم السعودي، "القواعد والأنظمة"، تاريخ الاطلاع 2014/04/12 متوفر على الرابط:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/cmd/es/ce/70A/s/704AF/S70A/704>.

6- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، إلى جانب وضع الترتيبات الخاصة بحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى مؤسسات الوساطة؛

7- تحديد جدول الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء نظير خدماتهم؛

8- تحديد شروط ومتطلبات نيل عضوية السوق والقيود والإجراءات الملائمة التي تسمح لمؤسسات الوساطة المرخص لها بتنفيذ الصفقات في السوق.

ولقد أقر مجلس الوزراء السعودي في وقت سابق من صيف 2005 بالمساواة بين مواطني دول مجلس التعاون الخليجي والسعوديين في مجال تأسيس وتملك وتداول أسهم مؤسسات المساهمة السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

كما أضاف إصدار القرارين الساميين عن مجلس الوزراء مع مطلع عام 2006 الخاص بالسماح للمقيمين بالاستثمار في سوق الأسهم السعودي، وتجزئة القيمة السوقية للأسهم بعدا مهما للسوق المالي السعودي.

#### ثانيا: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودية

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالية لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالية، وتهدف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في مؤسسات المساهمة المدرجة في السوق وهما: إجراءات إصدار الأوراق المالية، تنظيم وتفعيل النشاط التجاري والمالي في السوق<sup>(1)</sup>، وقد استطاع محاسب هيئة السوق المالية السعودية أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى من أهمها ما يلي:

1- لائحة سلوكيات السوق: تحدد هذه اللائحة أدبيات وسلوكيات التعامل الواجب الاتصاف بها من قبل المتعاملين في السوق، وتتضمن هذه اللائحة كل ما يشير إلى ممارسات سلوكية غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة بناء على اللائحة: التلاعب بالسوق، التداول بناء على معلومات داخلية وبتث المعلومات غير الصحيحة (الشائعات)، ويضع نظام السوق المالية لهيئة السوق المالية الحق في ضبط الممارسات والتصرفات والتحقيق فيها، واتخاذ الإجراءات الجزائية ضد ممارسيها، وتشمل الإجراءات والجزاءات إصدار تحذير للشخص وإيقاف للعمليات ذات العلاقة التي قام بها، والمنع من العمل في السوق المالية وفرض غرامات مالية والسجن<sup>(2)</sup>.

2- لائحة طرح الأوراق المالية: حددت هذه اللائحة المقصود بطرح الأوراق المالية وقيوده ومفهوم الطرح والمطروح عليه، وحالات طرح الأوراق المالية (الطرح العام، الطرح الخاص وال طرح المستثنى)، وقد أوردت اللائحة في المادة التالية نصا صريحا يفيد بعدم جواز طرح أوراق مالية صادرة عن مؤسسة في المملكة ما لم تكن تلك المؤسسة مساهمة، ويعتبر الطرح خاصا إذا لم يكن هناك طرحا مستثنى، وكان المبلغ المرتب عن كل من المطروح عليهم في المملكة لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله وكان الطرح أيضا

1- هيئة السوق المالية، "قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالي وقواعدها"، المملكة العربية السعودية، 2005، ص. 160.

2- هيئة السوق المالية، "نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية"، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس، ص. 10. تاريخ الاطلاع 2014/04/12، على الرابط: <http://www.tadwul.com.sa/static/pages/ar/investor>

موجها فقط إلى حكومة المملكة أو مؤسسة النقد العربي أو مركز الإيداع أو سوق الأسهم أو أية سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة أو أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص أو أي أشخاص تعتبرهم الهيئة مستثنين أو مؤسسات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص. ويكون الطرح المستثنى إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة أو عن هيئة دولية تعترف بها المملكة، أو إذا كانت القيمة الكاملة للأوراق المالية المطروحة من المصدر أقل من خمسة ملايين ريال أو ما يعادلها، هذا ويعد الطرح عاما إذا لم يستوف هذا الطرح شروط الطرح الخاص ولم يكن ضمن حالات الطرح المستثنى<sup>(1)</sup>.

3- لائحة قواعد التسجيل والإدراج: تفرض لائحة قواعد التسجيل والإدراج على مصدر الورقة المالية أو يرفق بالقوائم المالية تقريرا صادرا من مجلس الإدارة يتضمن عرضا لعمليات المؤسسة خلال السنة المالية المنصرمة، والعوامل المؤثرة على أعمال المؤسسة والتي تساعد المستثمر في تقييم أصول المؤسسة وخصومها ووضعها المالي، وحددت المادة السابعة والعشرين من اللائحة النقاط الرئيسية التي يجب أن تتضمن في التقرير بما حددت شروط التسجيل والإدراج من خلال شروط المستشار المالي والتزاماته وضوابط نشرات الإصدار وغير ذلك من التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في السوق المالية<sup>(2)</sup>.

4- لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء): يعتبر إصدار هذه اللائحة خطوة حاسمة لتأسيس من مرحلة جديدة من عمل الوساطة في السوق السعودية لسببين هما: أنها ساهمت في كسر احتكار البنوك التجارية المحلية التي كانت تسيطر على أعمال الوساطة هذا من جانب، أما من جانب آخر هو أنها التزمات البنوك التي ترغب في تقديم هذه الخدمة بفضل نشاطها الأساسي عنها، وقد اشترطت لائحة الأشخاص المرخص لهم ضمن متطلبات الترخيص لممارسة أعمال التعامل والحفظ والإدارة أين يكون مقدم الطلب مؤسسا في المملكة، وأن يكون إما مؤسسة تابعة لبنك محلي أو مؤسسة مساهمة أو مؤسسة مالية أجنبية مرخص لها صاحب نظام مراقبة البنوك الصادرة بالمرسوم الملكي رقم 5/2 كما أجازت اللائحة أن يكون مقدم الطلب بأي شكل قانوني يسمح به النظام في المملكة وذلك مما يتعلق بطلب الترخيص لممارسة أعمال الترتيب أو المشورة<sup>(3)</sup>.

5- لائحة أعمال الأوراق المالية: حددت هذه اللائحة المقصود بأعمال الأوراق المالية والأطراف الممارسة لهذه الأعمال، والجوانب المتعلقة بالترخيص والمخالفات واستثناءات الترخيص والإعلانات عن الأوراق المالية وقد حضرت المادة الخامسة من هذه اللائحة على أي شخص القيام بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة ما لم يكن شخصا مرخصا من هيئة السوق المالية كما أعطت فترة سماح لا تزيد عن سنتين للبنوك المحلية لاستكمال إنشاء مؤسسات تابعة لممارسة أعمال الأوراق المالية وفقا للائحة الأشخاص المرخص لهم.

1- هيئة السوق المالية، "لائحة طرح الأوراق المالية"، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/12، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم 2004/03/01، ص. 26.

2- هيئة السوق المالية، "قواعد التسجيل والإدراج"، الصادر بموجب القرار رقم 2004/11/03، المعدلة بقرار رقم 2006/12/02، ص. 8-10، تاريخ الاطلاع 2014/04/14، متوفر على الرابط:

<http://www.cma.org/cma/upload/sec/content/dwfile277/registration.pdf>.

3- هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم- الوسطاء-، الصادر بموجب القرار رقم: 2005/03/01، ص. 9، الاطلاع 2014/04/13، متوفر على الرابط: <http://www.cma.org/cma/upload/sec/content/dwfile277/APRS.pdf>.



وقد عرفت هذه اللائحة أعمال الأوراق المالية على أنها ممارسة نشاطات التعامل سواء بيع أو شراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية أو التعهد بتغطيتها والترتيب والإدارة وتقديم المشورة والحفظ ويعد الشخص ممارس الأعمال الأوراق المالية في المملكة إذا كان هذا الشخص يمارس نشاط الأوراق المالية من مقر عمل دائم في المملكة، أو مع شخص ثان في المملكة أو لحسابه الخاص<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: الإطار التنظيمي المؤسسي لسوق الأسهم السعودية

شهدت سوق الأسهم السعودية انطلاقاً من عام 2003 تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة التطورات العالمية في مجال التشريعات الأسواق المالية، وقد كان في مقدمة تلك التطورات إصدار نظام السوق المالية الذي يمثل الإطار القانوني والتنظيمي للسوق وقد اكتسى صدور هذا النظام بأهمية بالغة نظراً لأن الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالية السعودية بشكل أكثر انضباطاً واستقراراً، حتى تكون التعاملات في السوق موثوقاً فيها، وذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت إشراف جهة مستقلة هي هيئة السوق المالية.

#### أولاً: البنية التنظيمية للسوق السعودية

ظلت عملية تداول الأسهم في السوق السعودية قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر 2002 تحت إشراف ثلاثة أجهزة تنظيمية وهي اللجنة الوزارية ولجنة الإشراف الدائمة، وإدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي السعودي، لكن وبإقرار مجلس الوزراء السعودي ثم نظام السوق المالية في ديسمبر 2002 والمصادقة عليه في جويلية 2003 بموجب المرسوم الملكي رقم م/30 خطت سوق الأسهم السعودية مرحلة جديدة، بدأت بتأسيس هيئة السوق المالية بشكل رسمي في جويلية 2004، وفقاً لنظام السوق المالية الجديدة، وبالإضافة إلى عملية تسجيل المؤسسات التي لا تزال تحت إشراف وزارة التجارة والصناعة فقد أصبحت كل الأنشطة المرتبطة بتنظيم وتشغيل وإدارة السوق الأولية والثانوية ابتداءً من 2004 ضمن مهام هيئة السوق المالية التي تصدر اللوائح والقواعد والتوجيهات الخاصة بإدارة السوق الأولية وكذلك تنفيذ نظام السوق المالية، وترتبط هيئة السوق المالية مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، ويديرها مجلس إداري يتكون من خمسة أعضاء متفرغين تفرغاً تاماً يتم تعيينهم بمرسوم ملكي وهم على التوالي: رئيس مجلس الهيئة ونائبه وثلاثة أعضاء يتم تجديدهم دورياً، وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والإدارات المنظمة لعمل السوق والمتمثلة فيما يلي:

1- سوق الأسهم السعودية: نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كمؤسسة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، ويمكن أن يتداول في هذه السوق أسهم المؤسسات القابلة للتحويل، أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار وأدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول.

1- هيئة السوق المالية، "لائحة أعمال الأوراق المالية"، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/02، ص.ص. 5-6.

ويدير السوق مجلس يتكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء، بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية ويعين من بينهم رئيس للمجلس ونائبه.

2- مركز إيداع الأوراق المالية: نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية يتكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق<sup>(1)</sup>.

3- لجنة الفصل في المنازعات: يكتسب الفصل في منازعات الأوراق المالية أهمية قصوى، كونه يعكس مصداقية الالتزام بأحكام نظام السوق المالي، وانعكاس ذلك إيجابيا على تعزيز الثقة بمعاملات السوق، ولوائحه التنفيذية، لذا نص نظام السوق المالي على إنشاء لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه المعاملات يتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة أو صلة قرابة في الدرجة الرابعة بأصحاب الشكوى أو الدعوى المرفوعة أما اللجنة.

وتقدير هذه اللجنة صاحبة الاختصاص القضائي في الفصل في جميع المنازعات التي تقع في نطاق هيئة السوق وأحكامه ولوائحه في الحق العام والخاص، وقد شمل اختصاصها النظر في النظم كالقرارات والإجراءات الصادرة عن الهيئة والسوق، علاوة على ذلك منح نظام السوق لهذه اللجنة جميع صلاحيات للتحقيق والفصل في الشكوى<sup>(2)</sup>.

4- لجنة الاستئناف: نص نظام السوق المالية أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون ثلاثين يوما من تاريخ الإخبار بذلك لتعد قراراتها نهائية في الأخير، إلى جانب الأجهزة أو الأقسام السابقة فقد أنشأت هيئة السوق المالية في سبيل تحقيق مهامها عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي: إدارة تمويل المؤسسات، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة<sup>(3)</sup>.

#### ثانياً: أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية

مرت عملية التداول في سوق الأسهم السعودية بعدة تغيرات منذ نشأتها، فإلى غاية بداية شهر ديسمبر من عام 1984 كان الاتصال بين البائع والمشتري يتم عن طريق مجموعة من الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية التي لم تكن ممارستها تتطلب أي تصريح أو رأسمال أو كفاءات محددة، وقد كان غياب اللوائح المنظمة لأنشطة السماسرة وعدم توفر البيئة القانونية الرسمية التي يتم ضمنها عملية التداول عند هذا التاريخ دافعا وراء صدور المرسوم الملكي في أبريل من عام 1984 الذي نص على إقامة لجنة مشتركة مهمتها

1- هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، تاريخ الاطلاع 2014/04/14، متوفر على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsero=27>.

2- هيئة السوق المالية، لجنة الفصل في المنازعات، بتاريخ 2014/04/14، متوفر على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/subpage.aspx?secsero=27370minrroud=6sesemo=274>.

3- هيئة السوق المالية، "مهام ومسؤوليات هيئة السوق المالية"، تاريخ الاطلاع 2014/04/15، متوفر على الرابط:

<http://www.cma.org.sa/cma/upload-sec-content/dwfile274final/pdf>.



تحديد تفاصيل النظام المؤطر للسوق، وقد كان من بين أهم ملامح هذا النظام الذي هو حيز التنفيذ في 23 ديسمبر من العام ذاته توكيل لجنة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد ومؤسسة النقد العربي السعودي للإشراف على كافة النشاطات التعامل مع السوق، إضافة إلى اقتصار نشاطات الوساطة على البنوك التجارية، وإلزام الراغبين في بيع وشراء الأسهم بضرورة التوجه بالتوفيق بين طلبات البيع يحدد القيمة والسعر المرغوبة، وفي المقابل تقوم البنوك التجارية بالتوفيق بين طلبات البيع والشراء ضمن شبكاتها الخاصة، ومن ثم مع وحدة التنسيق المركزية للبنوك الأخرى عن طريق مكتب المقاصة في مؤسسة النقد العربي السعودي، وتتقاضى البنوك مقابل خدمات الوساطة من البائع فقط عمولة بنسبة 01 % كحد أقصى من قيمة الأسهم التي يتم التعامل بها<sup>(1)</sup>.

وقد أدى هذا النظام إلى زيادة رقابة الجهات على السوق المالية، كما أنه عمل على إلغاء دور السماسرة غير المسجلين الذين أدوا دورا هاما في صنع السوق قبل عام 1984، وقد ظل هذا النظام ساري المفعول حتى ماي عام 1987، ونظرا للمشاكل التي نجمت عنه أخذت لجنة الإشراف على السوق في دراسة بدائل النظام القائم، وقد تبلورت هذه البدائل في خيارين، يتمثل الأول في تأسيس صالة رئيسية لتداول الأسهم تتيح للمتعاملين إمكانية التواجد في مكان واحد لتنفيذ الصفقات، وقد عرف هذا النظام بنظام الصالة الرئيسية للتداول، في حين تمثل البديل الثاني في طرح نظام التعامل الإلكتروني بحيث يتم ربط كافة السماسرة بشبكة واحدة للحساب الآلي<sup>(2)</sup>.

غير أن ضخامة تكلفة تنفيذ البديل الأخير قد رجحت الكفة لصالح البديل الأول، وتأسيسا على ذلك قامت لجنة الإشراف في 11 ماي 1987 بتبني الخيار الأول، كما تم تجميع ممثلي كافة البنوك في مكان واحد وتنفيذ الصفقات بطريقة المزاد وتمثلت ملامح هذا النظام في إبقاء سلطة الإشراف على أنشطة التعامل في الأسهم التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي، وقد أسندت للمؤسسة السعودية لتسهيل الأسهم مهمة تسهيل عملية تسجيل الأسهم وإصدار شهادات الملكية الجديدة.

إلا أن هذا النظام لم يعمر طويلا، إذ أوقف التعامل به بعد مضي أقل من شهر من تطبيقه وهذا لصعوبات فنية، ليعود التعامل في الأسهم مرة أخرى عن طريق الهاتف والتليكس في الدوائر المختصة للبنوك التجارية، ومع بداية عام 1990 شهد نظام التعامل في سوق الأسهم بنقلة نوعية باعتمادنا لأول مرة في منطقة الشرق الأوسط لأنظمة التداول الإلكتروني المتمثلة في النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية ونظام التداول الإلكتروني المطور المعروف باختصارا بنظام تداول.

1- عبد العزيز محمد الدخيل، "سوق الأسهم السعودية قراءة في تاريخ ورؤية للمستقبل" ورقة عمل مقدمة بمناسبة المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الاستشاري للاستثمار والتمويل، الرياض، أبريل، 2005، ص.ص. 9-14.

2- عبد العزيز محمد الدخيل، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 13-14.

**المبحث الثاني: قياس كفاءة السوق المالي السعودي باستخدام مؤشرات السوق**

قبل التطرق لدراسة مؤشرات السوق يجدر الإشارة أولاً إلى تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي، حيث تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق، إلى جانب تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، حيث تفيد هذه المؤشرات في الاسترشاد بها لاتخاذ القرارات الاستثمارية في التوقيت المناسب، كما أنها تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بأوضاع المستقبلية للاقتصاد، لوجود علاقة قوية بين التغير في مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الاقتصادية.

وفي نهاية شهر فيفري من عام 1985 بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابع لوزارة المالية بحساب مؤشر العام لسوق الأسهم السعودية (مؤشر التداول لجميع الأسهم TASI)، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق البالغ عددها آنذاك 33 مؤسسة مساهمة، وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محدودة بنحو 100 نقطة (ليتم استبدالها لاحقاً بنحو 1000 نقطة) وتضم عينة المؤشر نحو 163 مؤسسة مدرجة نهاية عام 2013، يتم تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يومياً من خلال نظام التداول<sup>(1)</sup>.

أما عن الكيفية التي يتم بها حساب هذا المؤشر فهي وفق الصيغة التالية:

$$\text{soudilIndex}(In) = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,n} \cdot Q_{i,n}}{\sum_{i=1}^n P_{i,n} \cdot Q_{i,n}} (In - 1)$$

الجدول والشكل التاليين يوضحا ميزة التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الممتدة من 2013-2004.

1 - مركز بخت للاستثمارات المالية، "أسعار الأسهم وتأثيرها على قيمة المؤشر"، تاريخ الاطلاع 2014/04/31، متوفر على الرابط:

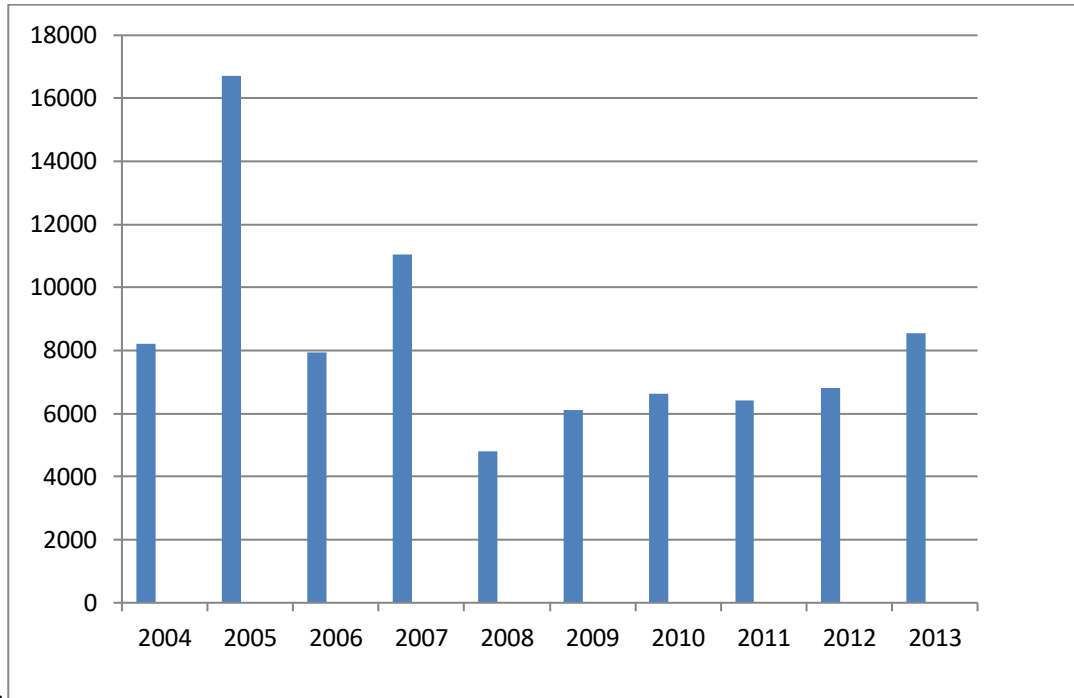
جدول رقم (3-1): تطور الأداء السنوي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الممتدة من 2013-2004

السنة	المؤشر العام	عائد المؤشر %
2004	8206.30	84.93
2005	16712.60	103.66
2006	7933.3	-52.53
2007	11038.6	39.14
2008	4803	-56.49
2009	6121.76	27.45
2010	6620.75	8.15
2011	6417.73	-3.07
2012	6801.22	5.98
2013	8535.60	25.50

المصدر: : السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2013/12/31، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa/static/pages/or/publication/pdf/monthlyreport,2013.pdf>

الشكل رقم (3-1): تطور الأداء السنوي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الممتدة من 2013-2004



المصدر: من إعداد الطالبتان.

يوضح الشكل السابق مواصلة المؤشر العام للسوق ارتفاعاته القياسية للعالم الثالث على التوالي إذ حققت ارتفاعا بلغت قيمته 46,712.6 نقطة كأعلى ارتفاع سنوي بنهاية عام 2005 منذ تأسيسه عام 1984 أي بنسبة 107% ، ذلك نتيجة التطورات المتتالية في قيمة المؤشر العام للسوق خلال عام 2005، حيث مكن إدراج هذا التحسن إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها: ازدياد النشاط الملحوظ الذي دعم ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في السوق، حيث كانت جهود خلال عام 2005 منصبة على تطوير السوق ورفع كفاءته من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط والعدالة وأمان في تعامل<sup>(1)</sup>.

ومع بداية مطلع 2006 شهد المؤشر العام للسوق تراجعاً قوياً في قيمته إذ فقد نحو 24% من قيمته مما اجبر السلطة المشرفة على السوق بإحداث عدة تغييرات في هيكلية السوق كان أهمها تكليف رئيسي جديد لهيئة السوق المالي، وحيث يمكن بسبب التراجع الحقيقي في ارتفاع العائد والتضخم الكبير في أسعار أغلب الأسهم المتداولة في السوق بعيداً عن أساسيات الاستثمار في هذه المؤسسات بعد ذلك نلاحظ ارتفاع من الفترة الممتدة من 2006-2007 حيث بلغت قيمة المؤشر في مطلع 2007 11,038.6 نقطة ليعاود الانخفاض مرة أخرى بحيث تأثر الأزمة العالمية، مما دفع هيئة السوق المالي إلى بذل جهود مختلفة وإصدار لوائح تخص الحوكمة المؤسسات لترسيخ الموثوقية في أدائها مما دفع بالمؤسسات بالتجاوب مع هذه الجهود وعملت على التحول إلى مؤسسات مساهمة وأدرجت في السوق وطرحت أسهمها ما ساهم في ارتفاع المؤشرات تدريجياً من 2008 إلى غاية 2010 إلى مستوى 6,620.75 نقطة.

حيث نلاحظ في نهاية عام 2013 بلغ المؤشر العام للسوق 8,535.60 قطة مقارنة بـ 6,801.22 نقطة في عام 2012 أي أنه ارتفاع بـ 1,734.38 نقطة أي نسبة 25.50%، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 23 ديسمبر حيث أغلقت عند 8,561.84 نقطة.

وتقتضي دراسة تطور المؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودية تفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق كمجموعة نتائج ذلك لأن تحليل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدى قد يعطي نتائج مظلمة بشأن التطور الشامل لكفاءة السوق،

#### المطلب الأول: دراسة معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي

يستعمل المحللون نسبة أو معدل الرسملة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، وتقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج الإجمالي خلال فترة معينة وذلك على النحو الذي توضحه الصيغة التالية:

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم المدرجة}}{\text{الناتج الملحي الإجمالي}}$$

وتتمثل مدلولية هذا المؤشر لكونه يعطي صورة عن مدى مساهمة، وقدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال وتوسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتنوع

<sup>1</sup> - مركز بخت للاستثمارات المالية التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودية لعام 2005، متوفر على الرابط

المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين. والجدول الموالي يوضح تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2004 إلى 2013. جدول رقم (2-3): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2013-2004.

السنة	الرسملة السوقية (مليار ريال)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار ريال)	معدل الرسملة السوقية	معدل نمو الرسملة السوقية %
2004	1,149,000	938,771	1.223,941	-
2005	2,438,000	1,182	2.061,709	68.44
2006	1,226,000	1,335	0.917,953	-55.48
2007	1,94,000	1,442	1.347,514	47.01
2008	924,000	1,786	0.517,357	-61.66
2009	1,195,000	1,412	0.846,317	63.58
2010	1,325,000	1,709	0.775,307	-8.39
2011	1,271,000	2,239	0.567,664	-26.78
2012	1,400,000	2,727	0.513,384	-9.56
2013	1,751,000	2,794	0.626,700	22.07

المصدر: العديد ممن المراجع.

صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 40، الربع الرابع، 2013.

<http://www.orbmanetaryfund.org/sites/default/econ/ambdbulletin/or/bulletin:2004/20.2013>.

مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة إحصائية الربع السنوي، 2013، تاريخ الإطلاع 2013/12/31 متوفر على الرابط:

<http://www.sana.gov.sa/report>.

السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، تاريخ الإطلاع 2013/12/31، على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa>.

بالنظر إلى بيانات الجدول أعلاه يمكن ملاحظة التطور التدريجي الإجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2004 إلى 2007، يؤكد هذا التطور تنامي الجاذبية الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي.

ووفقاً لإحصائيات إدارة تداول السوق الأسهم السعودي بلغت القيمة السوقية لأسهم المصدرة بنهاية 2007 بـ 1,946,000 مليار ريال مقارنة بسنة 2006 حيث بلغت 1,226,000 مليار ريال، كما نلاحظ انخفاض القيمة السوقية سنة 2008 إذ بلغت قيمتها 924,000 مليار ريال لتستمر في الارتفاع حتى تصل سنة 2009 إلى 1,195,000 مليار ريال، لكن هناك تذبذب في القيمة حيث انخفضت سنة 2011 لتسجيل بعدها ارتفاع سنة 2012 من 1,400,000 إلى 1,751,000 سنة 2013.

كما نلاحظ للوهلة الأولى مدى الارتفاع المستمر في نسبة معدل الرسملة السوقية، إذ ارتفع معدل الرسملة من 1.223,941 عام 2004 إلى 2.061,709 عام 2005 ويعكس هذا الارتفاع الكبير مدى تحسن قدرة سوق الأسهم السعودية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بمعدل مساهمة موجودات القطاع المصرفي (إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي) الذي بلغ 0.413,853 عام 2005 ويكشف التراجع في معدل إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الخام في مقابل ارتفاع معدل الرسملة السوقية لسوق

المالية السعودية جانبا من توجهات السلطات النقدية والمالية في المملكة العربية السعودية لتبني نموذج النمو الاقتصادي القائم على دعم سوق الأوراق المالية، إلا أن اشتداد حدة المنافسة في الأسواق العالمية بسبب العولمة المالية دفع المملكة لتحرير سوقها المالية وهو ما نتج عنه حركة واسعة لرؤوس الأموال الواردة إلى السوق بطريقة لم يشهد اقتصاد المملكة مثيلا لها من ذي قبل.

أما عن تدني رسملة سوق الأسهم السعودي إلى ما يقارب النصف عند مستوى 924,000 مليار ريال بنهاية 2008 والذي قابله انخفاض في معدل النمو الرسملة السوقية بـ 61.66%، وهذا نتيجة لما مر به سوق أسهم السعودي من عمليات تصحيحية عقب بلوغ الأزمة المالية العالمية ذروتها في أواخر سنة 2008 هذا إلى جانب المخاوف من استتالة أمد الانكماش الاقتصادي العالمي من صدمات أخرى للنظام المالي العالمي، وعدم التيقن إزاء تحركات أسعار النفط إضافة إلى تقليص في أوضاع الائتمان المحلي والتوقع بانخفاض أرباح شركات، كذلك نلاحظ تذبذب في معدل الرسملة من الفترة 2010 إلى 2012 وارتفاعه سنة 2013 بنسبة 22.07% وذلك لعدة أسباب منها التصحيحات التي كان لها الأثر الإيجابي على نفسية المستثمرين في إعادة التوازن للسوق ونشر الثقة في المعلومة المتوفرة فيه لجذب المزيد من المستثمرين.

وعلى الرغم من أن نمو معدل الرسملة في السنوات الأخيرة متباطئ إلى أنه يشير إلى إمكانية تزايد قدرة السوق المالية السعودية، على تعبئة المدخرات في المستقبل بمعدل أكبر وتوجيهها نحو الاستثمارات ذات الجدوى الاقتصادية.

والواقع أن معدل الرسملة السوقية لا يعكس تقييما دقيقا وحقيقيا لحجم سوق الأسهم السعودي، لذلك فمن الضروري ربط معدل الرسملة السوقية بمؤشر عدد المؤسسات المدرجة في هذه السوق للوصول إلى التقييم الدقيق لحجم السوق المالي السعودي.

#### المطلب الثاني: دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يؤدي إتساع حجم السوق قياسا بعدد المؤسسات المسجلة في البورصة إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للسوق، وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة، نظرا لتوفر وتنوع الفرص الاستثمارية وإمكانية التحرك ونتيجة هذا التعامل النشط بيعا وشراء، فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) والطلب (أوامر الشراء) عادة ما تحصل عن تغير طفيف في التوازن في السعر وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية إذ ما حدث، وحماية مؤشر السوق من الانهيار والعكس من ذلك تؤدي محدودية السوق قياسا بعدد المؤسسات المدرجة إلى اختلال التوازن بين العرض والطلب، والذي من شأنه أن يؤدي إلى إحداث تغير كبير في سعر أسهم المؤسسات بحيث ترتفع الأسعار إلى مستويات قياسية حيث يكون الطلب أكبر من العرض، تصبح معها الانعكاسات على الاقتصاد والمتعاملين في السوق سلبية للغاية إذا ما تعرض السوق إلى تصحيحات في مساره السعري.

ووفقا لتقرير سوق المالي السعودي "تداول" بلغ عدد المؤسسات المساهمة المدرجة في السوق نهاية سنة 2013، بـ 163 مؤسسة موزعة على 15 قطاعا، حيث يحظى قطاع التأمين بأكبر عدد من المؤسسات (35 مؤسسة)، ثم قطاع الزراعة والصناعات الغذائية وقطاع التشييد والبناء بـ 16 مؤسسة لكل من القطاعين، يليهما في المرتبة الثالثة قاع

الصناعات البتروكيمياوية وقطاع استثمار الصناعي بـ 14 مؤسسة للقطاعين، يمثل المرتبة الرابعة قطاع الاسمنت بـ 13 مؤسسة وقطاع التجزئة بـ 12 مؤسسة، أما قطاع المصارف والخدمات المالية بـ 11 مؤسسة، ثم قطاع التطوير العقاري الذي ضم 8 مؤسسات، أما قطاع الاستثمار المتعدد فهو يحتوي على 7 مؤسسات، ثم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات التي تضم 5 مؤسسات يليه قطاع النقل بـ 4 مؤسسات، قطاع الإعلام والنشر وقطاع الفنادق والسياحة بـ 3 مؤسسات في حين نجد أن قطاع الطاقة المرافق الخدمية يحتوي على مؤسستين فقط.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013، فقد كان قطاع التأمين أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 226.84 مليار ريال تمثل 19.48% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 196.36 مليار ريال بنسبة 14.34% وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 147.94 مليار ريال بنسبة 10.80% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013، وفيما يلي جدول يبين تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي لعشرة سنوات الأخيرة.

الجدول رقم (3-3): تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2013-2004

السنوات	المؤسسات المدرجة	التغير
2004	73	3
2005	77	4
2006	86	9
2007	111	32
2008	127	16
2009	135	8
2010	146	11
2011	150	4
2012	158	8
2013	163	5

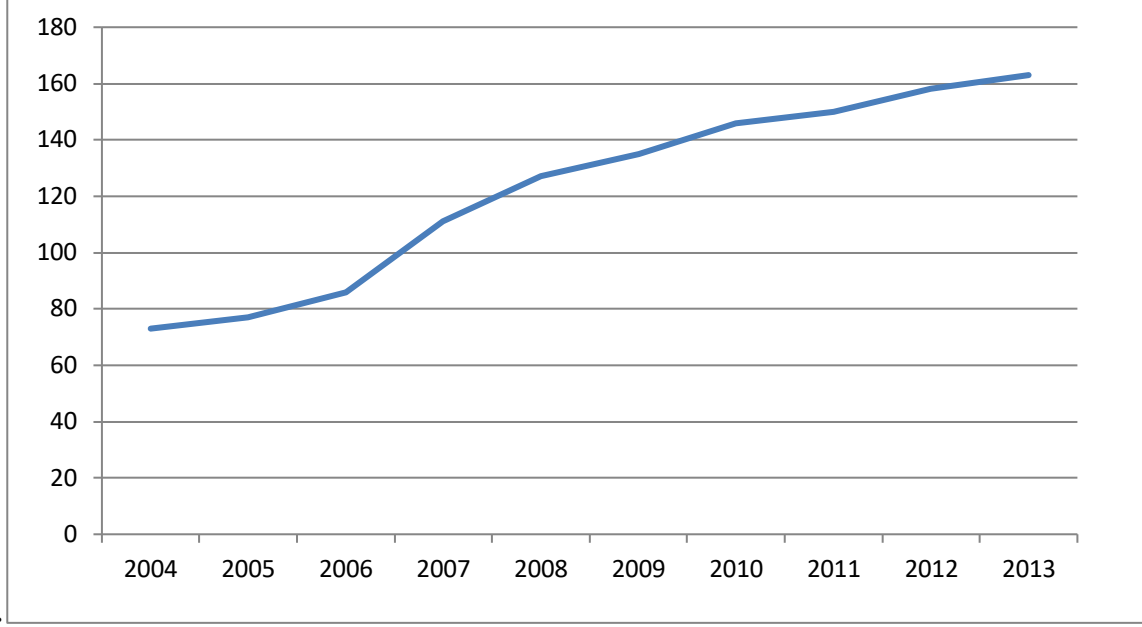
المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على:



السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2013/12/31، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa/static/pages/or/publication/pdf/monthlyreport,2013.pdf>.

الشكل رقم (2-3): تمثيل بياني يوضح تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2013-2004



المصدر: من إعداد الطالبتان.

من الملاحظ من تمثيل البياني أعلاه نلاحظ أن عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تتزايد بشكل مستمر من عام لآخر، حيث قد عرف سوق الأسهم السعودي تراجع وانخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في سنة 2003، حيث قدرها الانخفاض بـ 10.53% ليرتفع بعد ذلك عدد المؤسسات المسجلة في السوق، حيث سجلنا زيادة في معدل النمو عدد المؤسسات من 2.94% سنة 2003 إلى 29.07% سنة 2007 لتنتقل بعد ذلك عدد المؤسسات من 77 مؤسسة سنة 2004 إلى 163 مؤسسة سنة 2013، هذا التزايد راجع إلى التسهيلات والإجراءات الميسرة التي منحتها هيئة السوق المالي للمؤسسات الراغبة في التسجيل بالسوق، وطرح أسهمها للاكتتاب وبالتالي زيادة وتوسيع القاعدة الاستثمارية من خلال الالتزام بقواعد الحوكمة وانتشار الثقة والمعلومات المتعلقة بأداء المؤسسات، لكن العدد الإجمالي لهذه المؤسسات لا يزال ضئيلاً إذا ما قورن مع عدد المؤسسات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة إلا أنه يعتبر مؤشراً إيجابياً بالنسبة لسوق الأسهم السعودي، حيث أنه كلما ارتفع عدد المؤسسات المدرجة في السوق، كما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

#### المطلب الثالث: مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي

كما هو معروف أن سيولة السوق تزداد كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي إختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، ولهذا فإن مؤشر

التداول (معدل الدوران) يعتبر من بين أكثر المؤشرات تمثيلاً وتعبيراً عن سيولة السوق الذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة}}{\text{الرسمة السوقية}}$$

جدول رقم (3-4): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2013-2004 (الوحدة مليار ريال سعودي)

السنوات	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم	معدل دوران الأسهم (%)
2004	64.39	1,773,000	1,149	154
2005	76.28	4,138,000	2,438	170
2006	79.82	5,261,000	1,226	429
2007	67.13	2,557,000	1,946	131
2008	60.31	1,962,000	924	212
2009	57.13	1,264,000	1,195	105
2010	33.01	759,000	1325	57
2011	48.26	1,028,000	1,271	86
2012	83.28	1,929,000	1,400	137
2013	52.50	1,369,000	1,751	78

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2013/12/31، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa/static/pages/or/publication/pdf/monthlyreport.2013.pdf>

انطلاقاً من الجدول نلاحظ أن سوق الأسهم السعودي بنهاية عام 2004 شهد ارتفاعاً ملحوظاً في مؤشر السيولة والمعبر عنه بمعدل دوران الأسهم وهذا نتيجة لعدة أسباب أهمها: تبدد مخاوف المستثمرين من الغزو الأمريكي للعراق، إضافة إلى إدراج عدة مؤسسات عملاقة في السوق المحلية كمؤسسة الاتصالات السعودية والمؤسسة السعودية للكهرباء، هذا إلى جانب ارتفاع حجم السيولة النقدية التي كان لها تأثير مباشر على أسعار الأسهم والذي انعكس في زيادة فعالة للمستثمرين على الأسهم المتداولة في السوق المحلية.

أما عن الزيادة الكبيرة التي شهدتها سوق الأسهم السعودي والخاصة بمعدل الدوران في نهاية عام 2006 والذي بلغ معدل 429% تعود إلى إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار المعلومات التي لا أساس لها من الصحة وتلاعب المضاربين بالنتائج المالية للمؤسسات، وتوسع البنوك المحلية في منتج القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم. أما عن موسم الجمود الذي اعتري إصدارات الأسهم الأولية في السوق 2013 لأنه مع انهيارها السوق في أواخر 2010 تلاشى الميل لإصدار الأسهم في السوق، وكاد الهبوط الحاد لتقييم الأسهم والتقلب المحبط في الأسعار أن يدفع بسوق الإصدارات الأولية أن توصل أبوابها في الفترة شهري أوت وديسمبر، بلغ عدد المؤسسات السعودية التي أجلت إصدار أسهمها الأولية 50 مؤسسة، إلا أن المعوق الرئيسي لسوق الإصدارات الأولية والذي أثر سلباً على معدل دوران الأسهم (مؤشر السيولة) يتمثل في أن المؤسسات المصدرة للأسهم ومموليها الماليين لازالوا متوقفين عند مستويات التقييم الماضية، وليس لديها رغبة في تغيير توقعاتها، هذا إلى جانب بعض العوامل الأخرى التي أثرت سلباً على الطلب على إصدارات الأسهم الأولية والتي من أهمها: تأزم أوضاع السيولة الملحية، محدودية الحصول على الإقراض الخارجي، الميل لتفادي المخاطر المرتفعة وتوقع انخفاض أرباح المؤسسات في ظل التباطؤ الاقتصادي.

كما سجل سوق الأسهم السعودي إرتفاع مستمر وبمعدل مرتفع في قيمة التداول من سنة 2004 إلى 2007 غير أن قيمة التداول انخفضت خلال السنوات التالية 2008-2009-2010 مقارنة بالسنوات التي سبقتهم لترتفع بعدها في سنة 2012، وبعدها تنخفض في سنة 2013 إلا أن نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أكبر من نسبة الارتفاع المسجلة معظم فترة الدراسة.

وعلى العموم تحقيق معدلات نمو متتالية وإيجابية في قيمة التداول يدل على نشاط سوق الأسهم السعودي وسرعة نموه وهي كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءته.

**المبحث الثالث: اختبار صيغ كفاءة سوق الأسهم السعودي**

يدرك المراقب لأداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من 2013-2004 أن هناك تغيرات جوهرية حدثت بشكل متسارع من حين لآخر، أدت إلى إحداث تقلبات حادة في مستوى أداء السوق وقد كان أهم مظهر ميز هذه المتقلبات الصعود غير المنطقي للمؤشر العام لأسعار السوق والذي تسبب في حالة عدم الاستقرار في تعاملات المستثمرين وخاصة الصغار منهم.

وفي ظل هذه التغيرات برز نقاش واسع حول مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي والمشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في السوق، لاسيما تلك التي ينظر إليها على أنها تشكل إحدى الأسباب الرئيسية وراء ما برز من حالات الخلل والقصور الوظيفي في آلية عمل السوق، وقد كان من غير الممكن تبني أي من الافتراضات والآراء التي صدرت بشأن كفاءة سوق الأسهم السعودي كمسلمات دون تمحيص معقول، وخاصة تلك التي تعتمد على مجرد القراءة السطحية للسوق، والتي تشير البعض منها إلى عدم كفاءة سوق الأسهم السعودي ومعاناته من بعض الاختلالات الهيكلية، ومن جهة أخرى كان من غير الممكن الاكتفاء بالنظرة التفاضلية للبعض الآخر والتي مفادها أن تقلبات السوق الحالية ما هي إلا مجرد هزات عابرة لا تلبث أن تزول بزوال الظروف الطارئة المسببة لها.

لذلك سيسعى هذا المبحث إلى مواجهة هذا الجدل من خلال اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صغته الضعيفة والمتوسطة.

**المطلب الأول: اختيار كفاءة السوق الأسهم السعودي في صغته الضعيفة**

سنستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار الأسهم السعودية محل الدراسة عشوائية أو لا، حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر و(0) عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R: عدد التتابعات (séquences) في عينة من n عدد.

$$E(R) = (2n-1)/3 \quad \text{نظريا المتوسط والتباين هو:}$$

$$VAR(R) = (16n-29)/90$$

وبالنسبة لعدد مرتفع n (عينة كبيرة) توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي.

$$Z = (R - E(R)) / \sqrt{var(R)} \quad \text{فليكن:}$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر بـ 5%.

$$|Z| < 1.96 \quad \text{تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية}$$

لذلك سوف نقوم من خلال هذا الجدول باختيار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغتها الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة على المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2013-2004.

الجدول رقم (3-5): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2013-2004

السنوات	مؤشر العام للسوق الأسهم السعودي	التغير في المؤشر	نسبة التغير %
2004	8206.23	-	-
2005	1671264	+	+103.65
2006	793329	-	-52.5
2007	11038.66	+	+39.14
2008	4802.99	-	-56.48
2009	6121.76	+	+27.45
2010	6620.76	+	+8.15
2011	6417.72	-	-3.06
2012	6801.22	+	+5.97
2013	8535.60	-	+25.50

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2013/12/31، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa/static/pages/or/publication/pdf/monthlyreport.2013.pdf>

من معطيات الجدول يتضح أن:  $R=7$  ، 4 تغيرات بالارتفاع، و 3 تغيرات بالانخفاض.

$$E(R) = (2n-1)/3 \quad \text{ولدينا المتوسط:}$$

$$E(R) = (2*10-1)/3 = 6.333$$

$$VAR(R) = (16n-29)/90 \quad \text{ولدينا التباين:}$$

$$VAR(R) = (16*10-29)/90$$

$$VAR(R) = 1.4$$

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)} \quad \text{ولدينا:}$$

$$Z = 7 - 6.33 / \sqrt{1.4}$$

$$Z = 0.56$$

وعليه (Z) تساوي 0.56 وهي أقل من 1.96 وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية متخلفة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات عشوائية.

وعليه لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل هذا يجعلنا نستنتج أن سوق الأسهم السعودي كفاء في صيغته الضعيفة.

**المطلب الثاني: اختيار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغتها المتوسطة**

من أجل قياس كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغته المتوسطة سنحاول دراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأسهم، أو مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من 2013-2004 ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها هي معدل التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث سنحاول دراسة استجابة الأسعار للتغير في أحد المتغيرات الاقتصادية، ولدراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سننعمد على تحليل الارتباط من أجل الحكم على كفاءة التسعير.

حيث سنقوم باستخدام معامل ارتباط "بيرسون" من أجل تقدير جودة العلاقة وشدتها، إذ يعتبر معامل ارتباط "بيرسون" من أفضل معاملات الارتباط وأكثرها شيوعاً واستخداماً وذلك لإمكانية استخدامه لقياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة، ومختلفين في وحدات القياس مثلاً قياس درجة الارتباط بين الطول (سم/الوزن كغ).  
ويحسب معامل الارتباط "بيرسون" بالعلاقة التالية:

$$R = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot (n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

تتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (-1) و(+1) حيث تشير القيمة (-1) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام، أما (+1) فتترمز إلى وجود علاقة ارتباطية طردية أو موجبة تامة، والقيمتان تدلان على أن جميع القيم الممثلة للعلاقة بين المتغيرين تقع على خط مستقيم، وكلما أخذت القيم تنحرف عن الخط المستقيم كلما قلت قيمة معامل الارتباط عن القيمتين السابقتين بحكم ضعف العلاقة بين قيم المتغيرين حتى إذا وصلت إلى درجة الصفر دل ذلك على انعدام العلاقة الارتباطية.  
أولاً: معدل التضخم

يمكننا تلخيص التطورات التي عرفها كل من معدل التضخم ومؤشر السوق من خلال الجدول الموالي للفترة الممتدة من 2004-2013.

جدول رقم (3-6): مؤشر السوق ومعدل التضخم في السعودية للفترة الممتدة من 2004-2013

السنوات	مؤشر سوق	معدل التضخم %
2004	8206.23	0.35
2005	1671264	0.63
2006	793329	2.3
2007	11038.66	4.1
2008	4802.99	9.9

5.1	6121.76	2009
5.3	6620.76	2010
5.3	6417.72	2011
3.6	6801.22	2012
4.2	8535.60	2013

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، إحصائيات السوق السنوية، 2013/12/31، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

<http://www.tadawal.com.sa/static/pages/or/publication/pdf/monthlyreport.2013.pdf>

مؤسسة النقد العربي السعودي، صندوق النقد الدولي، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

International monetary fund, world Economic outlook database, october 2010.

http :www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/weo data/index.aspx.

باستخدام بيانات الجدول أعلاه وبالإعتماد على الحاسب الآلي (استخدام برنامج SPSS) نجد: أن معامل الارتباط بين مؤشر الأسهم السعودي والتضخم يساوي  $R = -0.64$ ، وأن معامل التحديد  $R^2 = 0.40$ .  
ننتقل من فرض أن  $H_0: R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر "بيرسون" الأسهم السعودي ومعامل التضخم.  
في حين أن الفرض البديل  $H_1: R \neq 0$ ، يعني أن معامل ارتباط المجتمع لا يساوي الصفر وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين متغيرين.  
إحصائية الاختبار

ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة T، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{1-R^2/n-2}}$$

$$T = -0.65$$

من جدول t وعند مستوى معنوية  $\alpha = 0.05$  ودرجات حرية  $8 = 10 - 2$  نجد أن قيمة  $t = 2.30$  نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية  $2.30 > -0.65$  وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وهو ما يعني قبول فرض العدم بأن

$H_0: R=0$ ، ورفض الفرض البديل  $H_1: R \neq 0$ ، كل هذا يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، بمعنى أن سوق الأسهم السعودي ليس كفاء في صيغته المتوسطة، وذلك أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر الأسهم السعودي ومعامل التضخم وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي.

ثانياً: معدل البطالة

سنحاول فيمالي دراسة استجابة مؤشر السوق الأسهم السعودي للتغير في معدلات البطالة خلال الفترة الممتدة (2004-2013).

الجدول رقم (7-3): مؤشر سوق ومعدل البطالة في السعودية للفترة الممتدة من 2004-

2013

السنوات	مؤشر سوق (نقطة)	معدل البطالة %
2004	8206.23	5.82
2005	1671264	6.10



6.30	793329	2006
5.60	11038.66	2007
5.00	4802.99	2008
5.40	6121.76	2009
*5.70	6620.76	2010
5.80	6417.72	2011
5.5	6801.22	2012
5.80	8535.60	2013

\* النسبة تم حسابها من طرف الطالبان على أساس المتوسط الحسابي للسنوات السابقة.

المصدر: مصلحة الإحصاءات والمعلومات ووزارة الاقتصاد والتخطيط السعودية، تاريخ الإطلاع 2014/04/20، متوفر على الرابط:

[http :www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/weo data/index.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/weo%20data/index.aspx).

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر الأسهم السعودي ومعدل البطالة خلال فترة الدراسة 2013-2004، وبالاعتماد على الحاسب الآلي استخرجنا معامل ارتباط "بيرسون" الذي كان يساوي  $R=0.54$  ومعامل التحديد يساوي  $R^2=0.29$  ولدينا:  $n=10$

ننتقل من فرض أن  $H_0: R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومعدل البطالة. في حين أن الفرض البديل  $H_1: R \neq 0$ ، يعني أن معامل الارتباط المجتمع لا يساوي الصفر وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين متغيرين. إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي  $T$ ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{1-R^2/n-2}}$$

$$T = 1.86$$

فالرجوع إلى جدول  $t$  (توزيع ستودنت) وعند مستوى معنوية  $\alpha = 0.05$  ودرجات حرية  $n-2=8$  نجد أن قيمة  $t=2.30$ .

ومنه نلاحظ أن السيولة أقل من  $t$  الجدولية  $2.30 > 1.86$ ، وهي بذلك تقع في منطقة القبول أي قبول فرض العدم  $H_0: R=0$ ، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي ومعدل البطالة، أو بتغير آخر مؤشر السوق لا يستجيب للتقدير في معدل البطالة وعليه يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي غير كفاء في صيغة المتوسطة.

ثالثاً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى مؤشر الأسهم السعودي، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-8): مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية للفترة الممتدة من 2013-2004

السنوات	مؤشر سوق (نقطة)	معدل متغير الناتج المحلي
---------	-----------------	--------------------------

الإجمالي %		
20.7	8206.23	2004
27.0	1671264	2005
14.7	793329	2006
10.5	11038.66	2007
25.0	4802.99	2008
-17.5	6121.76	2009
22.8	6620.76	2010
27.2	6417.72	2011
9.5	6801.22	2012
1.5	8535.60	2013

المصدر: مصلحة العامة والمعلومات، وزارة الاقتصاد والتخطيط السعودية. تاريخ الإطلاع 2014/04/23، متوفر على الرابط: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/weo\\_data/index.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/weo_data/index.aspx)

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر سوق الأسهم السعودي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الدراسية 2013-2004 وبالأعتماد على الحاسب الآلي استخرجنا معامل ارتباط "بيرسون" الذي كان يساوي:  $R=0.62$ ، ومعامل التحديد يساوي  $R^2=0.38$ .

ننطلق من فرض أن  $R=0$ ،  $H_0$ : أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الأسهم السعودي، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. وعليه فهناك ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة هي  $T$ ، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{1-R^2/n-2}}$$

$$T = 2.29$$

من الجدول  $t$  وعند مستوى معنوية  $\alpha = 0.05$ ، ودرجات حرية  $n-2=10-2=8$  نجد أن قيمة  $t=2.30$ .

نلاحظ أن  $t$  المحسوبة أقل من  $t$  الجدولية  $2.30 > 2.29$ ، كما أن تقع في منطقة القبول أي قبول فرض العدم.

هذا يعني أن  $R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر الأسهم السعودي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أو بتغيير آخر أن مؤشر السوق لا يستجيب للتغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وعليه نستنتج أن سوق الأسهم السعودي غير كفاء في صيغته المتوسطة.

**المبحث الرابع: تحليل وتقييم سهم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية**

سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى دراسة مؤسسة اسمنت اليمامة، من خلال إعطاء لمحة عن المؤسسة في شكل بطاقة فنية وإعطاء تحليل جزئي لظروف المؤسسة واستخراج قيمة سهمها باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة.

**المطلب الأول: التعريف بمؤسسة اسمنت اليمامة السعودية**

هي إحدى مؤسسات الاسمنت الرائدة في المملكة العربية السعودية وواحدة من أكبر المؤسسات المنتجة للاسمنت في المملكة ومن أقدمها، إذ تأسست في عام 1961 على يد سمو الأمير محمد بن سعود الكبير برأس مال قدره 25 مليون ريال في مدينة الرياض عاصمة المملكة العربية السعودية، بهدف إنتاج الاسمنت والاتجار به وتوطين صناعته التي تعتبر من الصناعات الثقيلة التي تستخدم خامات متوفرة محليا، ويبلغ رأس مال المؤسسة 1350 مليون ريال مدفوعة بالكامل وموزعة على 135 مليون سهم في مقابل كون القيمة الاسمية هي 10 ريال للسهم الواحد، هذا وقد اختار مؤسسوها هذا الاسم لأن اليمامة تمثل الاسم التاريخي لمدينة الرياض والمنطقة المحيطة بها .

ولقد كان للدعم والتشجيع اللذين تقدمهما الدولة والممثلة في العديد من الجهات الحكومية كمقام إمارة الرياض ووزارة الصناعة ووزارة التجارة وصندوق التنمية الصناعية بالغ الأثر في إقدام إدارة المؤسسة على توسعة المصنع وإضافة خطوط إنتاج جديدة، حيث كانت بداية الإنتاج عام 1966 بطاقة 300 طن في اليوم، وكانت التوسعة الأولى في عام 1972 حيث تم إضافة خط إنتاج ثان بطاقة 800 طن من الكلينكر في اليوم.

وارتفاع بذلك إجمالي الطاقة الإنتاجية إلى 330 ألف طن كلينكر في السنة، وبعد بضع سنوات فقط تبعته التوسعة الثانية في عام 1978 التي أضافت خطين إنتاجيين كاملين بطاقة إنتاجية مقدارها 1500 طن كلينكر في اليوم للاستفادة من الفائض في طاقات الطحن الذي نجم عن التوسعات السابقة وارتفعت الطاقة الإنتاجية بذلك لتصبح 1.68 مليون طن كلينكر في السنة، ثم كانت التوسعة الرابعة في عام 1985 بإضافة خط إنتاج كامل استخدمت فيه أحدث التقنيات في إنتاج الاسمنت القائمة على استخدام الأفران القصيرة ذات التكليس والتسخين المسبق بطاقة 3000 طن كلينكر في اليوم وارتفعت بذلك الطاقة الإنتاجية إلى 2.75 مليون طن كلينكر في سنة أي معادل 2.86 مليون طن اسمنت في السنة.

وقد رافق التطور في الطاقة الإنتاجية تطور في رأس المال والأرباح المحققة وفي أعداد العاملين والتنظيمات الإدارية والمرافق والخدمات وأصبحت المؤسسة الصغيرة التي تأسست قبل أزيد من أربعين عاما مؤسسة صناعية كبرى ذات مركز مالي قوي وسيولة جيدة وتعتبر واحدة من اكبر مائة مؤسسة على مستوى المملكة والمنطقة بأسرها.

ونجد أن كل هذه الأهداف ساعدت على ظهور حقائق ملموسة في القدرة على تجاوز الصعاب وتجنيب المؤسسة التعرض لهزات عنيفة أو انتكاسات، يمكن لها أن تعيق مسيرة النجاح الذي حققته المؤسسة في مدة تزيد عن خمسين عاماً<sup>(1)</sup>.

جدول رقم (3-9): بطاقة فنية عن مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية

مؤسسة الاسمنت اليمامة السعودية	
اسم التجاري	اسمنت اليمامة
نبذة عن طبيعة نشاط المؤسسة	إنتاج الاسمنت البورتلاندي العادي والمقام للكبريتات والأكياس الفارغة كلوازم لصناعة الاسمنت، إضافة إلى إنتاج الكينكر وهو المادة التي تخرج من الأفران وتنتج من حرق المواد الخام تحت درجات حرارة عالية وهذه المادة يتم طحنها فيما بعد مع نسبة معينة من الجبس لتصبح الاسمنت المعروف.
نبذة عن تاريخ المؤسسة	أسست مؤسسة اسمنت اليمامة في 1961/08/22 براس مال قدره 25000000 ريال، وتطور رأس المال حتى أصبح في سنة 2013 يقدر بـ 2025000000 ريال مقسمة على 202500000 سهم، هذا وتبلغ الطاقة الإنتاجية 6300000 طن سنوياً.
ملف الأسهم	رأس المال المصرح به: 2025000000 ريال. عدد الأسهم المصدرة: 202500000 سهم. رأس المال المدفوع: 2025000000 ريال. القيمة الاسمية للسهم: 10 ريال. القيمة المدفوعة للسهم: 10 ريال.

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد تاريخ الاطلاع 2014/04/28 على الرابط:

[http://www.yammacment.com.sa/view\\_financial.php](http://www.yammacment.com.sa/view_financial.php), date 24/04/2014.

### المطلب الثاني: التحليل الجزئي لظروف مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية

تعتبر مرحلة التحليل الجزئي للمؤسسة نفسها صاحبة السهم والتي تبحث في العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة هي التي تشير أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير في عوائد المؤسسات، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب تقييم الأداء المالي لمؤسسة اسمنت اليمامة السعودية، ومن ثم تفسير العلاقة بين تغيرات عوائد هذه الأخيرة وتغيرات أسعار أسهمها في السوق المالية السعودية، وملخص تحليلنا هذا سيكون بتحليل القوائم المالية من جانب، وتحليل العائد والمخاطر من جانب آخر.

#### أولاً: تحليل القوائم المالية

في تحليلنا للقوائم المالية لمؤسسة اسمنت اليمامة لسنتي 2012 و2013 سيكون من واقعة المركز المالي وقائمة الدخل كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (3-10): ملخص حول القوائم المالية لسنتي 2013-2012

الوحدة: جميع الأرقام بالآلاف الريالات السعودية

<sup>1</sup> - <http://www.Gulfbase.com/site/interface/Arabic/companyprofit.aspx?page=financialights&c=104>, date 22/04/2014.

قائمة المركز المالي			قائمة الدخل		
2013/12/31 (سنوي)	2012/12/31 (سنوي)	السنوات البيانات	2013/12/31 (سنوي)	2012/12/31 (سنوي)	السنوات البيانات
1,678,290	1,608,600	الموجودات المتداولة	1,541,857	1,575,843	المبيعات
160,550	66,110	المخزون	(660,825)	(661,762)	تكاليف المبيعات
648,380	438,290	الاستثمارات	881,032	914,081	إجمالي الدخل
1,758,280	1,878,570	الموجودات الثابتة	86,174	24,571	الإيرادات الأخرى
17,150	13,750	الموجودات الأخرى	967,206	938,652	إجمالي الإيرادات
4,262,650	4,005,320	إجمالي الموجودات	(70,973)	(73,096)	إجمالي المصاريف
293,773	312,739	المطلوبات المتداولة	896,233	865,556	صافي الدخل قبل الزكاة
10,378	31,134	المطلوبات غير متداولة	(26,000)	(48,000)	الزكاة
65,136	62,414	المطلوبات الأخرى	870,233	817,556	صافي الدخل
3,893,358	3,599,031	حقوق المساهمين	371,153	245,565	رصيد الأرباح المتبقية أول الفترة
4,262,645	4,005,319	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	(87,023)	(81,756)	المحول إلى الاحتياطات
-	-	-	(607,500)	(607,500)	الأرباح النقدية المقترح توزيعها
-	-	-	(89,423)	(24,000)	التوزيعات الأخرى
-	-	-	457,440	349,865	رصيد الأرباح المتبقية آخر الفترة

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الوثائق المالية والمحاسبية للمؤسسة، تاريخ الاطلاع 2014/04/23، متوفر على الرابط:

<http://www.yamamacement.com%2FCaptureImage.aspx%3FPostID%3D9d5827b3-71a1-407a-a381>.

#### 1- تحليل القوائم المالية المقارنة

بلغ إنتاج مؤسسة اليمامة من الكليكر 6075 طن خلال عام 2013 وهي تمثل 101٪ من الطاقة التصميمية لإنتاج الأفران مقابل 5378 مليون طن خلال عام 2012 بزيادة قدرها 13٪ وتعود هذه الزيادة في كفاءة تشغيل خطوط الإنتاج . وقد بلغ إنتاج الاسمنت 6361 مليون طن خلال سنة 2013 مقابل 6346 مليون طن خلال سنة 2013

ولقد بلغت الكمية المباعة من الاسمنت 6311 مليون طن لسنة 2012 بنقص قدره 1٪ وتجدر الإشارة إلى أن إستهلاك المملكة من الاسمنت في سنة 2013 قدر بـ 56 مليون طن من اسمنت مقابل 53 مليون طن لسنة 2012 بزيادة قدرها 3٪ .

هذا وقد بلغت الأرباح الإجمالية في عام 2013 بـ 881 مليون ريال مقابل 914 مليون ريال في عام 2012 بنقص قدره 4٪ ويرى سبب الانخفاض في الأرباح الإجمالية والأرباح التشغيلية إلى النقص في الكمية المباعة بسبب الإجراءات التصحيحية للعمالة التي تمت مؤخرا في المملكة السعودية كما بلغت الأرباح الصافية لعام 2013 مبلغ 870 مليون ريال

مقابل 818 مليون ريال في عام 2012 بزيادة قدرها بـ 6٪ وهذا يعود إلى أسباب زيادة الإيرادات الأخرى والإعانة الحكومية للكليكر المستورد وانخفاض مخصص الزكاة الشرعية لهذه الفترة مقارنة بالفترة السابقة.

أ- تحليل النسب المالية

في تحليلنا للنسب المالية سوف نستعين بأبرز المؤشرات التالية: نسب السيولة، نسب النشاط ونسب النشاط ونسب الاقتراض الخاص بسنتي 2013-2012 جدول رقم (3- 11): أبرز المؤشرات والنسب المالية

المؤشرات والنسب	2012/12/31	2013/12/31
القيمة الدفترية للسهم	17.77	19.23
نسب السيولة		
نسبة التداول	5.35	6.25
نسب النشاط		
معدل دوران الأصول الثابتة	0.13	0.17
معدل دوران الأصول المتداولة	0.41	0.43
نسب الاقتراض		
نسب القروض إلى حقوق الملكية	0.008	0.002
نسب القروض إلى مجموع الأصول	0.007	0.002

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للمؤسسة.

● تحليل السيولة

أي تحليل قدرة مؤسسة اسمنت اليمامة على سداد التزاماتها الجارية وكذلك مواجهة الخلل في العمليات التشغيلية

✓ نسبة التداول = إجمالي الأصول المتداولة / إجمالي الخصوم المتداولة.

نسبة التداول لسنة 2012:  $5.35 = 312739 / (1608600 + 66110)$

نسبة التداول لسنة 2013:  $6.25 = 293773 / (1678290 + 160550)$

بمقارنة مستويات السيولة لسنتي 2012 و2013، نجد أن مستوى السيولة المحتفظ به في سنة 2013 أكبر مقارنة بما هو محتفظ به في سنة 2012، مما أدى إلى انخفاض صافي أرباح المؤسسة عن سنة 2012 نتيجة عدم توظيف هذه السيولة الزائدة عن المستوى الأمثل واستثمارها في المشروعات العوائد المرتفعة، الأمر الذي أدى في النهاية إلى التأثير سلباً على السعر السوقي للسهم.

● تحليل نسب النشاط

أي قياس مدى كفاءة إدارة الأصول ومدى قدرة إدارة مؤسسة اسمنت اليمامة على توليد المبيعات بما لديها من أصول .

✓ معدل دوران الأصول الثابتة = إجمالي الأصول الثابتة / إجمالي الأصول.

معدل دوران الأصول الثابتة لسنة

$0.13 = 4005320 / (13750 + 93550 + 438290) = 2012$







في تحليلنا للعائد سوف نستعين بأبرز المؤشرات التالية: معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأموال المستثمرة و غلة التوزيعات الموضحة في الجدول التالي: جدول رقم (12-3): أبرز مؤشرات تحليل العائد

المؤشرات والنسب	2012/12/31	2013/12/31
الربح الموزع للسهم	3	3
عائد السهم	4.04	4.30
مضاعف السعر للعائد	11.75	13.30
معدل العائد على حقوق الملكية (%)	22.71	22.35
معدل العائد على الأموال المستثمرة (%)	20.4117	20.4153
غلة التوزيعات	6.31	5.24

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للمؤسسة.

حتى يكون تحليلنا للعائد وعلاقته بتغيرات سعر سهم مؤسسة اليمامة واقعيًا ويتوافق مع ما تمليه النظرية الاقتصادية، فإنه يجب علينا أن نقصر على التحليل السنوي المقارن فقط بين سنتي 2012 و 2013 كمايلي:

✓ معدل العائد على حقوق الملكية=صافي الربح بعد الزكاة/ إجمالي حقوق المساهمين.

معدل العائد على حقوق الملكية 2012:  $0.2271 = 3599031/817556$

معدل العائد على حقوق الملكية 2013:  $0.2235 = 3893358/870233$

إن ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية في سنة 2012 مقارنة بسنة 2013 دليل على انه كلما اتجهت هذه النسبة نحو الارتفاع فإن هذا يعني أن معدل النمو في المبيعات يتوازن مع القدرة التمويلية للمؤسسة. وإذا كان معدل ربحية الريال السعودي من المبيعات يتجه نحو الارتفاع مع ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية وأي زيادة أو نمو في المبيعات سيتم تمويلها من مصادر داخلية، وهو ما يجعل الهيكل التمويلي متوازن .

✓ معدل العائد على الأموال المستثمرة=صافي الربح بعد الزكاة/ إجمالي الأصول.

معدل العائد على الأموال المستثمرة لسنة 2012:  $0.204117 = 4005320/817556$

معدل العائد على الأموال المستثمرة لسنة 2013:  $0.204153 = 4262650/870233$

نلاحظ أن معدل العائد على رأس المال المستثمر بصفة عامة في الفترتين متساوية مع العلم أن معدل العائد على رأس المال المستثمر يؤثر على مضاعف السعر لعائد

✓ غلة التوزيعات= الأرباح الموزعة/سعر السهم .

غلة التوزيعات لسنة 2012:  $6.31 = 100 * (47.50/3)$

غلة التوزيعات لسنة 2013:  $5.24 = 100 * (57.20/3)$

بما أن هناك بعض المستثمرين يهتمون بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها المؤسسة على حملة أسهمها فإن مؤشر غلة التوزيعات وتغيراته يعبر بصفة دقيقة عن المستوى الفعلي لسعر السهم وتغيراته وهذا بافتراض ثبات في الأرباح الموزعة إلا أن التغير الواضح في الأرباح الموزعة جعل من سعر سهم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية يرتفع بنسبة قدرها 20.42% في سوق الأسهم السعودي.

ثالثاً: تحليل المخاطر

في تحليلنا للمخاطر سوف نعتمد على نوعين من المؤشرات النوع الأول هو ما يتعلق بمؤشرات تحليل المخاطر المالية، أما النوع الثاني فهو ما يتعلق بمؤشرات تحليل مخاطر النشاط أو الأعمال والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (13-3): أبرز مؤشرات تحليل المخاطرة

المؤشرات والنسب	2012/12/31	2013/12/31
مؤشرات تحليل المخاطر المالية	-2.49	1
- درجة الرفع المالي	-2.83	-2.99
- درجة الرفع المركب	1.13	2.99
مؤشرات تحليل مخاطر النشاط	6.54=(2013-2012-2011)	6.54
درجة الرفع التشغيلي		
درجة التقلب في المبيعات للسلسلة الزمنية		

المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للمؤسسة.

1- تحليل المخاطر المالية

وهي تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، والتي تنشأ من جراء اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل تتحمل من وراءها تكاليف ثابتة كأموال المقترضة مثلاً.

✓ درجة الرفع المالي = نسبة التغير في ربحية السهم / نسبة التغير في صافي ربح العمليات .

درجة الرفع المالي لسنة 2012:  $-26.27\% / 10.51\% = -2.49$

درجة الرفع المالي لسنة 2013:  $6.43\% / 6.443\% = 1$

إن ما يلاحظ على مؤشر درجة الرفع المالي للفترتين المنتهيتين في 2012/12/31 و 2013/12/31 وهو ما يعني أن التغير في ربحية السهم والتغير في صافي ربح العمليات كانا في الاتجاه المعاكس بالنسبة لسنة 2012، أما بالنسبة لسنة 2013 فإن التغير كان ايجابياً وهو ما أثر بالإيجاب على سعر سهم مؤسسة الاسمنت اليمامة.

✓ درجة الرفع المركب = نسبة التغير في ربحية السهم / نسبة التغير في المبيعات

درجة الرفع المركب لسنة 2012:  $-26.27\% / 9.26\% = -2.83$

درجة الرفع المركب لسنة 2013:  $6.43\% / -2.15\% = -2.99$

2- تحليل مخاطر النشاط والأعمال

وهي تلك المخاطر الناتجة عن مختلف التقلبات في صافي ربح العمليات عبر الزمن.

✓ درجة الرفع التشغيلي =  $1 + (\text{التكاليف الثابتة} / \text{صافي ربح العمليات})$

= درجة الرفع المركب / درجة الرفع المالي .

درجة الرفع التشغيلي لسنة 2012:  $-2.83 / -2.49 = -1.13$

درجة الرفع التشغيلي لسنة 2013:  $1 / -2.99 = -2.99$

إن ما يلاحظ على مؤشر درجة الرفع التشغيلي لسنة 2013 هو انه قد انخفض عن سابقه لسنة 2013، وهو دليل على ارتفاع سعر سهم مؤسسة اسمنت اليمامة بمعدل اكبر، لأن هناك تغيراً ايجابياً حجم المبيعات والذي ترتب عنه تغير اكبر في صافي ربح العمليات.

✓ درجة التقلب في المبيعات = معامل الاختلاف للمبيعات.

حيث أن معامل الاختلاف للمبيعات = الانحراف المعياري / متوسط المبيعات

درجة التقلب في المبيعات للسلسلة الزمنية (2011-2012-2013) = 99.45  
6.54 = 1,519,972/

انطلاقاً من كون أن مصدر مخاطر النشاط هو التقلب في المبيعات والذي يعود أساساً إلى التغيرات التي يحدثها ظروف الاقتصاد السعودي عامة وقطاع الاسمنت خاصة الذي تنتمي إليه مؤسسة اسمنت اليمامة، فإنه يمكن القول بأن مؤشر درجة التقلب في المبيعات هو المحدد الأساسي في تقلب ربحية السهم من 4.04 إلى 4,30 ألف ريال سعودي، وبالتالي ارتفاع سعره في السوق .

### المطلب الثالث: تقييم سهم مؤسسة الاسمنت اليمامة السعودية

اعتمدنا في تقديرنا للقيمة العادلة لسهم مؤسسة اسمنت اليمامة على أسلوب خصم التدفقات النقدية

يتم تحديد القيمة العادلة للسهم حسب أسلوب خصم التدفقات النقدية على مرحلتين، يتم في المرحلة الأولى تقدير صافي التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها المؤسسة خلال فترة زمنية قادمة مع الأخذ في الاعتبار أوضاع المؤسسة ومركزها المالي وأحوال القطاع الذي تنشط فيه ومعطيات الاقتصاد، ثم ينتقل الأسلوب في الشق الثاني منه إلى تحديد المعدل المناسب الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية للتوصل إلى قيمة المؤسسة الحالية وهو ما يطلق عليه أيضاً معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو تكلفة رأس المال. وقد اخترنا أسلوب خصم التدفقات النقدية لحملة الأسهم باعتبارها المقياس الملائم للتوصل إلى التدفق النقدي الصافي الذي يعكس قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر ويمثل صافي التدفقات النقدية الحد الأقصى من النقد الذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات المؤسسة الطبيعية من رأس المال التشغيلي خلال السنوات القادمة. وحسب تقديرنا في جدوى فان القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتاحة لحملة الأسهم في اليمامة، وقيمة أسهمها كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (14-3): تقييم سهم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية باستخدام صافي الربح خصم التدفقات النقدية للفترة الممتدة من 2013-2008

2013	2012	2011	2010	2009	2008	بألف الريالات
1037013	1103286	1172493	1102393	1026184	853408	صافي الربح
115851	110334	105080	100077	95311	90772	الإستهلاك
(157621)	(150115)	(142967)	(136159)	(129675)	(123500)	الإنفاق الرأسمالي
39848	37950	36143	34422	32783	(74767)	الزيادة أو النقصان رأس المال التشغيلي
-	-	-	-	-	-	الزيادة أو النقصان في الدين طويل
1035091	1101455	1170750	1100732	1024603	745914	صافي التدفقات نقدية إلى المساهمين
					5.4%	تقدير معدل خصم تدفقات
					13.5%	سعر الفائدة عديم مخاطر
					0.85%	عائد السوق
11.01%	10.75%	10.35%	9.69%	8.38%	12.36%	معامل بيتا
552840	661003	789436	833970	872248	71349	معدل خصم تدفقات النقدية
-	-	-	-	-	4422989	التدفقات نقدية المخصصة
10378	31134	48135	189892	267271	421819	القيمة الإجمالية للمؤسسة
4412611000	4391855000	4374854000	4233097000	415571800	400117000	الديون المستحقة
7077684	93522835	37783860	37246901	52391458	101290680	القيمة إجمالية للمؤسسة بعد خصم الديون
62.35	46.96	115.78	113.64	79.32	39.50	الأسهم المتداولة
163.79	102.84	250.18	186.65	122.13	45.18	قيمة السهم بالريال السعودي
						السعر الحالي

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على الرابط:

[http://www.yammacment.com.sa/view\\_financial.php](http://www.yammacment.com.sa/view_financial.php). date 24/04/2014.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن صافي الربح كان موجب طيلة فترة الدراسة، وذلك بسبب الإيرادات الناتجة عن العمليات المستمرة لنشاطها الرئيسي والتي كانت موجبة، أما فيما يخص صافي التدفق النقدي للمساهمين نلاحظ أنه كان موجب طيلة الفترة الممتدة من 2008 إلى 2013، وهذا راجع إلى اعتماد المؤسسة على تمويل أصولها التشغيلية من خلال إنخفاض قيمة الاستثمارات اللازمة أي الإنفاق الرأسمالي مما أدى إلى زيادة أصولها التشغيلية أي رأس المال التشغيلي، هذا ما يدل على أن المؤسسة لم تعتمد على ديون طويلة الأجل مما نتج عنه تدفق نقدي موجبا يعتمد عليه المستثمر لبناء توقعات حول الطاقة الإنتاجية المتوقعة لإستغلالها وهذا ما يمكنه من إتخاذ القرار الرشيد بشأن توظيفه أمواله.

ولإيجاد التدفقات النقدية مخصومة يجب إيجاد معدل خصم التدفقات النقدية المناسب لكل سنة وذلك لكل سنة من خلال المعادلة التالية:

$$r_s = R_F + (R_m - R_F) \beta$$

$$\begin{aligned}
&= \frac{D}{(1+rs)^n} \widehat{P}_0 \\
872248 &= \frac{1024603}{(1+rs)^2} \\
872248(1+rs)^2 &= 1024603 \\
(1+rs)^2 &= \frac{1024603}{872248} \\
rs &= \sqrt{\frac{1024603}{872248} - 1} \\
rs_{(2009)} &= 8.38
\end{aligned}$$

حيث بلغ معدل الخصم سنة 2008 بـ 12.36% وهو في انخفاض مستمر ليصل في سنة 2013 بـ 11.01% ومن أجل الحصول على قيمة الإجمالية للمؤسسة نقوم بجمع التدفقات النقدية المخصومة لكل سنوات من 2008 إلى 2013، حيث بلغ إجمالي قيمة المؤسسة 4422989 ريال سعودي في نهاية 2013 ومن ثم خصم الديون مستحقة للحصول على القيمة الإجمالية للمؤسسة وبقسمتها على الأسهم المتداولة نحصل على القيمة الحقيقية للسهم والتي بلغت سنة 2013 بـ 62.35 ريال سعودي وبحساب القيمة الحقيقية للسهم مبالغ فيه، وينصح في هذه الحالة بعدم شراء هذا السهم والتنازل عما يملكه المستثمر من هذا النوع من الأسهم مما سيؤدي إلى زيادة العرض وتخفيض القيمة السوقية للسهم حتى تصل إلى القيمة الحقيقية لتحقيق بذلك التوازن.

وعليه يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي غير كفء لوجود اختلاف بين القمتين، نتيجة وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم، مما يسمح للمستثمرين بإجراء تحليلات تمكنهم من استغلال الفرص وتحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيرهم.

### خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل إختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي واعتمدنا في ذلك على مجموعة من المؤشرات للحكم على مدى كفاءته، ومن بين هذه المؤشرات مؤشر عدد المؤسسات المدرجة الذي يقيم مدى إتساع حجم السوق، فبرغم من أن عدد المؤسسات يعد منخفضاً إذا ما قورن بعدد المؤسسات المسجلة في البورصات العالمية أخرى، إلا أنه ظل يعرف نمواً خلال فترة الدراسة إذ يعتبر مؤشر ايجابي بالنسبة له وهو ما يدل على التوجه

نحو إتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة سيولة سوق الأسهم السعودي وبالتالي زيادة كفاءته. أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل نموا ايجابيا وهو ما يعكس قدرة سوق الأسهم السعودي على جذب المدخرات وتشجيع الإستثمار بالشكل الذي يساعد على تطوره وإتساعه واتجاهه نحو الكفاءة.

ولكي لا تبقى دراستنا حبيسة مؤشرات السوق ولتحدد كفاءة سوق الأسهم السعودي بدقة تم إختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة بإستخدام طريقة الأنماط الطارئة فكانت النتيجة أن السوق كفاء في صيغته الضعيفة ذلك أن التغير كان عشوائي أي حركة الأسعار عشوائية، والتغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الإعتماد على البيانات ماضية للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل. أما فيما يخص إختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي في صيغته المتوسطة من خلال دراسة أثر كل من التضخم، البطالة، معدل نمو الناتج لمحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن السوق الأسهم السعودي ليس كفاء في صيغته المتوسطة لأن مؤشر السوق لا يستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية.

ومن خلال التحليل الجزئي لظروف مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية والمتمثلة في تحليل القوائم المالية، العائد والمخاطر تم التوصل إلى أن هذه الأخيرة تأثر مباشرة على القيمة السوقية للسهم. ومن خلال تقييم سهم مؤسسة اسمنت اليمامة باستخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة لاحظنا أن هناك اختلاف بين القيمتين أي أن القيمة السوقية لهذا السهم أكبر من قيمته الحقيقية، وهذا ما يدل على أن سعر سهم مبالغ فيه ونصح في هذه الحالة بعدم شراء أسهم هذه المؤسسة واتخاذ قرار التنازل عليها. وعليه يمكن القول بأن السوق غير كفاء لوجود اختلاف بين القيمتين نتيجة لوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم مما يسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد تفوق غيرهم .

## خاتمة عامة:

جاءت هذه الدراسة لتوضيح أثر الأسواق المالية الكفاءة على القيمة السوقية للسهم، ذلك أنه في ظل السوق الكفاء يتغير سعر السهم تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وعليه تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

بمعنى سرعة استجابة سعر السهم تبعاً لأي معلومة جديدة تصل السوق والتي على أساسها لا يترك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة وتحليلها وتغير سعر السهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي، غير أن هذا الأمر لا يتحقق دائماً حيث نجد في الواقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها وانعكاسها على سعر السهم وبناءً على هذه نميز ثلاث صيغ للكفاءة حيث أن فرض الصيغة الضعيفة تعني سعر السهم يعكس فقط المعلومات التاريخية، أما فرض الصيغة المتوسطة الذي يقوم على فكرة أن سعر السهم لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل أيضاً المعلومات العامة على عكس فرض الصيغة القوية الذي في إطاره تنعكس جميع المعلومات في سعر السهم سواء كانت عامة أو خاصة.

## نتائج اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: للأسواق المالية الكفاءة تأثير واضح على القيمة السوقية للسهم ذلك أنه في ظل السوق الكفاء، تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت تاريخية، حالية، مستقبلية، عامة أو خاصة، وانطلاقاً من ذلك تتغير الأسعار بشكل عشوائي تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وفي إطاره تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية بالشكل الذي يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في الأسهم، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: في ظل السوق الكفاء نسجل تحركاً عشوائياً للأسعار، حيث تتغير القيمة السوقية للسهم بسرعة تبعاً لأي معلومة جديدة تصل إلى السوق، لن يترك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة وتحليلها وتغيير السعر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق كفاءة كاملة للسوق، غير أن هذا الأمر لا يتحقق حيث نجد في الواقع فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وانعكاسها على سعر السهم وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة الاقتصادية والذي يؤدي إلى وجود اختلاف بين القيمة السوقية للسهم وقيمتها الحقيقية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: في ظل السوق الكفاء تكون السوق في حالة توازن وتكون القيمة الحقيقية للسهم هي القيمة العادلة تعكس تماماً القيمة الحقيقية التي تتولد عنها لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

الفرضية الرابعة: إن حالة التوازن في السوق المالي، لا تدوم طويلاً حيث يساهم تدخل المستثمرين الذين يسعون للاستفادة من فروقات الأسعار أي الفرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمتها الحقيقية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

## النتائج العامة للدراسة:

بناءً على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ولمحاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:



- تهدف الأسواق المالية، لتأمين السيولة، تشجيع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية.
- في ظل السوق الكفاء، يتغير سعر سهم بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وفي إطاره تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية.
- في حالة عدم كفاءة السوق المالي يكون هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمه السوقية، فإذا كانت مقيمة بأكبر من قيمتها الحقيقية فهذا سيدفع المستثمرين إلى التنازل عنه وهو ما سيؤدي إلى زيادة العرض فتتخفض قيمته السوقية حتى تصل إلى قيمته الحقيقية للتوازن، أما إذا كان السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية فهذا يشجع المستثمرين على زيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمته السوقية حتى تصل إلى القيمة الحقيقية.
- هناك ارتباط وثيق بين مفهوم الكفاءة وضرورة توفر المعلومات، بإعتبارها المحور المركزي لمفهوم الكفاءة، فإنه وانطلاقاً من طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم تتحقق الكفاءة في عدة صيغ: الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.
- يعتبر التحليل الأساسي أفضل طريقة لتحليل حركة أسعار الأوراق المالية وهذا لما يحظى به من قبول من طرف الجامعيين والأكاديميين، نتيجة مراعاته لشروط كفاءة السوق المالية، ومبادئ السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية هذا إلى جانب كونه أداة إستراتيجية تمكننا من معرفة الأوراق المالية التي يجب شراؤها أو التخلي عنها، وهو عكس التحليل الفني الذي يستخدم كأداة فنية تمكننا من معرفة التوقيت المناسب لعمليتي الشراء والبيع للأوراق المالية، وبالتالي فكل منهما يجيب على تساؤلات مختلفة تجعل كل منهما يكمل الآخر وليس بديلاً له.
- لتحديد قيمة السهم يجب الأخذ بعين الإعتبار العوامل المؤثرة فيها ونقصد بذلك العائد المتوقع والمخاطر، هنالك عدة طرق لتحديد قيمة السهم من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً وفي هذا الإطار يمكن استعمال أكثر من نموذج، كنموذج خصم التوزيعات، نموذج مضاعف الربحية، نموذج تقييم الربحية، نموذج التدفق النقدي... إلخ، لكن أفضل نموذج لتقييم الأسهم هو نموذج التدفق النقدي بإعتباره مقياس ملائم للتوصل إلى تدفق نقدي صافي الذي يعكس فيه سعر السهم من وجهة نظر المستثمر والذي يمكن توزيعه على حملة الأسهم دون التأثير على احتياجات المؤسسة.
- أما فيما يخص الدراسة التطبيقية فقد توصلنا إلى تسجيل جملة من النتائج التالية:
  - تبين لنا من خلال تطبيق مؤشرات السوق والمتمثلة في مؤشر عدد المؤسسات المدرجة أن سوق الأسهم السعودي عرف نمواً إيجابياً خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على اتساعه واتجاهه نحو الكفاءة، أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل نمو إيجابياً وهو ما يعكس قدرة سوق الأسهم السعودي على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار.
  - ولقد أثبتت نتائج التحليل أن سوق الأسهم السعودي كفاء في صيغته الضعيفة لأن تغير في مؤشرات السوق كان عشوائياً.
  - ولقد تبين أن سوق الأسهم السعودي غير كفاء في صيغته المتوسطة لأن مؤشرات السوق لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية.
  - لقد أثبتت نتائج التحليل الجزئي لظروف مؤسسة اليمامة من خلال تحليل القوائم المالية، تحليل العوائد، تحليل المخاطر، بأن لهذه الأخيرة تأثير مباشر على القيمة السوقية للسهم، وباستخراج قيمة سهم مؤسسة اليمامة باستخدام طريقة تدفقات النقدية المخصومة لوحظ

وجود اختلاف بين القيمتين، وهو ما يدل على أن سعر السهم مبالغ فيه وعليه يمكن القول أن السوق غير كفاء.

#### الإقتراحات:

وعليه يمكن اقتراح ما يلي:

- إنشاء مؤسسات تابعة للسوق المالية متخصصة في تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة، وبالتالي إيجاد صحافة اقتصادية مالية متخصصة تعمل على توفير المعلومات الكافية والكاملة التي تمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية حول الأوراق المالية المتعامل عليها بالبيع والشراء والتوقيت الملائم لذلك وهذا وفق أسس علمية وموضوعية.
- العمل على تنظيم وتطوير سوق الأسهم السعودي وتحسين مستوى كفاءته من خلال تحقيق العدالة والشفافية الكاملة في معاملات الأوراق المالية مع ضرورة توفير وتطوير الإجراءات الكفيلة بتقليل المخاطر المرتبطة بهذه المعاملات، هذا إلى جانب تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل من معلومات متعلقة بالأوراق المالية المتداولة والجهات المصدرة لها وكل هذا حتى يعكس سوق الأسهم السعودي السعر الحقيقي والعاقل للأوراق المتداولة فيه.
- ضرورة تسوية الاقتصاد، حيث يعتبر محيط اقتصادي ملائم شرطا أساسيا لخلق سوق أوراق المالية نشيط، إذ لابد من توفر قطاع خاص فعال مع حرية المنافسة ومنح حواجز ضريبية ووضع أطر قانونية وتنظيمية مناسبة مع تنويع الأدوات المالية.
- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في السوق المالي، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة.
- على مؤسسة اسمنت اليمامة التركيز على تحقيق المزيج الملائم للهيكل المالي الأمر الذي من شأنه تخفيض في تكلفة الأموال وبالتالي التأثير إيجابيا على ربحية المؤسسة والتي يترتب عليها في الأخير الزيادة في القيمة السوقية لأسهمها.

## قائمة المراجع

### المراجع باللغة العربية:

#### الكتب:

- 1- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 2- إليس تروب، "المضاربة في البورصة"، مكتبة جرير، المملكة العربية، السعودية، الطبعة الأولى، 2008.
- 3- أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، "الإدارة المالية نظرية والتطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، السعودية، الجزء الأول، 2009.
- 4- إيهام الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 5- حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 6- رسيمة أحمد موسى، "أسواق المالية نقدية"، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
- 7- زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 8- سعيد عبد الحميد مطاوع، "الإدارة المالية مدخل حديث"، دار أم القرى، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
- 9- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالي، الإسكندرية، 1996.
- 10- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر الجامعي، القاهرة، 2005.
- 11- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 12- ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم، السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 13- طارق عبد العال حماد، "إدارة مخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 14- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 15- طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 16- طارق عبد العال، "تحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1998.
- 17- طاهر جردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 18- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

- 19- عبد الغفار حنفي، "أسواق ومؤسسات مالية"، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 1995.
- 20- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الجامعة، إسكندرية، 2000.
- 21- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 22- عبد المجيد المهيلمي، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الرابعة، 2004.
- 23- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، درا أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 24- فليح حسن خلف، "أسواق المالية النقدية"، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 25- فيصل محمود الشواربة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 26- مبارك لسوس، "التسيير المالي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 27- محفوظ جبار، "إدارة وتنظيم البورصة"، دار هومة، الجزائر، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، 2002.
- 28- محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002.
- 29- محمد الصالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، "تقييم الأسهم وسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 30- محمد حناوي وآخرون، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 31- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2003.
- 32- محمد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم وسندات وإدارة محافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
- 33- محمد صالح حناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعة، الإسكندرية، 2001-2002.
- 34- محمد صالح حناوي وجلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 35- محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 36- محمد عبد الحميد عطيه، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011.
- 37- محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1998.
- 38- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.

- 40- محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل، الأردن، الطبعة الأولى، 2005. مروان 41- شموط وكنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2008.
- 42- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 43- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1997.
- 44- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، "الأسواق المالية والمؤسسات المالية"، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- 45- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 46- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 47- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (أسهم وسندات)"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
- 48- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- 49- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.
- 50- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 51- هوشار معروف، "الاستثمار في الأسواق المالية"، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003
- الرسائل العلمية:

#### رسائل دكتوراه:

- 1- رشيد بوكستاني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها"، رسالة لنيل الدكتوراه، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- رسائل ماجستير:

- 1- بختة مفتاح، "تقييم المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة الجزائر، 2001-2002.

2- جمال الدين خاسف، "استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سطيف، 2004-2005.

3- عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004.

4- فيروز رجال، "أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004.

المقالات والملتقيات العلمية:

حماز بن عبد الله السجيمي، "سوق الأسهم السعودية: مسيرة حافلة بالتطور والإنجازات"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، خريف 2002 شوقي السيد فوده، "نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات الحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، مجلة آفاق الجديدة، العدد 4، مصر، 1998

سامبا سلسلة التقارير: "السوق المالية السعودية"، مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة والتوقعات للفترة المقبلة، ديسمبر 2013،

هيئة السوق المالية، "قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالي وقواعدها"، المملكة العربية السعودية، 2005، ص. 160.  
هيئة السوق المالية، "نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية"، المملكة العربية السعودية، الإصدار السادس.

هيئة السوق المالية، "لائحة طرح الأوراق المالية"، الصادرة بموجب القرار رقم:

2004/11/12، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم 2004/03/01.

هيئة السوق المالية، "قواعد التسجيل والإدراج"، الصادر بموجب القرار رقم

2004/11/03، المعدلة بقرار رقم 2006/12/02.

هيئة السوق المالية، "لائحة الأشخاص المرخص لهم- الوطاء"، الصادر بموجب القرار

رقم: 2005/03/01.

هيئة السوق المالية، "لائحة أعمال الأوراق المالية"، الصادرة بموجب القرار رقم:

2005/03/02.

هيئة السوق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية.

عبد العزيز محمد الدخيل، "سوق الأسهم السعودية قراءة في تاريخ ورؤية للمستقبل"

ورقة عمل مقدمة بمناسبة المنتدى الأول لسوق الأوراق المالية، المركز الاستشاري

للاستثمار والتمويل، الرياض، أبريل، 2005.

مركز بخت للاستثمارات المالية التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودية لعام  
2005.

التقارير العلمية:

مواقع الانترنت:

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Anne Emmonuelle, Dognon Remy, "**investir en bourse avec les clubs d'investissement**", paris, édition DUNOD, 2001.
- 2- Philippe Bertrand jean- Liue Prigent, "**gestion de portefeuille**", economic, paris, 2006.
- 3- Stéphane Griffiths, "**gestion Financière**", Chihab, Eyrolles", Alger, 1996.



# فهرس الأشكال والجداول

## فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
<b>الفصل الأول</b>		
8	أقسام الأسواق المالية	(1-1)
18	الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية	(2-1)
28	تغير أسعار الأسهم نتيجة عملية الاشتقاق	(3-1)
<b>الفصل الثاني</b>		
35	منحنى الطلب والعرض على أسهم المؤسسة	(1-2)
39	صافي القيمة الحالية كمدخل سعر السهم	(2-2)
56	قياس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل بيتا	(3-2)
61	يوضح العوامل الخمسة المؤثرة على كثافة المنافسة	(4-2)
<b>الفصل الثالث</b>		
78	التمثيل البياني تطور الأداء السنوي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الممتدة من 2004-2013	(1-3)
83	تمثيل بياني يوضح تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2004-2013	(2-3)

## فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
<b>الفصل الثاني</b>		
59	تأثير الناتج المحلي الفعلي على عائد الأسهم	(1-2)
65	العوامل التي يتأثر بها مضاعف الربحية	(2-2)

### الفصل الثالث

(1-3)	تطور الأداء السنوي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة الممتدة من 2004-2013
(2-3)	تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2004-2013.
(3-3)	تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2004-2013
(4-3)	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2004-2013
(5-3)	تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من 2004-2013
(6-3)	مؤشر السوق ومعدل التضخم في السعودية للفترة الممتدة من 2004-2013
(7-3)	مؤشر سوق ومعدل البطالة في السعودية للفترة الممتدة من 2004-2013
(8-3)	مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السعودية للفترة الممتدة من 2004-2013
(9-3)	بطاقة فنية عن مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية
(10-3)	ملخص حول القوائم المالية لسنتي 2012-2013
(11-3)	أبرز المؤشرات والنسب المالية
(12-3)	أبرز مؤشرات تحليل العائد
(13-3)	أبرز مؤشرات تحليل المخاطرة
(14-3)	تقييم سهم مؤسسة اسمنت اليمامة السعودية باستخدام صافي الربح خصم التدفقات النقدية للفترة الممتدة من 2008-2013

## ملخص:

يعتبر موضوع كفاءة الأسواق المالية من المواضيع التي أثارت الكثير من الجدل، نتيجة للأهمية الكبيرة التي تحتلها هذه الأخيرة لما لها من دور كأداة تمويلية هامة توفر رأس المال الذي يعتبر المحرك الأساسي لأي اقتصاد .

ويعد سوق المالي الكفاء السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، وفي إطاره تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية، وإنطلاقاً من دراستنا لسوق الأسهم السعودي تبين لنا أن السوق له قدرة على جذب المدخرات وتشجيع الإستثمار بالشكل الذي يساهم في إتساعه وإتجاهه نحو الكفاءة، كما إتضح لنا أن السوق كفاء في صيغته الضعيفة.

## الكلمات المفتاحية :

الأسواق المالية، التحليل الاساسي، سوق الكفاء، القيمة السوقية، القيمة العادلة للسهم.

## Résumé

Le sujet de l'efficience des marchés financiers est considéré parmi les sujets qui provoquent un grand débat à cause de son importance, car le marché financier joue un rôle nécessaire au financement de n'importe quelle économie tant qu'économiste que fournisseur de fonds propres.

Le marché efficace est un marché qui reflète toutes les informations dans les prix des valeurs mobilières cotées, pour que la valeur de marché d'une action soit égale à sa valeur réelle.

D'après notre étude le marché d'action saoudien a une capacité d'attirer les capitaux et incite l'investissement qui va participer à agrandir le marché et le pousser vers l'efficience puisque on a trouvé que le marché saoudien est faiblement efficace.

## Les mots clés :

Les marchés financiers, l'analyse principale, le marché efficace, les valeurs de marché, la valeur régulière d'action.