

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة



قسم علوم التسيير

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير

تخصص: إدارة أعمال مالية

عنوان المذكرة

# دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم

- حالة سوق الأسهم السعودي -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص:  
إدارة أعمال مالية

إشراف الأستاذة:

مريمت عديلة

إعداد الطالبتين:

- بلهوان صليحة

- حيرش سميرة

السنة الجامعية: 2010 - 2011

# Tr

شكر وتقدير

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

أ ..... المقدمة العامة

## الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

1 ..... مقدمة

2 ..... 1.I مفهوم سوق الأوراق المالية

2 ..... 1.1.I تعريف سوق الأوراق المالية

3 ..... 2.1.I تكوين سوق المالية

3 ..... أولا: السوق الأولية (الإصدار)

4 ..... ثانيا: السوق الثانوية

4 ..... 2.I وظائف سوق الأوراق المالية

5 ..... 1.2.I جذب وتجديد الادخار

5 ..... 2.2.I نشر رأس المال الاجتماعي للشركات

6 ..... 3.2.I تحريك وتطوير الهياكل الصناعية

7 ..... 4.2.I قياس الوضعية الاقتصادية

8 ..... 3.I الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

8 ..... 1.3.I الوسطاء

9 ..... أولا: السماسرة

9 ..... ثانيا: سماسرة الصالة

9 ..... ثالثا: تجار الصالة

9 ..... رابعا: المتخصصون

11 ..... خامسا: تجار الطلبات أو الأوامر الصغيرة

12 ..... 2.3.I الجمهور

12 ..... 3.3.I المستثمرون التأسيسيون

13 ..... 4.3.I المؤسسات الصناعية والتجارية

13 ..... 5.3.I الدولة

13	4.I الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
13	1.4.I أنواع الأوراق المالية
13	أولاً: الأسهم
17	ثانياً: السندات
19	ثالثاً: المشتقات
21	2.4.I تقييم الأوراق المالية
21	أولاً: تقييم الأسهم
22	ثانياً: تقييم السندات
24	ثالثاً: تقييم المشتقات
29	5.I مؤشرات سوق الأوراق المالية
29	1.5.I تعريف المؤشر
30	2.5.I استخدامات المؤشرات
31	3.5.I كيفية بناء المؤشرات
32	أولاً: المبادئ العامة
34	ثانياً: طرق تقدير المؤشرات
37	خلاصة

---

الفصل الثاني: المعلومات المالية وتحديد مخاطر الاستثمار المالي.

---

38	مقدمة
39	1.II المعلومة المالية
39	1.1.II مفهوم المعلومة المالية
39	أولاً: تعريف المعلومة المالية
39	ثانياً: خصائص المعلومة المالية
41	2.1.II مصادر المعلومة المالية
41	أولاً: مصادر داخلية
42	ثانياً: مصادر خارجية
42	3.1.II أهمية المعلومة المالية
43	2.II عرض المعلومة المالية
43	1.2.II القوائم المالية
43	أولاً: تعريف القوائم المالية
44	ثانياً: أهداف القوائم المالية

45	.....	ثالثا: أنواع القوائم المالية
53	.....	2.2.II تحليل القوائم المالية
53	.....	أولا: تعريف التحليل المالي للقوائم المالية
53	.....	ثانيا: أهداف التحليل المالي للقوائم المالية
54	.....	ثالثا: أساليب التحليل المالي للقوائم المالية
56	.....	<b>3.II كفاءة سوق الأوراق المالية</b>
56	.....	1.3.II مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
57	.....	أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
58	.....	ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة
59	.....	2.3.II أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية
59	.....	أولا: الكفاءة الكاملة
59	.....	ثانيا: الكفاءة الاقتصادية
61	.....	3.3.II الصيغ المختلفة للكفاءة في سوق الأوراق المالية
61	.....	أولا: الصيغة الضعيفة
61	.....	ثانيا: الصيغة شبه قوية
61	.....	ثالثا: الصيغة القوية
63	.....	4.3.II متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
64	.....	أولا: الدور المباشر
64	.....	ثانيا: الدور الغير مباشر
66	.....	<b>4.II مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية</b>
66	.....	1.4.II مفهوم المخاطرة
66	.....	2.4.II أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
67	.....	أولا: المخاطر النظامية
67	.....	ثانيا: المخاطر غير النظامية
67	.....	3.4.II مصادر مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
67	.....	أولا: مصادر المخاطر المنتظمة
69	.....	ثانيا: مصادر المخاطر غير المنتظمة
70	.....	4.4.II طرق قياس المخاطر
70	.....	أولا: الانحراف القياسي
72	.....	ثانيا: البيتا BETA

73	5.II. تحليل الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
73	1.5.II. التحليل الأساسي
73	أولاً: تعريف التحليل الأساسي
73	ثانياً: التدرج المنطقي للتحليل الأساسي
74	ثالثاً: إطار التحليل الأساسي
78	2.5.II. التحليل الفني
78	أولاً: تعريف التحليل الفني
78	ثانياً: فلسفة التحليل الفني
79	ثالثاً: أدوات التحليل الفني
82	خلاصة

---

-الفصل الثالث: قياس دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم-

---

83	مقدمة
84	1.III. الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
84	1.1.III. مبررات اختيار عينة الدراسة
84	2.1.III. مبررات اختيار فترة الدراسة
84	3.1.III. منهج الدراسة التطبيقية
85	4.1.III. أدوات جمع البيانات
87	2.III. سوق الأسهم السعودية
87	1.2.III. نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية
88	2.2.III. متطلبات الإدراج في سوق الأسهم السعودية
88	3.2.III. هيئة السوق المالية
88	أولاً: مهام السوق المالية
88	ثانياً: صلاحيات هيئة السوق المالية
89	4.2.III. قياس المخاطر في سوق الأسهم السعودية
89	3.III. التعريف بالشركة محل الدراسة
89	1.3.III. أبرز المحطات التاريخية للشركة
91	2.3.III. تقييم البيئة الداخلية للشركة
92	3.3.III. تحليل القوائم المالية للشركة
92	أولاً: قائمة الدخل
94	ثانياً: قائمة المركز المالي

96	ثالثاً: النسب المالية
99	4.3.III. تقييم مخاطر الشركة
105	4.III. المتغيرات المستخدمة في الدراسة
105	1.4.III. التعريف بالمتغيرات
107	2.4.III. تصنيف وترميز المتغيرات
107	3.4.III. البيانات المستخدمة لبناء و تقدير النموذج
110	4.4.III. تقدير نموذج الانحدار واختباره إحصائياً
112	5.III. تحليل النتائج
112	1.5.III. دور العائد على الموجودات في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم
112	2.5.III. دور العائد على حقوق المساهمين في تحديد درجة المخاطر السوقية للسهم
113	3.5.III. دور السعر السوقي/عائد السهم في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم
114	4.5.III. دور السعر السوقي/القيمة الدفترية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم
115	5.5.III. دور القيمة الدفترية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم
116	خلاصة
117	الاستنتاجات والاقتراحات
119	الخاتمة العامة

المراجع

الملحق

## المقدمة العامة

### 1. أهمية الدراسة:

تعتبر المحاسبة أحد فروع المعرفة التي تختص بإعداد المعلومات المالية التي تقيس نتائج الشركة وتصوير مراكزها المالية في تاريخ محدد لتقوم بتقسيمها بطريقة ملائمة تفي باحتياجات المستخدمين أو المستفيدين من تلك المعلومات لإستخدامها في اتخاذ الكثير من القرارات الاستثمارية، فإذا كان الأمر يتعلق بسوق الأوراق المالية فإن هذه المعلومات تساعد في تحديد أسعار الأوراق المالية للشركات، فالمستثمر أو المحلل المالي يستخدمها في تقييم أداء الشركات وبالتالي تحديد المبلغ الذي يمكن دفعه مقابل الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، وانطلاقاً من هذا الأمر فإن الإلمام بالمعرفة بالمعلومات المالية أمر مهم للجهات المعنية بالاستثمار عبر سوق الأوراق المالية، حيث أصبح مثل هذه المعلومات أساساً ضرورياً يتم من خلاله الوصول إلى نقطة الاستثمار المناسب في الفترات اللاحقة للنشاط الاستثماري، وحتى تستطيع سوق الأوراق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية وأحد أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة السوق هو وجود نظام فعال للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة و في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة أيضاً، ولكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين مجموعة من البدائل المتاحة وبالأسعار المناسبة وكذلك أيضاً على مقدار ثقة المستثمر بهذه المعلومات، ودرجة الإفصاح والشفافية التي يجب أن تتمتع بها تلك المعلومات.

وتعتبر سوق الأسهم السعودي من الأسواق في الدول النامية التي تعمل على جذب الاستثمارات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع التي تساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

ويأتي هذا البحث ليتناول بالدراسة والتحليل دور المعلومات المالية في مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال تحديد درجة المخاطرة السوقية المصاحبة لهذا القرار، ومدى كفاية المعلومات المالية المنشورة والخاصة بالشركات المتداولة وأسهمها في سوق الأسهم السعودي.

### 2. إشكالية الدراسة:

يواجه المستثمرين في سوق الأوراق المالية، خاصة الدول النامية مشكلة عدم المقدرة على اتخاذ القرار الاستثماري السليم. إما نتيجة لعدم كفاية المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية أو نتيجة نقص الخبرة خاصة لصغار المستثمرين في تقدير دور المعلومة المالية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، ولما كان حال سوق

الأسهم السعودي يشابه حال بقية الأسواق في الدول النامية فإننا نعتقد أن المستثمر السعودي يعاني من نفس المشكلة، لذا تتمثل الإشكالية المدروسة في: هل بالإمكان الاعتماد على المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطر السوقية للسهم؟، وهل توقيت الإفصاح عن المعلومة المالية يحد من أهميتها؟.

### 3. فرضيات الدراسة:

اعتمدت الدراسة على مجموعة من الفرضيات لتغطية مختلف جوانب الموضوع، هذه الفرضيات التي يتم اختبار بعضها لمعرفة صحتها تتمثل في:

- لترتبط كفاءة السوق بالدرجة الأولى بالمعلومات خاصة المالية منها.
- للتأثير المعلومة المالية على قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية.
- للتواجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المعلومة المالية ودرجة المخاطرة السوقية للسهم.

### 4. أهداف الدراسة: تتمثل أهداف الدراسة فيما يلي:

- التعرف على مدى وعي المتعاملين في سوق الأوراق المالية بأهمية المعلومات المالية.
- التعرف على المعلومات المالية الأكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين المتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- التعرف على مدى التزام الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بالإفصاح عن المعلومة المالية التي مصدرها القوائم والتقارير المالية.
- محاولة معرفة درجة المخاطر السوقية المرتبطة بالسهم للشركة محل الدراسة.
- محاولة التعرف على مقومات السوق السعودي.
- تقديم مجموعة من النتائج والتوصيات لزيادة الاهتمام بالمعلومة المالية وبالتالي جعلها أساساً يعتمد عليه المستثمر في سوق الأسهم السعودي عند اتخاذ قراره الاستثماري.

### 5. المناهج المتبعة وأدوات جمع وتحليل البيانات:

سوف نعتمد في هذه الدراسة على المنهج التاريخي للتعرف على مختلف المراحل التي مرت بها سوق الأسهم السعودي، وكذلك أبرز المحطات التاريخية التي مرت بها الشركة محل الدراسة، كما سوف نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة الدراسة، أما لقياس دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم ومعرفة طبيعة العلاقة بينهما سوف نعتمد على نموذج الإنحدار الخطي البسيط باستخدام الدالة التالية  $y = f(x)$  حيث  $y$  تمثل درجة المخاطرة السوقية،  $x$  المعلومة المالية.



كما سوف نعتمد على برمجيات E-views للحصول على النتائج الرقمية التي نحتاجها في عملية التحليل.

## 6. التوثيق العلمي:

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة اعتمدنا على نوعين من أدوات البحث والتوثيق هما المكتبي الذي يساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب العربية والأجنبية التي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع بصورة كلية أو جزئية، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية في المجالات المتخصصة، واعتمدنا كذلك على عدد من الرسائل العلمية.

أما الجانب التطبيقي من الدراسة فقد اعتمدنا على التقارير والاحصاءات الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية، وكذلك عن الشركة محل الدراسة عن طريق الأداة الثانية في البحث مواقع الأنترنت.

## 7. المصطلحات الأساسية:

**للم سوق الأوراق المالية:** يطلق مصطلح سوق الأوراق المالية على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر الشركات الاستثمارية ( بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة ) ، التي تقوم بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق بواسطة وسائل الاتصال المألوفة، وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية هي سوق الإصدارات الجديدة وسوق ثانوية يتم فيها تداول تلك الإصدارات.

**للم السهم:** يعد من أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهو عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة معينة في أصول الشركة على اختلافها، ويضمن هذا الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يملكه من أسهم.

**للم المعلومة المالية:** هي بيانات مالية تم تشغيلها بطريقة معينة أدت إلى الحصول على نتائج ذات معنى مفيد لمستخدميها، وتساعدهم في اتخاذ القرارات المالية اللازمة لهم، ويتم عرض المعلومة المالية عن طريق القوائم والتقارير المالية التي تمثل وسيلة الشركة في الاتصال بالأطراف المهتمة بنشاطها.

**للم كفاءة سوق الأوراق المالية:** يقصد بها السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره الشركة مع كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبينتها وسائل الإعلام، كما تعكس السوق التوقعات بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهناك نوعين من الكفاءة أولها الكفاءة الكاملة ( عدم وجود

فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم) و الكفاءة الثانية هي الكفاءة الاقتصادية ( وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و انعكاسها على أسعار الأسهم).  
المخاطر السوقية: وهي التي تؤثر على عائد وأرباح جميع الأسهم التي تتداول في سوق الأوراق المالية، وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، ويجب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثير الأسهم التي يمتلكها لهذا النوع من المخاطر والتي تتأثر بها جميع الأسهم بدرجات متفاوتة ويستخدم في قياس هذه المخاطر معيار بيتا.

## 8. الدراسات السابقة:

نتناول الدراسات التي تطرقت إلى دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطر السوقية للسهم، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر:

### 1) دراسة الجرس (سنة 1980) Elgress:

يرى الباحث في هذه الدراسة أن تحليل البيانات المالية من وجهة نظر المستثمر يؤدي إلى تحقيق هدفين : الأول هو معرفة الأوراق المالية المقيمة بغير قيمتها الحقيقية بما يمكن من تحقيق أرباح غير عادية، ويتمثل الهدف الثاني في إمكانية التنبؤ بمخاطر سوق الأوراق المالية المتداولة لتعديل هيكل استثماراته منها بما يحقق أكبر عائد متوقع عند أقل درجة مخاطر.

وقد اعتمد الباحث في دراسته العلمية على استخدام 28 متغيرا من النسب المالية مستخدما أسلوب تحليل المكونات الأساسية للحد من الأخطاء التي تحدث نتيجة وجود ارتباط بين هذه المتغيرات، وأيضا استبعاد البيانات المالية دون فقد أي معلومات ضرورية للتنبؤ.

وقد أوضحت نتائج الدراسة العلمية أن البيانات المالية المستخدمة لم تعطي نتائج أفضل من النتائج المعتمدة على البيانات التاريخية لحجم مخاطر السوق.

### 2) دراسة بيفر وآخرون (سنة 1970) Beaver et autres:

تعرضت الدراسة لتحديد درجة الارتباط بين مجموعة من المقاييس المالية لحجم المخاطرة وبين حجم مخاطرة السوق، وهي معدل التوزيعات المدفوعة، معدل النمو، معدل الإقتراض، معدل السيولة، حجم الشركة والتغير في الربح لإستخدام بيانات عن هذه المقاييس المالية وخاصة التغير في الربح ومعدل التوزيعات المدفوعة، وأنه يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بحجم مخاطر السوق بدرجة أفضل من استخدام بعض النماذج التي تعتمد على بيانات تاريخية لحجم التنبؤ بها، كما يمكن استخدامها كبديل عن المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة.

### 3) دراسة اللوغانى (سنة 2001):

حيث اهتمت الدراسة بإبراز قائمة التدفق النقدي في زيادة الاهتمام بالمحتوى الإعلامي للتدفق النقدي، حيث أنها تعطي قدرة تنبؤية من المعلومات عن الأرباح للحكم على التوزيعات

المستقبلية، ويساعد على تقييم السيولة والمرونة المالية للشركات المساهمة، وتساعد المستثمر في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

#### 4) دراسة wright ken (سنة 1996):

تتناول هذه الدراسة دور وأهمية المعلومات المالية عند اتخاذ القرارات في الأوراق المالية بهدف محاولة زيادة الوعي بسلوك المستثمرين، وذلك بالتطبيق على أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد اعتمدت الدراسة على القوائم الاستقصائية التي أرسلت إلى مجموعة من المدراء التنفيذيين لتقييم المعلومات المالية.

وقد أوضحت الدراسة أهمية المعلومة المالية ( القيمة الدفترية، التدفقات النقدية المستقبلية، توزيعات الأرباح، العائد على الاستثمار والقيمة الاستبدالية للأصول) عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الشركات، وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في الورقة المالية.

إضافة لهذه الدراسات فإن هناك دراسات أخرى اعتمدت على أساليب كمية و إحصائية وليس على قوائم الاستقصاء، وذلك لقياس دور المعلومة المالية في قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المختلفة في العالم من هذه الدراسات، ما أجرى على الشركات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية مثل دراسة Fredric and Taffler ( سنة 1995)، ودراسة Kwaku (سنة 1995) على بورصة نيويورك مثل دراسة Malcolm and Taffler، ودراسة Calahan ( سنة 1997) على بورصة مدريد مثل دراسة Costa (سنة 2006). وقد أوضحت هذه الدراسات جميعاً أن استخدام المعلومة المالية هو أمر مهم جداً عند تحديد أسعار الأوراق المالية، ودرجة المخاطرة المصاحبة لهذه الأوراق، وإن اختلفت النسبة للعناصر والمكونات التي تحتويها هذه المعلومات.

#### 9. محتويات الدراسة:

من أجل الإجابة عن الإشكالية المطروحة والتأكد من الفرضيات المعروضة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول أساسية:

الفصل الأول تناول مفهوم سوق الأوراق المالية وأهدافها ومختلف الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى الأوراق المالية المتداولة فيها وكيفية تقييمها، كما تم التطرق إلى المؤشرات التي تعكس أداء السوق.

أما الفصل الثاني تم التعرض فيه إلى مفهوم المعلومة المالية وأهميتها وكيفية عرضها، مروراً بكفاءة سوق الأوراق المالية، وفي الأخير تم التعرض لأهم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

والفصل الثالث تم تناول فيه الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية واستعراض التطور التاريخي لسوق الأسهم السعودية، بالإضافة إلى إعطاء لمحة حول الشركة محل الدراسة، وفي الأخير تم التعرض إلى تحليل النتائج المتحصل عليها بعد تقدير نموذج الانحدار إذ نوضح من خلاله دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.

#### 10. صعوبات الدراسة:

خلال فترة الدراسة واجهتنا مجموعة من الصعوبات من حيث الحصول على المعلومات خاصة في الجانب التطبيقي الذي شمل دراسة حول سوق الأسهم السعودي والذي لا يمكن إسقاطه على بورصة الجزائر نظراً لغياب التجربة الجزائرية في هذا الجانب، مما اضطرنا إلى اللجوء إلى إسقاط الدراسة على سوق الأسهم السعودي، إضافة إلى عدم توفر المعلومات التي تخدم الدراسة خاصة وأن الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تقوم بالإفصاح عن المعلومات لكن ليس بالقدر الكافي الذي يمكن من الوصول إلى نتائج دقيقة.

## الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

### مقدمة:

ارتبطت نشأة أسواق الأوراق المالية بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها. فالترج والواقعية في تنظيم قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار من سلطة عليا، وإنما استوجبت نشأتها مقتضيات التطور الاقتصادي. إذ أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية، وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار المتاحة. وتشكل أسواق الأوراق المالية ركنا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية، حيث تلعب هذه الأسواق دوراً مهماً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط والطويل الأجل، ولقد تم تخصيص هذا الفصل لأجل دراسة بعض الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية.

## I.1. مفهوم سوق الأوراق المالية:

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من نشأتها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجود هذه الأسواق إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما تضمن تمويل إستثمارات طويلة الأجل، وتحقيق المناظرة في الاستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية.

### I.1.1. تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من التعريفات تبين حقيقة سوق الأوراق المالية، رغم اختلافها فيما بينها من جهة شمولها ووضوحها، ونذكر من هذه التعريفات ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة " عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي(\*) معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال<sup>(1)</sup>". ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر السوق، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق عبر شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

يطلق مصطلح سوق الأوراق المالية على "السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة)، الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق<sup>(2)</sup>".

وهناك من عرف سوق الأوراق المالية على أنها " ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية، بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع<sup>(3)</sup>".

وتعرف أيضا سوق الأوراق المالية على أنها " السوق التي تباع فيها وتشتري الحقوق التي ترد على الأسهم والسندات والأوراق المالية والتي تتيح للأوراق المالية سيولة تشجع المدخر على التوظيف فيها، كذلك تتوفر سيولة الأوراق المالية عن طريق إيداع المدخرات في المؤسسات التي

(\*) الأصل المالي: هو صك أو مستند يرتب حقا ماليا يستحق الأداء لصالح من يملكه في تاريخ لاحقا لإصداره، وبالتالي يمثل في ذات الوقت التزاما على من أصدره.

(1) أحمد لطفي أحمد، معاملات البورصة (بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص. 16.

(2) BadgerRalph And Other ,Investment Principls And Practices, 6<sup>th</sup> edition ,Prentichall ,1969 ,P.53.

(3) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق، الاردن، ط2، 1999، ص. 140.

تقوم بتوظيفها في أوراق مالية أو قروض تتعهد في نفس الوقت بدفع كامل قيمة الأموال المودعة أو قيمة الأوراق المالية التي تم توظيف المال فيها وذلك عند الطلب أو بعد مدة معينة(1)".

أما التعريف الضيق أو المحدود لسوق الأوراق المالية وهو الأكثر شيوعاً والذي يقتصر على "السوق المنظمة ( البورصة ) للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق(2)".

وبالنظر إلى التعريفات السابقة يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بمختلف أشكالها، بواسطة وسائل الاتصال المألوفة، وهي مركز لتجميع رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل، مما يجعلها المصدر الأول لرؤوس الأموال طويلة الأجل، والتعامل في هذه السوق يكون بالمضاربة بمعنى شراء الأوراق المالية إعادة بيعها بغية تحقيق الربح. من خلال ما سبق يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية والتي هي(3):

\* **الأوراق المالية:** الأسهم والسندات وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق  
\* **المتعاملون:** وهم البائعون، المشترون، السماسرة، المؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.  
\* **المعلومات:** وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.

### I. 2.1.1. تكوين سوق المالية:

تهتم سوق الأوراق المالية بصورة أساسية بعملية إصدار الأوراق المالية وتداولها وهي بهذا المعنى تتكون من سوقين أو لهما سوق الإصدار وثانيتها السوق الثانوية.  
**أولاً: السوق الأولية ( الإصدار):** يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة، وذلك من خلال زيادة رأسمالها. وهذا يعني أن الشركات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في الاكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال(4)".

(1) خليل الهندي، انطوان الناشف، **العمليات المصرفية والسوق المالية**، ج 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص. 52.

(2) المنذري سليمان، **الأسواق العربية لرأس المال**، دار الرازي، بيروت، ط1، 1987، ص. 118.

(3) محمد يوسف ياسين، **البورصة**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، ص. 16.

(4) أحمد أبو الفتوح الناقية، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص. 21.

تكون العمليات في هذه السوق على نوعين: مباشرة وغير المباشرة. فالمباشرة تتم عندما تبيع الشركة المصدرة للأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور مباشرة، أي للمستثمرين الذين فضلوا أوراقها المالية، وتمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها، لأن البحث عن المشتري قد يطول، مما يرفع من تكاليف العملية. أما العمليات غير المباشرة فتتم ببيع تلك الأسهم والسندات إلى وسيط معين، حيث يقوم ببيعها مرة أخرى للجمهور والشركات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، وقد لوحظ أن التكاليف الخاصة بهذه العمليات عادة ما تكون أقل من العمليات المباشرة<sup>(1)</sup>.

**ثانيا: السوق الثانوية:**

إن حامل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، لسبب أو لآخر، وعليه بإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر، مما سبق نجد أن السوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية<sup>(2)</sup>. والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمقترضين الحصول على الائتمان فإن السوق الثانوية هي التي تقوم بتوفير السيولة. والسوق الثانوية قد تكون منظمة ومراقبة من قبل الجهات العليا والرقابية لسوق الأوراق المالية والتي يجري فيها تداول الأوراق المالية ويطلق عليها أيضا مصطلح البورصة. وقد تكون غير منظمة ويجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة، وبالتالي فهي أسواق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات<sup>(3)</sup>.

## 2.1. وظائف سوق الأوراق المالية:

تشكل سوق الأوراق المالية آلية هامة من آليات جمع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات مما يتداول في هذه الأسواق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، ومن المتوقع أن تلعب تلك الأسواق دورا هاما في القطاع المالي كجزء من هيكله التنظيمي وكأحد الأطر الهامة لتشجيع المدخرات وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية. وتؤدي سوق الأوراق المالية عدد من الوظائف الرئيسية للاقتصاد من أهمها:

(1) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ج1، دار هومه، الجزائر، ط1، 2000، ص. 56.  
(2) هدى محمد رشوان، مقدمة في السوق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص. 51.  
(3) إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 123.



## 1.2.I. جذب وتجنيد الادخار:

تعمل سوق الأوراق المالية على جمع الادخار وتوظيفه، وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها من طرف المدخرين الذين يرغبون في الحصول على عائد ثابت أو عائد متغير، وحتى يقبل المدخل على الاكتتاب في هذه الأوراق فإنه يحتاج إلى ثقة تجعله يوظف أمواله هناك دون خوف عليها ومن هنا يمكن القول أنه يجب أن تتوفر عملية التوظيف على الصفقات التالية<sup>(1)</sup>:

### \* الأمان:

وهذا يؤدي إلى طمأنة المدخرين وتشجيعهم على استثمار أموالهم في شركات الأوراق المالية، بدافع أن أموالهم في موضع أمان وأنها سوق تزداد وتنمو في المستقبل.

### \* السيولة:

قد يحتاج المستثمرين في الأوراق المالية إلى أمواله أو جزء منها في أية لحظة سواء لحدوث طارئ أو لأجل إعادة استثمارها في أوراق مالية أخرى يرى أنها أكثر مردودية، هذا ما يجعله دائما أن يستثمر في أوراق مالية ممتازة .

### \* الحماية من تناقص قيمة الأموال:

فالمستثمر يخاف من انخفاض القوة الشرائية لأمواله ومن ثمة تناقص القيمة الحقيقية لاستثماراته، وهذا ناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار وتكون الحماية في هذه الحالة بالتوظيف في الأسهم.

### \* المردودية:

إذ يهدف كل مستثمر إلى الحصول على عائد مرضي سواء كان هذا العائد في شكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة.

## 2.2.I. نشر رأس المال الاجتماعي للشركات:

يتمثل رأس المال الاجتماعي في جمع الأسهم التي بيعت في سوق الأوراق المالية لصالح شركة ما ومن ثم يصبح كل مشتري لمجموعة تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة وفقا لعدد الأسهم التي اشتراها. ويتحمل كافة النتائج التي تحققها الشركة حسب ذلك العدد من الأسهم كما أنه من بين الشروط اللازمة لتقييد إي شركة في سوق الأوراق المالية هو نشرها لنسبة معينة من رأسمالها، وهذا بمعنى وصول قيمها المتداولة للجمهور الراغب في الاستثمار فيها، وذلك عن طريق سوق الأوراق المالية وبالتالي انتشار أوراقها المالية بصورة جيدة وواسعة. فلو لا توفر سوق الأوراق المالية، تكون قدرتها على جمع الادخار محدودة وتكون عملية التمويل صعبة ومكلفة، إن الغرض الأساسي

(1) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999، ص. 43.

من نشر الشركات لرأسمالها أو جزء منه هو الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عمليات توسيعها ونموها والتي قد يكون المؤسسون عاجزون عن تلبيةها. هذا يعني أنه بإمكان المؤسسين استرجاع جزء من أموالهم التي دفعوها لتكون الشركة لأول مرة. كذلك تتمكن الشركات من تحريك جزء من الادخار واستثماره دون تركة عاطل، وبالتالي تحصل حركية دائمة في الاقتصاد من خلال زيادة الاستثمارات الناجمة عن الاستعمال العقلاني في الإدخارات المتوفرة في السوق، هذا يؤدي بدوره إلى تزايد نمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة، بالإضافة إلى ذلك تعد عملية نشر رأسمال الشركة بمثابة حملة إخبارية دائمة لها ترفع من شهرتها وتزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في الأوراق المالية وبالتالي زيادة إمكاناتها التمويلية وبأقل تكلفة(1).

### 3.2.1. تحريك وتطوير الهياكل الصناعية:

يعتبر تحريك وتطوير الهياكل الصناعية من أهم وظائف سوق الأوراق المالية فكثيرا نلاحظ في الحياة الاقتصادية حدوث عمليات ضرورية لتطوير وتحسين فعليات الشركات الصناعية والمالية، ومن أهم هذه العمليات نجد(2):

#### \* الاندماج:

ويعني أن الشركة أو عدة شركات تخفي قانونيا في اطار شركة جديدة وهي الشركة التي امتصتهم، وبالتالي تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية ومن ثم تتحول كل أصول وخصوم الشركة القديمة (المتصة) إلى الشركة الجديدة.

#### \* الاندماج الجزئي:

ويعني تنازل شركة جزئيا على جزء من أصولها لشركة أخرى.

#### \* التنازل عن الرقابة:

ويكون ذلك من جانب مجموعة صناعية أو مالية تشارك شركة أخرى فتبيع جزء من أصولها للشركة الأخرى فتفقد الأغلبية وبالتالي تتنازل عن السلطة والرقابة في هذه الشركة فيقال أن شركة ما تسيطر وتراقب شركة أخرى، إذا كانت تمتلك أكثر من 50 % من رأسمالها الاجتماعي.

(1) شريابق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قالمية، الجزائر، 2004-2005، ص. 21.

(2) مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، طه، 1996، ص. 555.

## \* مساهمة شركة في شركة أخرى:

وهذا عن طريق العرض العام أو الاكتتاب سواء بموافقة الشركة الأخرى أو دون موافقتها. هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص أساسا بند رأس المال ولا شك أنه لسوق الأوراق المالية دورا كبيرا في اتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة في سوق الأوراق المالية يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة، وبالتالي سهولة تحويل رأسمالها الاجتماعي أو جزء منه من شخص لآخر، هذه العملية هي الأخرى تحتاج إلى تسعيرة الأوراق المالية محل التحويل، وهذا أيضا ما تسهله سوق الأوراق المالية من خلال ملاقة العرض مع الطلب على تلك الأوراق كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الاندماج (الكلي أو الجزئي) باعتبار أن قيمة الشركة هي سعر سهمها في عدد الأسهم المكونة لرأسمالها الاجتماعي(1).

### 4.2.I. قياس الوضعية الاقتصادية:

تساعد سوق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها. فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك الأسعار التي يتم التعامل بها التنبؤ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، بالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الانتاج، مما لا شك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، وكون سوق الأوراق المالية تجمع بين البائع والمشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق المالية من حيث توفير ركن العلانية للمستثمر عن مركز الشركة المالي، وحالة الطلب والعرض على أي ورقة مالية، واتجاه الأسعار وهذا كله يساعد بدوره على جذب المستثمرين وتوجيه مدخراتهم ووضع خططهم الاستثمارية نحو هذه الشركات(2).

مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب التي تقوم بها، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصادي القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث آثار جديدة كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغا في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات التي يتم طرحها في سوق الأوراق المالية.

(1) مصطفى رشدي شيحة، المرجع السابق، ص. 556.

(2) عبد الفقار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص. 273.

### 3.I. الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية:

يمكن تصنيف الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية على الشكل التالي:

#### 1.3.I. الوسطاء:

يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخص بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماته، ويمكن توضيح مهام الوسطاء على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

✓ إذا كان وسيطا بالعمولة، تتحدد مهمته في شراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العميل وبناء لأوامر محددة منه وذلك مقابل عمولة محددة من لجنة إدارة السوق.

✓ إذا كان وسيطا يشتري ويبيع لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص فهو يقوم حينئذ بدور صانع الأسواق<sup>(\*)</sup>.

✓ ويمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة وبذلك يشكل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات، وبين الجمهور عامة وذلك مقابل عمولة تجدد في اتفاقية التغطية والتي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدار، تجدر الإشارة هنا إلى أن الوسيط الذي يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل الذي يتعهد بتسويق الإصدار الجديد، لكنه يمكن أن يقتصر دوره في حدود بيع أو تسويق هذه الإصدارات وذلك دون أن يضمن تغطيتها، وذلك إذا ما تم الاتفاق على ذلك في شروط الاتفاقية.

✓ كما يمكن للوسيط أيضا خصوصا إذا كان مؤهل لذلك أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، وتغلب على الوسيط الذي يقوم بهذا الدور أن يكون شركة استثمارية.

مما سبق يتضح أنه من الضروري تواجد طائفة من الوسطاء تتمتع بخبرة كبيرة تحاول أن توافق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذ الأوامر أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد الكبير والتقليل من المخاطر، ولهذا فإن هذه الطائفة تتمثل فيما يلي:

#### أولا: السماسرة:

(1) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008، ص ص. 135-136.  
(\*) صانع السوق: هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسرة، أو أي طرف آخر لديه الاستعدادات في أي وقت لبيع وشراء الأوراق المالية.

السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة، إذن يتم تداول الأوراق المالية في السوق عن طريق السماسرة فيكفي على العميل أن يصدر أمرا لسمساره ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للسوق، من هنا فالسمسار دور مزدوجا يمكن في نقل أوامر العملاء في سوق الأوراق المالية من جهة والعمل على تنفيذها من جهة أخرى، السمسار إذن هو ذو دراية وعلم في شؤون الأوراق المالية يقوم بعقد عمليات البيع والشراء للأوراق المالية لحساب عملاء سوق الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية ويعد مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية يتمها(1).

### ثانيا: سماسرة الصالة:

يطلق على سماسرة الصالة أحيانا سماسرة السماسرة وهم لا يعملون لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها ومن ثم فإن عليهم أن يدفعوا رسم العضوية من أموالهم الخاصة، وفي فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة، وهكذا فإن وجود سماسرة للصالة يسهم في الحد من إمكانية حدوث اختناقات في المعاملات كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعد قليل من السماسرة الوكلاء وذلك طالما يمكنها من الاعتماد على سماسرة الصالة لإتمام معاملاتها(2).

### ثالثا: تجار الصالة:

وهم تجار مسجلون بسوق الأوراق المالية ويدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، ولكنهم يقومون بالبيع والشراء لحساب أنفسهم وهدفهم اغتنام فرص الربح من فروق أسعار الشراء والبيع ولذا يطلق عليهم أحيانا ضمن آخرين: المضاربون(3).

### رابعا: المتخصصون:

هم أعضاء في سوق الأوراق المالية، حيث يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو في مجموعة محددة من الأوراق المالية، ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرون نظير عمولة، كما أنه يشبه التجار من حيث أنه يقوم بالاتجار لحسابه

(1) شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 1998، ص ص. 35-36.  
(2) منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص. 503.  
(3) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، 1998، ص. 10.

الخاص سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح، وفي سبيل القيام بعملية التخصص في أوراق مالية معينة وضمان نجاح ذلك يقوم المتخصص بالمهام التالية(1):

- ✓ إدارة عمليات المزاد للحفاظ على وجود سوق منظمة وعادلة للورقة أو الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم، وأثناء النهار يقوم بتقديم العطاءات الجارية ويعرض الأسعار على السماسرة.
- ✓ تنفيذ أوامر الشراء والبيع لسماسرة الصالة.
- ✓ يلعب دور المحفز والمنشط في سوق الأوراق المتخصصة فيها، حيث يعتبر المتخصص بمثابة نقطة اتصال بين السماسرة من خلال أوامر الشراء والبيع، حيث يجمع بين مندوبي المشترين والبائعين معا لما يضمن تنفيذ المعاملات .
- ✓ توفير رأس المال، في الحالات التي يوجد فيها اختلال بين العرض والطلب على الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فإذا كانت أوامر الطلب أكثر وأسرع من سرعة أوامر البيع يلتزم المتخصص فيها باستخدام أموال شركته (أمواله الخاصة) لتدنية أوجه الاختلاف بين الطلب والعرض الخاصة بالأوراق المالية التي يتخصص فيها ويتم ذلك من خلال الشراء والبيع في اتجاه معاكس لاتجاه السوق حتى يصل بالسعر عند المستوى الذي يتوازن عنده طلب الجمهور مع العرض من الأوراق المالية التي يتخصص فيها.
- ✓ استقرار الأسعار، لكي يضمن المتخصص أن التعامل في الأوراق المالية التي يتخصص فيها يتم بشكل سلس وبأقل قدر ممكن من التقلبات السعرية، ويقوم المتخصص بالتدخل عكس اتجاه السوق، فهو يقوم بالشراء والبيع لكي يهدئ ويخفض أوجه الاختلالات السعرية غير المعقولة.

(1) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص ص. 33-34.

## خامسا: تجار الطلبيات أو الأوامر الصغيرة:

حيث يتم تنفيذ هذه الطلبيات من خلال ما يسمى بتجار الطلبيات الصغيرة، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعونها بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالبا ما تكون أكبر قياسا بالعمولات التي يتقاضاها تجار الطلبيات الكبيرة<sup>(1)</sup>.

### ⦿ أنواع الأوامر التي تعطى للوسطاء:

التعامل بين العميل والوسيط يتم بواسطة أوامر وتعليمات يصدرها العميل للوسيط، لذلك يجب على العميل أن يفهم ما تعنيه هذه الأوامر، فذلك من شأنه إزالة اللبس والغموض، كما يعمل ذلك على زيادة كفاءة ومقدرة الوسيط بتنفيذ هذه الأوامر ويتم هذا التكاليف بأمر مكتوب أو شفهي أو تلفوني أو عن طريق التلكس، إلا أنه يجب تعزيز هذه الأوامر بخطابات منفصلة.

### ← أمر السوق:

وهو أكثرهم شيوعا ووفقا له يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع بأعلى سعر متاح في السوق وأن يشتري بأقل سعر متاح في السوق وتتميز هذه الأوامر بسرعة تنفيذها<sup>(2)</sup>.

### ← الأمر المحدد:

تختلف طبيعة هذا الأمر حسب نوع القيد الذي يصنعه العميل على السمسار إذ يشمل هذا القيد سعر التنفيذ فقط أو وقت التنفيذ فقط أو كليهما معا، فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزما بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر ويكون مسؤولا عن عدم التنفيذ إذا أخل بهذا الشرط، أما إذا اقتصر القيد على وقت التنفيذ، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزما بتنفيذ الأمر وبأفضل سعر يتحقق حينئذ في التاريخ المحدد لتنفيذ أو خلال الفترة المتفق عليها وذلك حسب شروط الأمر<sup>(3)</sup>.

### ← أوامر وقف الخسائر:

أوامر وقف الخسائر نوع من أوامر السوق والأوامر المحددة، وهذا النوع من الأوامر من أكثر عمليات السوق فائدة للمستثمر إذا عرف كيف يستعمله ومثال ذلك إذا أعطى أحد العملاء وسيطه أمرا بشراء أو بيع سهم معين بسعر ما، فعندما يصل سعر السهم إلى هذا الحد يصبح الأمر المحدد أمر سوق واجد التنفيذ، ويستعمل هذا النوع من الأوامر أيضا لحماية المستثمر من الخسائر، فعند قيام المستثمر بشراء السهم بمبلغ 10 دينار، فإنه قد يدخل بأمر إيقاف الخسائر مع الوسيط عند هبوط

(1) عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص. 33.

(2) محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص. 11.

(3) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الاردن، ط1، 2009، ص. 170.

السعر إلى 8 دينار وبالتالي يكون المستثمر قد حدد سلفا مقدار الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها من جراء شرائه لهذا السهم(1).

### ← أوامر حرية التصرف:

هذا النوع من الأوامر يطلق عندما يعطي العميل تعليمات للوسيط بحرية شراء أو بيع، أي نوع من الأسهم لحساب ذلك العميل معتمدا على خبرته ووجوده بالسوق، إلا أن هذا النوع من الأوامر نادر الحدوث، كما أن الوسطاء يرفضون بالعادة تحمل المسؤولية إلا أن تلك الأوامر قد تكون نافعة في حالة غياب العميل عن السوق لفترة طويلة أو مرضه(2).

### 2.3.1. الجمهور:

رغم قلة وتناثر وعدم تجانس الادخار الفردي إلا أنه يشكل مصدرا ثاني للطلب على الأوراق المالية، ويعبر استثمار الأفراد في الأوراق المالية عن مدى انتشار الملكية الخاصة في المجتمعات الرأسمالية إذ غالبا ما يفضل الأفراد الادخار وتوظيف مدخراتهم في الأوراق المالية، لما يحققه ذلك من عائد على هذا التوظيف يتمثل الفائدة أو الربح بالإضافة إلى المضاربة على قيمة الأصل ذاته ويشجعهم على ذلك الأنظمة الضريبية المحفزة، ففي فرنسا يوجد فرد واحد لكل 23 مواطن يستثمر في الأوراق المالية (يملك أوراق مالية)، وفي ألمانيا فرد بالنسبة لكل 14 مواطن، وفي الولايات المتحدة فرد لكل 8 مواطنين، إن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أهداف رأسمالية سريعة، حيث درجة الوعي لديه لا تزال متدنية فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية، على عكس المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل حيث أصبحت معظم أسواق الأوراق المالية تتجه نحو تطوير دور المستثمر المؤسسي من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة(3).

### 3.3.1. المستثمرون التأسيسيون:

يوجد فئتان من المستثمرين المؤسسيين: الأولى تشمل شركات التأمين وصناديق التقاعد والمعاشات، الثانية تشمل الشركات التي غرضها الأساسي جمع رؤوس الأموال من أجل توظيفها في سوق الأوراق المالية، وهي شركات وصناديق الاستثمار، كما لا يمكن إنكار دور البنوك في توظيف أموالها وأموال عملائها في الاستثمار في الأوراق المالية، والمستثمرين التأسيسيون هم أكثر

(1) خالد غيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية ونقود، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص 86.

(2) خالد غيجولي، نفس المرجع، ص 87.

(3) عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها كفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، قسم العلوم التجارية المركز الجامعي، تبسة، الجزائر، 2006-2005، ص 105.



المؤسسات اهتمام بإنشاء وتطوير سوق الأسواق الأوراق المالية، وذلك لما يتوافر لديهم من فوائض يمكن استعمالها في سندات مضمونة الفائدة وقابلة للتحويل إلى نقود في أي وقت<sup>(1)</sup>.

#### 4.3.I. المؤسسات الصناعية والتجارية:

تعتبر هذه المؤسسات أيضا من بين المتدخلين الرئيسيين، إذ أن المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة المسجلة في سوق الأوراق المالية لم يبقى دورها مقتصر على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها لتغطية احتياجاتها التمويلية وإنما أصبحت تتدخل في سوق الأوراق المالية لتوظيف فوائضها وتحقيق أرباح تفوق أرباح نشاطاتها العادية<sup>(2)</sup>.

#### 5.3.I. الدولة:

تحتاج الحكومة إلى رؤوس أموال طويلة الأجل لمواجهة بعض الأعباء تسمى نفقات التشغيل (أجور الموظفين، لوازم المكاتب...) وكذلك نفقات الهياكل الأساسية (طرق، مستشفيات، مدارس...) تسمى نفقات الاستثمار وإيرادات الدولة من الضرائب، وإن كانت كافية لتغطية النوع الأول من النفقات فإنها لا تكفي لتغطية النوع الثاني منها، وهو ما يضطر الحكومة إلى تغطية العجز الذي قد يحدث في ميزانيتها إلى إصدار السندات أو ما يماثلها<sup>(3)</sup>.

نشير في الأخير أن هؤلاء المتدخلين تختلف تقسيماتهم وتسمياتهم من سوق لآخر ومن بلد إلى آخر.

#### 4.I. الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تتنوع الأوراق المالية التي يتم التعامل بها من خلال أسواق الأوراق المالية، وتتنابن في خصائصها، وفيما يلي ذكر لأنواعها، وأساليب تقييم كل منها :

##### 1.4.I. أنواع الأوراق المالية:

يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي، الأسهم، السندات، المشتقات.

##### أولا: الأسهم:

تعد من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فهي " عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة معينة في صافي أصول الشركة على إختلاف أشكالها، ويضمن هذا الحق

(1) أنطوان الناشف، خليل الهندي، مرجع سابق، ص. 82.

(2) جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، ج3، دار هومه، الجزائر، ط1، 2002، ص. 24.

(3) Luc Bernet Roffnde, **Principes de technique Bancaire**, Dound , Paris , 20<sup>ème</sup> édition, 1999, p. 318.

في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم(1).

وتقسم الأسهم من حيث طريقة الحقوق المكفولة إلى أسهم عادية واسهم ممتازة:

### ⊖ الأسهم العادية:

تعرف على أنها صك ملكية يتم إصداره بقيمة اسمية عند الاكتتاب في رأس مال الشركة من خلال اكتتاب عام للشركات المساهمة كبيرة الحجم أو من خلال اكتتاب محدود أو مغلق كما في شركات التوصية بالأسهم، وينص على القيمة الاسمية للسهم في عقد التأسيس(2).

كما يعرف السهم العادي على أنه " صك ملكية، وله ثلاث قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم، وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس والقيمة الدفترية تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال حقوق الملكية (رأسمال، الاحتياطات، الأرباح غير موزعة) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية(3).

### ⊖ خصائص الأسهم العادية:

لهذه الأسهم خصائص عديدة نذكر منها ما يلي(4):

✓ إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون.

✓ إن الأسهم العادية أسهل من حيث الوصف لكن أصعب من حيث التقليد.

✓ تعد الأسهم العادية من الأصول المالية الطويلة الأجل، حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة.

✓ للسهم العادي عدة قيم منها القيمة الاسمية، هذه الأخيرة محددة في القانون الأساسي للشركة، وعادة ما تكون منخفضة مقارنة بسعر السوق، لكن المهم أن تصدر الشركة أسهما بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق باعتبار أن المساهمين مسؤولون أمام الدائنين بالفرق، ولهذا يعتبرها البعض ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية.

### ⊖ أنواع الأسهم العادية:

(1) مروان عطوي، الأسواق المالية والنقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص. 82.  
(2) محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص. 95.

(3) حسن حمدي، دليلك الى البورصة والاستثمار، مكتب الكتاب العربي، ط1، مصر، 2006، ص. 37.  
(4) منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مشاة المعارف، مصر، 2007، ص ص. 11-21. يتصرف.

هناك العديد من الأنواع للأسهم العادية ظهرت في السنوات الأخيرة في مقدمتها:

### للأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة.

### للأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

تسمح تشريعات بعض الدول منها (و.م.أ) للشركات أن تباع حصة أسهمها العادية للعاملين بها وتخضع التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة والضريبة.

### للأسهم العادية المضمونة:

هي أسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالتعويض إذا إنخفضت القيمة السوقية للسهم على حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، أما إذا لم يصل الانخفاض في القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد إنتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.

### للأسهم العادية حسب استفادة حملتها أو حسب حقهم في التصويت:

على هذا الأساس هناك أسهم لها حق التصويت وليس لها أولوية عند توزيع الأرباح وبالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم لها أولوية في الأرباح ولكن ليس لها أولوية عند التصويت. وعليه وفق للهدف من شراء الأسهم، يتحدد قرار التوظيف الخاص بها، فيشتري النوع الأول من يريد تحقيق الأرباح، ويشتري النوع الثاني من يريد السيطرة.

### حقوق حملة الأسهم العادية:

إن الحقوق التي يتمتع بها المساهمون المالكون موضحة في القانون الأساسي للشركة وبطبيعة الحال في إطار القوانين السارية المفعول في الدولة التي تستقر فيها الشركة، ومن أهم الحقوق ما يلي(1):

- ✓ الحق في الأرباح الموزعة.
- ✓ الحق في لتصويت.
- ✓ حق الأولوية في الاكتتاب.
- ✓ حق حضور الجمعيات العامة.
- ✓ حق بيع الأسهم.
- ✓ حق الإطلاع على وثائق الشركة.

(1) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص. 16.

✓ حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية.

### ⊖ الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة على أنها " الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض الصعوبات المالية(1)".

وتعرف أيضا على أنها " وثيقة أي مستند يحمل قيمة اسمية معينة تصدره الشركات المساهمة ويمثل لحامله حصة في ملكية الشركة، بمقدار ما يعادل قيمة السهم الممتاز إلى إجمالي الموجودات الصافية للشركة وحصة محددة من الأرباح(2)".

### ⊖ خصائص الأسهم الممتازة: تمتاز الأسهم الممتازة بما يلي(3):

✓ تجميع الأرباح ويقضي هذا المبدأ بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر، يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

✓ تمتاز هذه الأسهم بأن لها ثلاثة قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية.

✓ تتصف بإمكانية الاسترداد والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.

✓ أولوية في الحصول على أرباح ولكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في ذلك، إذ يجب على الشركة دفع فوائد الديون قبل تسديد حقوق الأسهم الممتازة.

✓ المشاركة أي أن لحملة الأسهم الممتازة، وبعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أي نسبة محددة مسبقا، الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

✓ تمتاز هذه الأسهم العادية بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

### ⊖ أنواع الأسهم الممتازة: توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة نذكر منها ما يلي(4):

#### ⊖ أسهم ممتازة من ناحية الدخل:

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الاردن، ط1، 2006، ص. 99.

(2) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، دار جدار للكتاب العربي، ط1، 2006، ص. 224.

(3) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص. 25-28.

(4) ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص ص. 43-49.

لها الأولوية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وذلك قبل حملة الأسهم العادية، فإذا حققت الشركة أرباح وتقرر توزيع جزء منها على المساهمين، فيجب أن توزع على حملة الأسهم الممتازة أولاً.

#### للأسهم الممتازة من ناحية الأصول:

يكون لحاملها الأسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام أصول وموجودات الشركة في حالة التصفية، وما يتبقى من تلك الأصول يقسم بين حملة الأسهم العادية.

#### للأسهم الممتازة من ناحية حق التصويت:

في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العامة، غير أنه قد يحدث أن لحملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العامة، وقد يعطي لحملة هذه الأسهم الحق في انتخابات أعضاء مجلس الإدارة وقد يكون امتياز في حق الاعتراض على قرارات الجمعية.

#### للأسهم الممتازة من ناحية حق التحويل:

ويحق لحملتها تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر في المستقبل كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية.

#### للأسهم المضمونة:

حيث تضمن الشركات المصدرة لهذا النوع نسبة معينة من الأرباح لحاملها.

#### للأسهم ممتازة قابلة للسداد:

حيث تقوم الشركات بإصدار لهذا النوع من الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معين

#### ثانياً: السندات:

#### تعريف السندات:

السند هو: "أداة دين ذو صفة مالية، قابل للتداول، يكون الحق لصاحبه أو حامله بذمة الجهة المصدرة، الحصول على دفعات دورية منتظمة (الفائدة) خلال فترة الاستحقاق، ونسبة ثابتة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السند(1)".

أيضا تشير السندات إلى "الأداة التي يستلم البائع من خلالها الأموال النقدية من المشتري في مقابلة عطية معينة:

✓ كمية من الفائدة

✓ إعادة دفع الأموال وفق تاريخ انتهاء معين أو بين تاريخين معينين لإعادة الدفع.

(1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص. 252.

ولعله من المهم أن لا تغفل ملاحظة أن المشتري يعمل على الشراء بسعر الصرف الحالي للسند بينما تتم عملية إعادة الدفع وفق القيمة الظاهرة للسند(1).

◀ خصائص السندات: تتميز السندات بعدة خصائص نذكر أهمها(2):

السندات هي فئة من الأوراق ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.

✓ السندات هي وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة وبين المستثمرين، تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قيمة السند أي تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة ادخار جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية تلك الفترة بتسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة.

✓ يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأننتهم على مدخراتهم، كما يظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، وعادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له.

✓ كذلك قد تباع السندات بأسعار تقل على القيمة الاسمية لها وذلك تشجيعا للمكتتبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع، والوثيقة الاسمية بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد قيمة السندات بأعلى من قيمتها الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.

◀ أنواع السندات:

لحسب طريقة تملكها وتداولها: وتتفرع إلى ما يلي(3):

\* سندات إسمية:

هي التي تحمل اسم صاحبها على صل السند وتفيد بسجل الشركة، ولا تتداول إلا بعد موافقة الشركة وإثبات التنازل عنها في دفاترها.

\* سندات لحاملها:

يتم تداولها بالتسليم ولا يحمل الصك اسم صاحبه ولا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات التنازل في سجلاتها.

لحسب نوع العائد الذي تغله:

\* سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

(1) جون وايت، الاستثمار في الأسهم والسندات، ترجمة خالد العامري، دار الفاروق، مصر، ط1، 2003، ص. 165.

(2) أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص ص. 48-53.

(3) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص. 257-262.

وهو النوع العادي المألوف الذي يستحق فائدة بمعدل ثابت للقيمة الاسمية للسند بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

**\* سندات ذات إيراد متغير:**

وينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية، ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة ويسمى هذا النوع بسندات الدخل.

**\* سندات ذات نصيب:**

لها الحق في فائدة ثابتة سنوية ويحصل بعضها والذي يعين سنويا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة.

**للحسب ما تتمتع به من ضمانات:**

**\* سندات عادية:**

ليس لها ضمان سوى الضمان العادي العام الذي يتمتع به باقي الدائنين، وينصب على جميع أصول الشركة وما تتمتع به من مقدرة على تحقيق أرباح.

**\* سندات مصمونة برهن على أصول الشركة.**

**\* سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية:**

سواء من ناحية سداد قيمة السند أو الفائدة الدورية، وغالبا ما تكون هذه الهيئة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك.

**ثالثا: المشتقات:**

**← تعريف المشتقات: *Financial Derivations***

تعرف المشتقات على أنها: "عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية ( حسابات نظامية) وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها(1)".

كما تعرف على أنها: "أوراق مالية مهجنة، حيث تدخل تحت هذه الفئة الأصول المالية الأخرى مثل السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم وقروض ذات الحق في شراء محدد من الأسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقا، فهي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحقوق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة بسعر متفق عليه(1)".

**← أنواع المشتقات: هناك أنواع عديدة من المشتقات نذكر منها:**

(1) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2004، ص. 58.

(1) محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص. 61.

## لل عقود الخيارات Options :

عقد الخيار هو إتفاق بين طرفين في سوق الأوراق المالية للتعامل بسعر محدد الأصل مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي يحمل تكلفة قيام العقد.

لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد *Writer* (بائع الخيار) بمنح المشتري الحق (جواز التنفيذ) في أن يشتري منه، أو يبيع له، أو الاثنين معا، أصل معين بسعر معين وبكمية معينة (غالبا) خلال فترة زمنية معينة أو بتاريخ محدد.

والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء، بينما يدعى العقد المتضمن منح البيع خيار البيع، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ<sup>(1)</sup>.

## لل العقود الآجلة For Word contacts :

هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد شركتين أو شركة مالية وشركة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة، في موعد لاحق.

وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم، علما أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل<sup>(2)</sup>.

## لل العقود المستقبلية Future Contracts :

عقود الشراء المستقبلية هي عبارة عن عقود لتسليم أصل (في بعض الأحوال قيمة نقدية) في تاريخ محدد أو في تاريخ الاستحقاق بالسعر المستقبلي حيث يدفع عند أجل الاستحقاق المحدد للعقد، فقد يتم هذا النوع في مجال التجارة، حيث يتم الاتفاق على شراء سلعة يتم تسليمها في تاريخ محدد<sup>(3)</sup>.

## لل عقود المبادلة: swaps :

هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان<sup>(1)</sup>.

## 2.4.I. تقييم الأوراق المالية:

التقييم هو ذلك الإجراء الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطر والعائد المتوقع<sup>(2)</sup>.

(1) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)، دار الشروق، الأردن، ط 2، 2007، ص. 126.

(2) طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص. 111.

(3) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006-2007 ص ص. 97-98.

(1) هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، ط 1، 2003، ص. 167.

(2) نبيل شاكر، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، مكتبة عين الشمس، مصر، ط 3، 2000، ص. 357.



لتقييم الورقة المالية طرق عديدة تختلف باختلاف نوعية الورقة المالية المراد اتخاذ قرار الشراء أو البيع بخصوصها، وفي ما يلي نورد أساليب تقييم كل من الأسهم والسندات والمشتقات.  
**أولاً: تقييم الأسهم:**

تختلف أساليب تقييم أدوات الملكية (الأسهم) اختلافاً بينا في إجراءات تقييم الأسهم وأيضاً فيما نتوصل إليه من نتائج بشأن قيمة السهم ويشير " Radcliffe " إلى ستة ( 06 ) أساليب لتقييم الأسهم هي(3):

#### ⊖ القيمة الاسمية:

تشير القيمة الاسمية للسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشركة، والقيمة الاسمية للسهم ببساطة هي قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم.

#### ⊖ القيمة الدفترية:

تشير القيمة الدفترية للسهم إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة، ويمكن حسابها بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم.

#### ⊖ القيمة عند التصفية:

تمثل القيمة عند التصفية للورقة المالية مقدار التدفق النقدي الذي تحصل عليه هذه الورقة، عند إنهاء عمليات الشركة وتصفيته وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية أو للسهم، والسبب في ذلك أن قيمة الأصول على فرض استمرارها بالقطع ستكون أكبر من قيمة الأصول عند التصفية.

#### ⊖ القيمة الإحلالية:

تختلف القيمة الإحلالية عن القيمة عند التصفية، فالقيمة عند التصفية تشير إلى صافي القيمة البيعية للأصل أو الورقة المالية، بينما تشير القيمة الإحلالية إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بسعر اليوم، وعلى ذلك ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات ( مثل عمولات البيع، ومصاريف تفكيك والتخلص من الأصل...) فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الإحلالية، ومن ثم فوجود تكلفة معاملات من شأنه أن يجعل القيمة الإحلالية أكبر من القيمة عند التصفية.

#### ⊖ القيمة البديلة:

(3) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2003-2006، ص ص. 47-42.

تعكس القيمة البديلة قيمة ورقة مالية عند مقارنتها بقسمة ورقة مالية بديلة، ولكن من الصعب وجود بديل مناسب نظرا لاختلاف أساليب الإدارة في الشركات، وحقوق براءات الاختراع وغيرها، يجعل من العسير وجود شركات بديلة يتم الإعتماد على قيمتها كقيمة بديلة للورقة محل التقييم.

### ⦿ القيمة الحالية:

وفقا لأسلوب القيمة الحالية فإن القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها.

### ثانيا: تقييم السندات:

إذا كان السعر الاسمي للسندات يتم تحديده في بداية حياة الإصدار والسعر السوقي هو الذي يتحدد بموجب آلية العرض والطلب في السوق فإن القيمة الحقيقية ما هي إلا " القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية المتوقعة من السند في المستقبل، وتشمل التدفقات كل من مدفوعات الفائدة خلال حياة السند بالإضافة إلى القيمة الأصلية للسند (القيمة الاسمية)<sup>(1)</sup>".

ولكون هذه القيمة تستخدم في الضبط والرقابة على القيمة السوقية تمهيدا لاتخاذ قرار البيع أو الشراء فإن التعرف عليها يعد من الضروريات في استثمار الأوراق المالية.

وذلك لأن الاطمئنان لأسعار السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الورقة المالية يتحدد في مدى قربها أو بعدها عن القيمة الحقيقية التي تقابلها وبما أن الأسعار السوقية يمكن تحديدها بمجرد الإطلاع على نشرة البورصة والسعر الاسمي هو السعر المحدد بموجب نشرة الإصدار والسند نفسه، فإن القيمة الحقيقية لا يمكن تحديدها إلا من خلال حاصل ضرب العائد النقدي في معامل القيمة الحالية وعندها يستطيع المستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار الذي يتلائم ومصالحه الذاتية في ضوء المقارنة بين ما هو معلن وبين ما هو محسوب وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{فح} = \text{ف} \times \text{م} \quad \text{أو:} \quad \text{فح} = (\text{ن، م}) + \text{ق} \times \text{م} \times \text{ح د غ} (\text{ن، م})$$

حيث أن: ق ح: القيمة الحالية.

ف: قيمة الفائدة.

م ق ح د: معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة.

م: معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب

ن: فترة السند المتبقية عند تاريخ الاستحقاق.

ق أ: القيمة الاسمية للسند.

م ق ح د غ: معامل القيمة الحالية لدفعة غير متكررة.

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، مصر، 2004-2005، ص. 192.

## ← مثال توضيحي:

إذا قام البنك المركزي بإصدار أحد السندات قبل (05) سنوات بمعدل فائدة نسبتها ( 10%) وقيمة اسمية ( 1000) دينار، ولمدة (20) سنة، وقد بلغت القيمة السوقية في البورصة (1100) دينار، فما هي القيمة الحقيقية لهذا السند الآن؟

وذلك إذا كان معدل الخصم الذي يقبله المستثمر هو (8%) و(15%) على التوالي؟

## ← الحل:

أ) عندما يكون معدل العائد المطلوب (م = 8%) فإن:

$$ق ح = 1000 \times 100/10 + 1000 \times (8\%, 15\%) + 1000 \times م ق ح د غ (8\%, 15\%)$$

$$= 8.56 \times 100 + 0.3152 \times 1000 = 1171.2 \text{ دينار}$$

ولكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية بمقدار ( 1100-1171.2) = 2.171 دينار فإننا ننصح المستثمر بالشراء وعدم البيع وذلك لأن السهم الحقيقي من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل.

ب) عندما يكون معدل العائد المطلوب (م) = 15% فإن:

$$ق ح = 1000 \times 100/10 + 1000 \times (15\% \square 15\%) + 1000 \times م ق ح د غ (15\%, 15\%)$$

$$= 5.877 \times 100 + 0.123 \times 1000 = 707.7 \text{ دينار.}$$

ولكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية بمقدار ( 1100 - 707.7 = 392.3 دينار ) فإننا ننصح المستثمر بالبيع وعدم الشراء ذلك لأن السعر الحقيقي من المتوقع أن يكون هو السعر السوقي في المستقبل<sup>(1)</sup>.

## ثالثاً: تقييم المشتقات:

توجد ثلاثة أساليب أو نماذج لتحديد قيمة حق الإختيار، يتمثل الأسلوب الأول في الأسلوب البياني والذي يمكن من خلاله تحديد القيمة القصوى والدنيا لحق الإختيار، أما الأسلوب الثاني فيتمثل في المعادلة التي قدمها " بلاك وشولز " ( *Black & Scholes, 1973* ) لتحديد قيمة حق الشراء، أما الأسلوب الثالث فهو ما يطلق عليه مبدأ التماثل بين حقوق، إختيار الشراء وحقوق اختيار البيع - *put-call parity*، وفيما يلي عرض لهذه الأساليب<sup>(2)</sup>:

## ﴿ الأسلوب البياني لتحديد قيمة حق الإختيار:

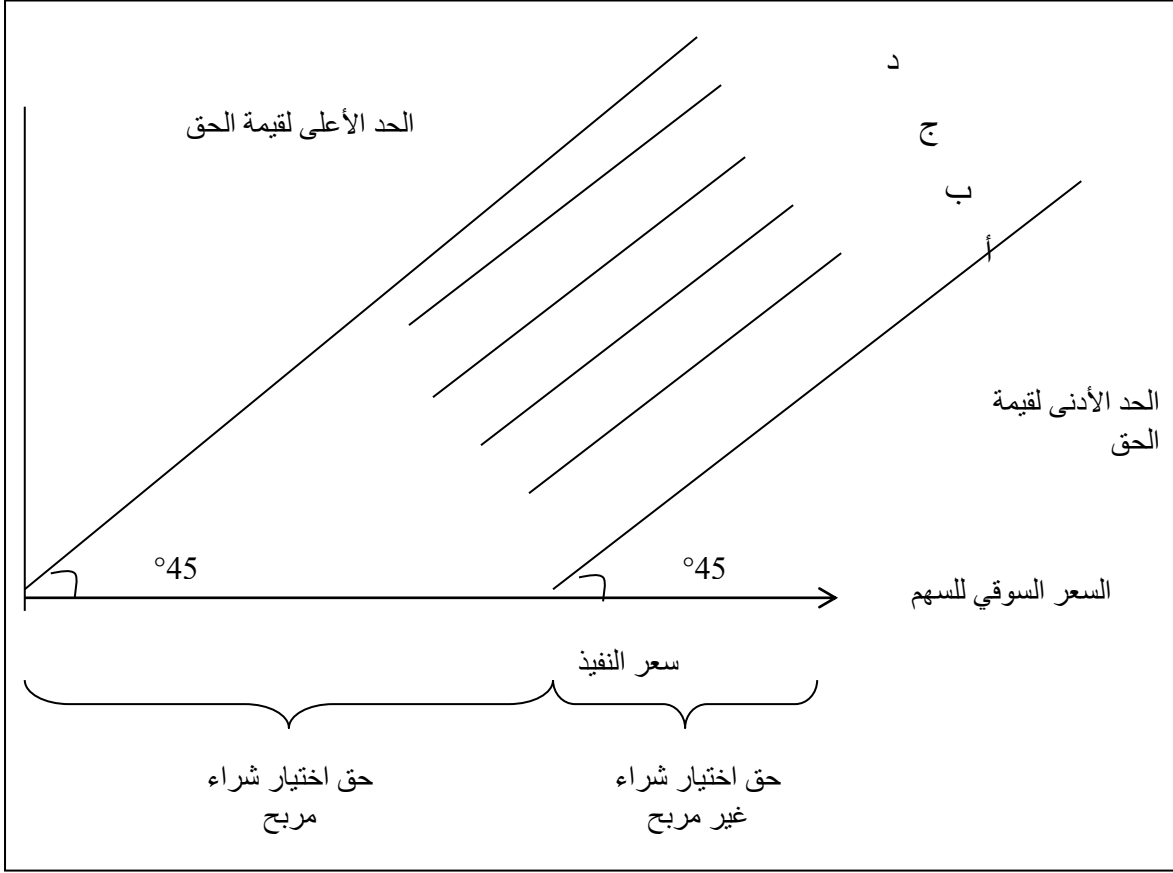
(1) فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، الأردن، ط1، 2008، ص ص. 93-95.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، مصر، ط1، 2007، ص ص. 283-294..

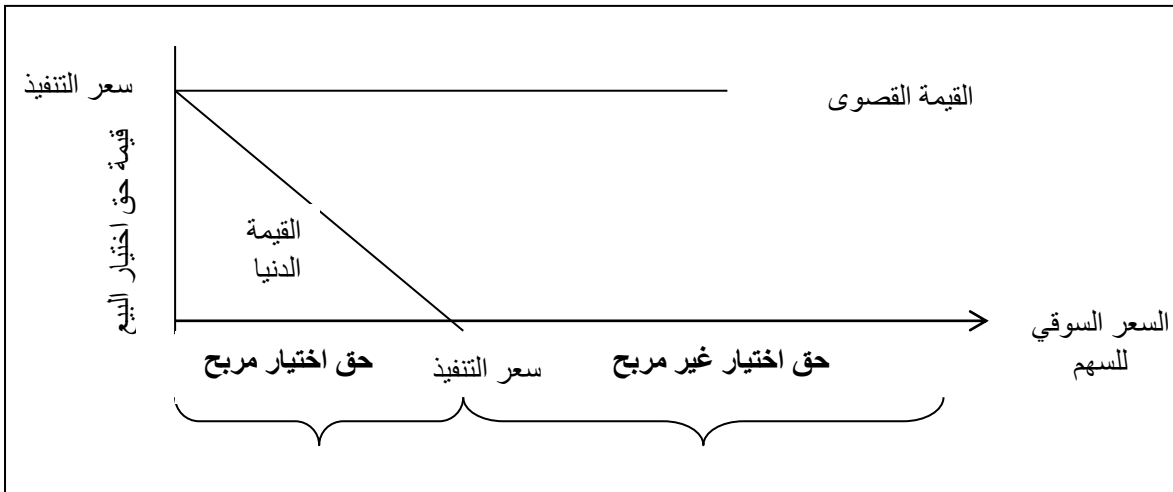
يثار التساؤل دائما عن أقصى قيمة لحق الإختيار، وأقل قيمة يمكن أن يصل إليها هذا الحق، وللإجابة عن هذا التساؤل يتطلب الأمر مناقشة متغير في غاية الأهمية وهو ( الوقت المنقضي بين تاريخ إبرام الحق وتاريخ انتهائه )، فلو تخيلنا أن هذا الوقت طويل جدا ( بمعنى آخر ليس هناك تاريخ محدد للإنتهاء فإننا نتوقع أن تصل قيمة حق الإختيار إلى أقصاها، لأن القيمة الحالية لسعر التنفيذ للسهم في المستقبل في ظل الإفتراض سوف تصبح صفر (0)، ونتيجة لذلك فإن قيمة حق الإختيار سوف تصل إلى أقصى حدها.

في حالة حق اختيار شراء، والذي نحدد قيمته بالفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ، فإن قيمة الحق ستصل إلى أقصاها كلما زادت أو طالت الفترة الزمنية، ويمكن توضيح هذه الفكرة ببيانها كما في الشكل (1-1).

شكل رقم ( 1-1 ): قيمة حق اختيار الشراء لأسهم عادية.



المصدر: محمد الصالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص.285.  
 أما في ما يتعلق بحق اختيار البيع، فكما يتضح في الشكل رقم ( 1-2 ) فإن المنحنى الممثل للقيمة القصوى لحق اختيار البيع يكون أفقياً، ويمثل في نفس الوقت سعر التنفيذ للحق.  
 شكل رقم ( 1-2 ) قيمة حق اختيار البيع لأسهم عادية



المصدر: محمد الصالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص.285.

يلاحظ من الشكل رقم ( 2-1 ) أن القيمة الدنيا لحق اختيار البيع يتم تمثيلها بخط مستقيم يبدأ من سعر التنفيذ على المحور الأفقي ويتلقى بالمحور الرأسي عند نقطة تعادل سعر التنفيذ أيضا، وزيادة أو ارتفاع سعر السهم سوف يترتب عليه انخفاض قيمة حق اختيار البيع، وعندما تعادل السعر السوقي للسهم مع سعر التنفيذ فإن قيمة حق اختيار البيع في هذه الحالة تعادل صفر (0)، ولا يمكن أن تقل قيمة حق اختيار البيع عن ذلك لأن قيمة حق الاختيار عموما إما قيمة موجبة أو صفر (0).

### نموذج " بلاك وشولز " لتقييم حق اختيار الشراء:

في عام 1973 قدم كل من بلاك وشولز نموذجا لتقييم حق اختيار الشراء ( الأوربي ) والذي يعتبر من أكثر النماذج الرياضية استخداما عند تقييم حق اختيار الشراء ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

1. لا توجد تكلفة للمعاملات كما لا توجد ضرائب.
  2. معدل الفائدة الخالي من الخطر ثابت ( لا يتغير).
  3. تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر.
  4. أسعار الأسهم يمكن تمثيلها في دالة متصلة، وبمعنى آخر لا توجد قفزات مفاجئة في أسعار الأسهم.
  5. لا توجد توزيعات.
  6. الاختيار من النوع الأوربي وليس الأمريكي.
- وفي ظل هذه الافتراضات وضع " بلاك وشولز " نموذجهما لتقييم حق اختيار الشراء كما هو موضح في المعادلة:

$$ق = س [ ن (1د) ] - [ (س ° و) - خ ت ] ن (2د) ]$$

حيث تشير:

- ق: قيمة حق اختيار الشراء ( الأوربي )  
س: السعر الحالي للسهم ( سعر التنفيذ )  
ن (1د)، ن (2د): القيم التراكمية للتوزيع الطبيعي عند النقاط 1د، 2د  
س °: سعر السهم في تاريخ الانتهاء  
و: أساس اللوغاريتم الطبيعي: 2.7128  
خ: معدل الفائدة الخالي من الخطر  
ت: الفترة المنقضية بين تاريخ التعاقد وتاريخ الانتهاء في صورة نسبة من السنة.  
واشكالا لهذا النموذج فإنه يتم حساب كل من 1د، 2د كما يلي:

لو (س / س°) + (خ + 0.5 س) 2 ت

$$\frac{\text{لو (س / س°) + (خ + 0.5 س) 2 ت}}{\text{س}} = 1د$$

$$\frac{\text{لو (س / س°) + (خ + 0.5 س) 2 ت}}{\text{س}} = 2د$$

حيث تشير س إلى الانحراف المعياري لمعدل العائد السنوي التراكمي والذي يمثل التغير في سعر السهم.

أما لو فيشير إلى اللوغاريتم الطبيعي، ويطلق على د1 نسبة التغطية "RATIO HEDGE"

← مثال توضيحي لكيفية تطبيق معادلة "بلاك وشولز".

نفترض أن أحد المستثمرين لديه حق اختيار شراء ينتهي بعد مرور 120 يوم من الآن وأن قيمة السهم الحالية (سعر التنفيذ) 80 جنيه، ويتوقع أن يكون سعر السوق 85 جنيه، كذلك فإن تباين عائد السهم يبلغ 30، فما هي قيمة حق اختيار الشراء؟.

للوصول إلى قيمة حق الاختيار نقوم أولاً بتحويل الفترة الزمنية ت إلى جزء من السنة أي أن  $ت = 120 \div 365 = 0.329$ ، لذلك فإن معدل العائد الخالي من الخطر والذي سوف نفترض أنه يعادل 6% ينبغي تحويله إلى المكافئ المركب له وذلك بإيجاد اللوغاريتم

(لو (1 + 0.06)) وهو يعادل 0.0583،

[لو (80 / 85) + (0.0583 + 0.3 × 0.5) × 0.329]

د1 =  $\frac{0.155}{\dots}$

[0.3 (0.329)<sup>0.5</sup>

د2 = 0.155 - [0.3 (0.329)<sup>0.5</sup>]

أما الخطوة الثانية تتمثل في تحديد القيم المناظرة لكل من د1، د2 في الجداول الخاصة بذلك،

وفي الأخير تصبح معادلة "بلاك وشولز" على الصورة التالية:

ق = 80 × 0.438 - [85 (0.0538 × 0.329) × 0.372] = 4.3 جنيه.

## ﴿ ثنائية حق اختيار الشراء والبيع PUT - CALL PARITY :

يمكن استخدام نموذج " بلاك وشولز " السابق في تحديد قيمة حق اختيار البيع، وذلك على أساس مبدأ التماثل بين حقوق الشراء وحقوق البيع.

لتوضيح ذلك نفترض أن أحد المستثمرين يقوم بتكوين محفظة وذلك عن طريق تحرير حق اختيار شراء، ويقوم بشراء حق اختيار بيع بنفس سعر التنفيذ، ونفس تاريخ الانتهاء لحق اختيار الشراء، ثم شراء حصة من الأسهم وعلى ذلك فإن تغيرات سعر الأسهم سوف تعوض التغيرات في قيمة حقوق الاختيار، ومن ثم تكون هذه المحفظة خالية من المخاطر، وعند هذا الحد يمكن صياغة المعادلة التي تحدد قيمة المحفظة،

$$ق ع - ق ش + س = ح \text{ لـرت حيث أن:}$$

ق ع: قيمة حق اختيار البيع.

ق ش: قيمة حق اختيار الشراء.

س: السعر الحالي للسهم ( سعر التنفيذ عادة ).

ح ت: قيمة المحفظة والتي لها نفس سعر التنفيذ لحقوق الاختيار.

ل: الأساس الطبيعي = 2.7183.

ت: طول الفترة الزمنية بين تاريخ التنفيذ وتاريخ الانتهاء معبرا عنها كنسبة من السنة.

ر: معدل العائد الخالي من الخطر في السنة.

من المعادلة السابقة يمكن تحديد قيمة حق اختيار البيع ولتوضيح ذلك نفترض أن:

$$\text{سعر السهم} = 50$$

$$\text{سعر التنفيذ} = 45$$

طول الفترة الزمنية بين تاريخ التنفيذ وتاريخ الانتهاء = 3 أشهر = 0.25 سنة

معدل العائد الخالي من الخطر = 10% في السنة.

$$\text{تباين عائد السهم} = 16\% \text{ ( الانحراف المعياري )} = \sqrt{0.16} = 0.4$$

لتحديد قيمة حق اختيار البيع يجب أن يتم أولاً تحديد قيمة حق اختيار الشراء وذلك كما يلي:

$$\text{لو} ( 45/50 ) + 0.25 [ ( 0.16 ) 0.5 + 0.1 ]$$

$$= 1 \text{ د} = \frac{0.7520}{\sqrt{\quad}}$$

$$( 0.4 ) ( 0.25 )^{0.5}$$

$$2 \text{ د} = 0.5520 = 0.5 ( 0.25 ) 0.4 - 0.7520$$

$$\text{القيمة المناظرة لـ د} = 1 = 0.7742$$



$$0.7095 = 2 \text{ د}$$

$$\text{قيمة حق اختيار الشراء} = 50 - (0.7742) [ 45 - (0.1)^{0.25} (0.7095) ]$$

$$= 7.57$$

$$\text{قيمة حق اختيار البيع} = [ 45 - (0.1)^{0.25} (0.7095) ] - 50 + 7.57 = 1.0253$$

$$= 1.46$$

### 5.1. مؤشرات سوق الأوراق المالية:

إن الأهمية الأولى لمؤشرات سوق الأوراق المالية تظهر في مفهومها الذي يشير إلى أنها تعكس أداء السوق، كذلك لأن لها انطلاقا منه عدة استخدامات تختلف باختلاف الأوراق المالية المكونة لها وكذا طرق بنائها.

#### 1.5.1. تعريف المؤشر:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشر سوق الأوراق المالية، نذكر منها ما يلي:

يعرف المؤشر أنه " قيمة عددية يقاس بها التغيير في سوق الأوراق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتعبير عن لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما، في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات... الخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، فمؤشر الاسهم بالنسبة للمستثمر هو معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل(1)".

كما يعرف المؤشر على أنه " رقم أو نسبة مئوية يتم استخراجها عن طريق تقييم رقم معين ( سعر السلعة أو تكاليف معينة، أو سعر سهم معين) في الفترة الحالية وتسمى فترة المقارنة ( $x_2$ ) على سعر نفس السلعة أو التكاليف، أو سعر نفس السهم ( $x_1$ ) في فترة سابقة تسمى فترة الأساس(2)".

$$\text{ويمكن التعبير عنه كما يلي: المؤشر} = \frac{x_1}{x_2} \times 100\%$$

يعرف المؤشر أيضا على أنه: "قيمة رقمية من الأصول المسجلة، وظيفته الأولية هي عكس أداء السوق(3)".

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية " أداة إحصائية تعبر عن تطور مكان مالي، لمنطقة جغرافية أكثر أو أقل اتساع، أو لقطاع نشاط اقتصادي، يتصف بمواد أولية ونفس أسلوب التسيير لأجل مساعدة المستثمر على تتبع تغيرات السوق(4)".

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن، ط1، 2008، ص. 35.

(2) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الاردن، ط2، 2003، ص. 268.

(3) Erwan le saout, **Introduction Aux Marchés financiers**, Economica, paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2008, p.177.

## 2.5.I. استخدامات المؤشرات :

لمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية وفي مقدمة تلك الاستخدامات نذكر (2):

### ◀ متابعة أداء المحافظ الاستثمارية:

يعكس التغيير الذي طرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعاً جيداً، فقد يتسع كافة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوقع بالسوق، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن العائد على محفظة الأوراق المالية، الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكنه أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر، أي يعتمد مؤشر السوق كمعلم في تسيير محفظته المالية.

### ◀ التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية:

يشير "ريلبي وفرنسيس" أنه إذا أمكن للمحلل الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادةً بالتحليل الأساسي، فإنه يمكن التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، مما يؤدي إلى اتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب هذا ويضيف أنصار التحليل الفني أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، فيكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط، فيمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق والتي في ضوءها تتخذ القرارات.

### ◀ تقدير مخاطر المحفظة:

إذ يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

(1) Philippe Bertrand Jean, luc Prigent, **Gestion de portefeuille**, Economica, Paris, 2006, P.68.

(2) مرجعين هما:

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص. 129.  
- حفياني أمنة، قياس كفاءة البورصة (حالة سوق الأسهم السعودي)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، قسم العلوم المالية، جامعة قلمة، الجزائر، 2009-2010، ص. 51.

### ◀ الحكم على أداء المديرين المحترفين:

وفقا لفكرة التوزيع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق العائد على المحفظة المكونة من الأوراق المالية العشوائية تعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكس المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة شركة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع، يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا، الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيها.

### 3.5.1. كيفية بناء المؤشرات:

إنّ الأسهم التي تدخل في تقييم المؤشرات تختار بعناية من طرف لجنة خبراء، بحيث تتيح لهذا المؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المستهدفة وقياسها، ولهذا رغم وجود العديد من المؤشرات لأسعار الأسهم، وعلى الرغم من التفاوت بين تلك المؤشرات في كيفية بنائها فإن جميعها تقوم على ثلاثة أسس هي<sup>(1)</sup>: عينة الملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة، طريقة واضحة وبسيطة لقيمة المؤشر.

#### أ. ملائمة العينة:

يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة يجب أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب: الحجم، الاتساع والمصدر.

#### \* الحجم:

إن القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيل لحالة السوق لكن هذا لا يعني أن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة لا تقل كفاءة ومثال ذلك "مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة".

#### \* الاتساع:

ويقصد به مدى تغطية العينة المختارة للقطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهم الشركة في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني، دون أن يكون هناك تحيزا لفئة معينة من الشركات، وطبعاً لو أن المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على عدد من الشركات المكونة لتلك العينة والمختارة دون تحيز.

#### \* المصدر:

(1) منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص. 249.

يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق، حيث يتم حساب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة في تلك السوق.

ب. طرق حساب المؤشرات:

بعدما جرى عرض الأسس العامة لحساب المؤشرات، نعرض طرق حساب المؤشرات انطلاقاً من المبادئ العامة لحساب مؤشرات الأسعار ثم طرق تقدير المؤشرات حسب الأوزان النسبية لمفردات العينة.

أولاً: المبادئ العامة:

في التطبيق توجد ثلاثة من المؤشرات الشاملة المستخدمة حتى تلخص تطور الأسعار وهذه المؤشرات (1):

\*مؤشرات لاسبير:

هو الرقم القياسي المرجح بكميات فترة الأساس، حيث يستوجب مؤشر لاسبير ترجيح يؤسس على عناصر فترة الأساس، هذا للأساس يتكل المرجح الذي يقارن المؤشر خلال كل فترة حياته ويتكون مؤشر لاسبير من  $n$  أصل عند الزمن  $t$  حيث:

•  $L(p)_{h0}$ : مؤشر لاسبير يحسب بالطريقة التالية:

$$l(p)_{h0} = \frac{\sum_{i=1}^n q_0^i \times p_t^i}{\sum_{i=1}^n q_0^i \times p_t^i}$$

أو من الأحسن:

$$l(p)_{h0} = \sum_{i=1}^n c_0^i \times \frac{p_t^i}{p_t^i}$$

حيث  $q_0^i$  عدد الأصول  $i$  عند الزمن  $0$  ( البعض يعتقد أن هذه الكمية ليست متغيرة عبر الزمن، وفي حالة العكس تجري عملية التحكيم)

$p_0^i$  و  $p_t^i$ : تمثلان على الترتيب سعر الأصل  $i$  في الزمن  $0$  و  $t$

$C_0^i$ : تشير إلى الجزء من رسملة السنة المرجع للأصل  $i$  في المؤشر ويمكن كتابته كما يلي:

(1) حفياني آمنة، مرجع سابق، ص ص. 52-53.

$$C_0^i = \frac{q_0^i \times p_0^i}{\sum_{c=1}^n q_0^i \times p_0^i}$$

مؤشر لاسبيرر إذن بمثابة مثال عن المتوسط الحسابي حيث الكمية الأولية تكون ثابتة ووحدها الأسعار التي تتغير عبر الزمن  $t$ .

\* **مؤشر باش:** هو مؤشر يقترب من معدل المتوسط الحسابي المرجح عن كميات الزمن الجارية، حيث يمكن حساب مؤشر الأسعار لـ "باش" المكون من:  
 $\mathcal{N}$  أصل في الزمن  $t$  حيث  $P(p)_{t/0}$  بالطريقة التالية:

$$P(p)_{t/0} = \sum_{i=1}^n \frac{q_t^i \times p_t^i}{q_0^i \times p_0^i}$$

حيث  $P(p)_{t/0}$ : مؤشر باش.

$q_t^i$ : عدد الأصول  $i$  في الزمن  $t$ .

$p_t^i$  و  $p_0^i$ : تمثلان على الترتيب سعر الأصل  $i$  في الزمن  $0$  و  $t$ .

\* **مؤشر فيشر:**

هو المؤشر الذي يتوافق مع المتوسط الهندسي لمؤشر لاسبيرروباش. هذا الذي يسمح بتجنب انحرافات محتملة تدخل عند ترجيح أوزان عميقة التغير.

مؤشر فيشر يكتب كما يلي:  $F(p)_{t/0}$

$$F(p)_{t/0} = \sqrt{L(p)_{t/0} \times P(p)_{t/0}}$$

حيث:  $F(p)_{t/0}$ : مؤشر فيشر.

$L(p)_{t/0}$ : مؤشر لاسبيرر.

$P(p)_{t/0}$ : مؤشر باش.

**ثانياً: طرق تقدير المؤشرات:**

بصورة عامة يناسب مؤشر السوق للمقارنة بين قيمة عند الزمن  $t$  والقيمة عن زمن الأصلي للمؤشرات المعدلة (المحكمة) بمعامل للحصول على تواصل واستمرار المؤشر بلحظة الاحتمالات المعلومة على أصل، مثل توزيع أو تخصيص أسهم مجانية أو عمليات رأسمالية، أو بكل بساطة تغيرات العينة التي تحسب بحساب المؤشر.

إن ترجيح أسعار القيم يمكن أن يكون محقق، بمختلف الطرق، فالبعض يأخذ بالترجيح على أساس الأسعار، والبعض بالترجيح على أساس تساوي الأوزان، أو على أساس رسملة السوق أو الترجيح على أساس التعويم، واللجوء إلى طريقة وأخرى يمكن أن تقود إلى توقعات مختلفة الأداء<sup>(1)</sup>.

• **المؤشر المرجح على أساس أسعار الأسهم الفردية:**

يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة الشركة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر. وعلى هذا فإن المؤشر المرجح على أساس الأسعار هو حصيلة حساب الوسط الحسابي لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إلا أن أي زيادة في سعر السهم هو ارتفاع في تطور المؤشر مهما كانت رسملته في السوق حيث:

$$I_t = I_0 \gamma \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t}}{K \times P_{i,0}}$$

حيث  $I_0$ : مؤشر البداية للمستوى المبدئي للمؤشر، عادة يؤخذ مباشرة 100

$P_{i,0}$ : سعر الأصل في زمن البداية لدخوله المؤشر.

$P_{i,t}$ : هو سعر الأصل عند الزمن  $t$ .

$K$ : معامل تحكيم ( تعديل ) لأجل تصحيح المؤشر من عملية على الأصول أو تغيير تكوين المؤشر ومن أمثلة المؤشرات المرجحة على أساس السعر: مؤشر داوجونز الصناعي ومؤشر نيكاي لسوق الأوراق المالية في اليابان.

• **المؤشر المرجح على أساس تساوي الأوزان:**

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن تساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم، والذي يعادل مقلوب سعر السهم، ومن ثم فإن الوزن المتساوي للأسهم في معامل الترجيح، وهي طريقة نادرة جدا في الاستخدام كما أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم.

• **المؤشر المرجح على أساس القيمة:**

(1) العديد من المراجع:

- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ص. 252-254. يتصرف.  
- زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية، مرجع سابق، ص ص. 164-168. يتصرف.  
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية النقود، دار المعتز، الأردن، ط1، 2004، ص ص. 216-217.  
- Erwan le sa , opcite , p p.179-181.

يشير إلى مبدأ منهجي معتدل، من خلال أن أهمية الشركة المسجلة في سوق الأوراق المالية يجب أن تكون محفوظة في المؤشر، فالشركات التي تظهر في المؤشر تكون مرجحة من خلال رسميتها في السوق، أي من خلال القيمة السوقية لأسهمها الكلية ( السعر لا الكمية )، والمؤشر يحسب كما يلي:

$$I_i = I_0 \sum_{i=1}^n \frac{Q_i^t \times P_i^t}{K_t \times CB_0}$$

حيث:

$I_0$  يشير إلى المستوى المبدئي للمؤشر.

$Q_{i,t}$ : عدد الأصول المقبولة عند تقسيم الأصل  $i$  في الزمن  $t$ .

$P_{i,t}$ : سعر الأصل عند الفترة  $t$ .

$CB_0$ : تتعلق برسملة السوق عند الزمن المرجعي (الأساس).

$K_t$ : معامل التحكيم ( التعديل ) لأجل تصحيح رسملة السوق الأصلية في حالة عمليات على

الأصول، أو تغير بتكوين المؤشر بسبب الاشتقاق أو الاندماج مثلاً.

ومن أمثلة المؤشرات المنية على أساس القيمة: ستاند أندبور 500، تويكس، فاينشال كايمز

.100

#### • الترجيح على أساس التعويم:

منذ زمن قصير ترك الترجيح على أساس التعويم، وتعويم الأصل يتعلق بعدد الأسهم الحساسة كونها متداولة في السوق، والتعويم يمكن أن يكون محدود من خلال حيازة من طرف الجمهور فيالسوق، كما أن معظم الشركات المنظمة من رسملة السوق مرتفعة، إضافة إلى أن وزنها مرتفع في المؤشر ويمكن كتابة المؤشر المرجح على أساس التعويم كما يلي:

$$I_t = I_0 \times \sum_{i=1}^n \frac{F_{i,j}^t \times P_j^t}{K \cdot fP_0 t_0}$$

حيث:  $F_{i,t}$ : تتعلق بعدد الأصول الحقيقية في التداول.

ومن أمثلة المؤشرات المرجحة على أساس التعويم يوجد: مؤشر  $CAC 40$  الفرنسي.





## خلاصة:

توجد أسواق الأوراق المالية لجميع بين المستثمرين والبائعين للأوراق المالية فهو بذلك الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية التبادل للأصول المالية، وتعتبر الشركات الشريان الرئيسي للأداء الاقتصادي في أسواق الأوراق المالية بإصدارها الأوراق المالية التي تمثل السلعة الرئيسية المتداولة في هذه السوق.

إن المستثمر الذي يرغب ببيع أو شراء الأوراق المالية يعتمد على وجود اختلافات في أسعار الأوراق المالية السوقية ويحاول الاستفادة من هذه الاختلافات لصالحه وللقيام بذلك فإن المستثمر المرتقب يستخدم أساليب وإجراءات تحليلية معينة.

لقد تم التطرق للمؤشرات باعتبارها المصدر للمعلومات التي يحتاج إليها المستثمرين في الأوراق المالية، حيث تعكس هذه المؤشرات الحالة التي عليها السوق.

## الفصل الثاني: المعلومات المالية وتحديد مخاطر الاستثمار المالي.

### مقدمة

تعتبر المحاسبة المالية نظام لإنتاج وتوصيل المعلومات المالية للأطراف المعنية، وتعد القوائم المالية التي تقوم الشركة بإعدادها خلال فترة معينة المصدر الرئيسي لهذه المعلومات، التي تعكس كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتخفيض تكاليف الحصول عليها، فالمعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على معرفة المركز المالي والأرباح المحققة للشركة لتقدير التدفق النقدي الذي يتوقعون الحصول عليه مستقبلاً، وتقدير درجة المخاطر المرتبطة بالأسهم. وبذلك تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين فيه.

إن عدم توفر المعلومات المالية بدرجة كافية يؤدي إلى استمرار الخلل في الأسعار وعدم إمكانية الوصول إلى كفاءة في السوق، ويترتب على ذلك تقلبات حادة داخل السوق إضافة إلى تحقيق أرباح غير عادية أو حتى خسائر غير عادية الأمر الذي يقلل الثقة في سوق الأوراق المالية.

تعتبر المعلومة المالية عصب القرارات الاستثمارية، 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.

## II.1.1. مفهوم المعلومة المالية:

### أولاً: تعريف المعلومة المالية:

تعرف المعلومة المالية على أنها "هي المعرفة التي تنتج عن عمليات معالجة البيانات المالية وتساعد متخذي القرارات في أي شركة على اتخاذ القرارات المالية اللازمة لهم، من خلال الاعتماد على الطرق التحليلية والإستنتاجية بشكل أكبر من الاعتماد على طريقة التخمين أو الحكم الحدسي، والتي تضطر الإدارة إلى اللجوء إليها في غياب المعلومات(1)".

وفي تعريف آخر تعرف على أنها " بيانات مالية تم تشغيلها بطريقة معينة أدت إلى الحصول على نتائج ذات معنى مفيد لمستخدميها(2)".

تجدر الإشارة هنا إلى وجود نوعين من المعلومات المالية، أحدهما إجباري والآخر اختياري:

### أ. المعلومة المالية الإجبارية:

تكون مطلوبة بقوة القانون، متمثلاً في إلزام الشركات بمسك الدفاتر وحفظ السجلات(4) والمستندات وإنتاج التقارير المالية، وهناك أيضاً معلومات مالية إجبارية تلزمها طبيعة العمل في الشركة في مجال الأعمال مثل المعلومات المالية عن الأجور، المرتبات، العملاء والموردين.

### ب. المعلومة المالية الاختيارية:

مثل أنظمة الموازنات، وأنظمة محاسبة المسؤولية، والتقارير الخاصة للإدارة الداخلية، ويمكن أن تعمل الشركة وتستمر في البقاء بدون وجود هذه النظم الاختيارية(3)".

### ثانياً: خصائص المعلومة المالية:

الخصائص الأساسية للمعلومة المالية هي الخصائص النوعية التي تجعل المعلومات المزودة في القوائم المالية مفيدة للمستخدمين، ويمكن إيجاز هذه الخصائص فيما يلي(4):

### أ. القابلية للفهم «Understanding»:

وهي قابلية المعلومات المالية للفهم من قبل المستخدمين، لهذا الغرض فإنه من المفترض أن لدى المستخدمين مستوى معقول من المعرفة في النشاطات المالية والاقتصادية.

(1) علاء عبد الرزاق السالمي، نظم ادارة المعلومات، المنظمة العربية للتنمية، مصر، 2003، ص 8.

(2) احمد حسين علي حسين، نظم المعلومات المحاسبية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 25.

(3) احمد حسين علي حسين، المرجع السابق، ص 48.

(4) Copyright Eurl Pages Bleues ,Le Systeme Comptable Financier , Pages Bleues ,Algérie , 2008 ,p.16.

## ب. الملائمة "Relevance":

يجب أن تكون ملائمة لحاجات صناع القرارات، وتمتلك المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين الداخليين والخارجيين وذلك بمساعدتهم على تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية.

## ج. القابلية للمقارنة "Comparability":

هناك حاجة ملحة لمقارنة القوائم المالية للشركة عبر الزمن، من أجل تحديد الاتجاهات في المركز المالي، وفي تقييم الأداء، كما يجب أن يكون بالإمكان مقارنة القوائم المالية للشركات المختلفة من أجل التقييم، ولذلك تظهر الحاجة إلى الإفصاح عن السياسات المحاسبية المستخدمة في إعداد القوائم المالية، وأي تغييرات في هذه السياسات.

كما تتصف المعلومة المالية بالخصائص التالية<sup>(1)</sup>:

## د. المادية (الأهمية النسبية) "Materiality":

تعتبر المعلومات المالية ذات أهمية نسبية إذا كان حذفها أو تحريفها يمكن أن يؤثر على القرارات الاقتصادية التي يتخذها المستخدمون اعتماداً على القوائم المالية، وتعتمد الأهمية النسبية على حجم البند أو الخطأ المقدر في ضوء الظروف الخاصة للحذف أو التحريف.

## هـ. الموثوقية "Reliability":

حيث يجب أن تتوفر فيها درجة كافية من الثقة وذلك حتى يصبح بالإمكان الاعتماد عليها، وتمتلك المعلومات هذه الخاصية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة ومن التحيز، وكان بإمكان المستخدمين الاعتماد عليها كمعلومات تعبر بصدق كما يقصد أن تعبر عنه أو من المتوقع أن تعبر عنه.

## و. التمثيل الصادق "Faithfulness":

أي أن تمثل المعلومات بصدق العمليات والأحداث المالية التي يفهم أنها تمثلها أو من المتوقع أن تعبر عنها وهكذا فعلى سبيل المثال يجب أن تمثل الحسابات الختامية وفي مقدمتها المركز المالي بصدق العمليات والأحداث المالية.

(1) أحمد حلمي وآخرون، نظم المعلومات المحاسبية، دار المناهج، الأردن، ط1، 2007، ص ص. 18-20.

ن. الجوهر فوق الشكل " *Substance Over all* " :

أي لكي تمثل المعلومات تمثيلاً صادقاً للعمليات المالية والأحداث الأخرى التي يفهم أنها تمثلها، فمن الضروري أن تكون قد تمت المحاسبة عنها وقدمت طبقاً لجوهرها وحقيقتها الاقتصادية وليس لمجرد شكلها القانوني.

ي. الحياد " *Neutrality* " :

يجب أن تكون المعلومات خالية من التحيز، ولا تعتبر قوائم المالية محايدة إذا كانت طريقة اختبار أو عرض المعلومات تؤثر على صنع القرار أو الحكم بهدف تحقيق نتيجة محددة مسبقاً.

س. الحيطة والحذر " *Conservation* " :

يقصد بها تبني درجة من الحذر في وضع التقديرات المختلفة.

ش. الاكتمال " *Coplet* " :

حيث أن أي حذف في المعلومات يمكن أن يجعلها خاطئة أو مضللة وهكذا تصبح غير مكتملة.

II. 2.1. مصادر المعلومة المالية:

يمكن تقسيم مصادر المعلومة المالية اللازمة لتحليل أي شركة إلى نوعين رئيسيين هما(1):

أولاً: مصادر داخلية: من الشركة نفسها، وتشمل ما يلي:

أ. القوائم المالية الأساسية:

وتشمل أربع قوائم مالية أساسية هي قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التغيرات في حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.

ب. المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية:

وتعد تلك الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة، وتوفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

ج. التقارير المؤقتة:

والتي تقدم على مدار السنة (نصف سنوية أو ربع سنوية).

د. تقارير مجلس الإدارة:

والتي تحتوي على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

هـ. تقرير مراقب الحسابات:

(1) طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص ص 417-419.

وما قد يحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها.

و. قوائم تنبؤات الإدارة.

ز. معلومات أخرى.

ثانياً: مصادر خارجية:

يعتبر من المفيد عند تحليل المعلومات المالية لشركة معينة، مقارنتها بما هو قائم في الشركات المنافسة، ولذلك يعد تجميع معلومات عن الصناعة التي تعمل فيها الشركة مفيداً لعملية التحليل، ويضاف إلى ذلك تجميع بيانات عن الاقتصاد بصفة عامة، وبيانات عن ظروف المنافسة الدولية وأثر الاتفاقيات الدولية على تلك الصناعة.

### 3.1.II. أهمية المعلومة المالية:

تكتسب المعلومة المالية أهميتها وفعاليتها من الحيز الذي تحتله داخل المحتوى الكامل من المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار، حيث تعمل على توفير مجموعة من المعلومات الملائمة وذات المصدقية التي تساعد المستثمرين في تقييم بدائل الاستثمار واختيار البديل الأفضل وما يترتب على ذلك من التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية، فلن تستطيع سوق الأوراق المالية القيام بدورها بكفاءة وفعالية إلا في ظل وجود نظام جيد للمعلومات، يعتبر الأساس الذي سبني عليه المستثمر كافة قراراته، وتعطي سوق الأوراق المالية أهمية كبرى لإعداد المعلومات المالية ونشرها بصفة دورية للمستثمرين، كأن يتم الإفصاح عنها في أوقات محددة مثل قوائم ربع سنوية، ولا شك أن تلك المعلومات المالية تعد المصدر الأساسي في وضع وإنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

عموماً يمكن إجمال أهمية المعلومة المالية في النقاط التالية<sup>(2)</sup>:

✓ المعلومة المالية تاريخية أو حالية أو مستقبلية، تلعب دوراً أساسياً في الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية.

✓ تمكن المعلومات المالية المستثمرين من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر، وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الارتفاع في قيمة الأسهم.

✓ تمكن المعلومات المالية المستثمرين من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر، وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الارتفاع في قيمة الأسهم.

(1) أمين السيد أحمد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ط1، 2008، ص. 13.  
(2) كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي، مصر، 2006، ص. 21.

✓ تساعد المستثمرين في تقدير حجم أو درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم وتتمثل في درجة التباين لعائد سوق الأوراق المالية، التي قد تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق وهي ما تسمى بدرجة المخاطرة المنتظمة، وكذلك درجة المخاطرة الناتجة من متغيرات راجعة للشركة نفسها والتي تسمى بدرجة المخاطرة غير المنتظمة.

✓ مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة للأوراق المالية، وذلك بهدف تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات.

## 2.II. عرض المعلومة المالية:

تمثل القوائم المالية والتقارير المالية وسيلة الإدارة الأساسية في الاتصال بالأطراف المهتمة بأنشطة الشركة، فمن خلالها يمكن لتلك الأطراف التعرف على العناصر الرئيسية المؤثرة على المركز المالي للشركة وما حققته من نتائج.

### 1.2.II. القوائم المالية:

إن الغرض من إعداد القوائم المالية ذات الغرض العام(\*) هو توفير المعلومات حول الوضع المالي للشركة وأداءها المالي بالإضافة إلى كشف التدفقات النقدية للشركة، كل ذلك يتطلب أن يكون مفيدا ونافعا لطبقة واسعة من المستعملين أثناء قيامها بعملية اتخاذ القرارات ولتحقيق هذا الهدف يجب أن تقدم القوائم المالية المعلومات التي من شأنها أن تعكس الأصول، الالتزامات، حقوق الملكية، الأرباح والخسائر بما فيها المكاسب والخسائر والتغيرات في حقوق الملكية والتدفقات النقدية.

مما لا شك فيه أن المعلومات أعلاه مع معلومات أخرى تساعد مستخدمي القوائم المالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المالية المستقبلية ودرجة المخاطرة المرتبطة بها.

### أولاً: تعريف القوائم المالية:

تعتبر القوائم المالية "الوسيلة الرئيسية التي يتم من خلالها توصيل المعلومات إلى الأطراف الخارجية، وتشمل القوائم المالية عادة قائمة المركز المالي (الميزانية العامة)، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، وقائمة الأرباح المحتجزة، كما تشمل أيضا الملاحظات على القوائم والجداول الملحقه التي تعتبر جزء مكمل للقوائم المالية(1)".

يمكن إعطاء تعريف آخر للقوائم المالية على أنها " عبارة عن أرقام تعبر عن العمليات التي قامت بها الشركة خلال السنة المالية، ومرتببة الهدف من إعدادها فهناك قوائم تقيس الوضع الحالي

(\*) يقصد بالقوائم المالية ذات الغرض العام تلك التي يتوقع أن تلبى احتياجات المستعملين الذين لا تتوفر لديهم السلطة على طلب المعلومات التي تتلاءم مع رغباتهم واحتياجاتهم الخاصة.

(1) عقاري مصطفى، عرض القوائم المالية، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، العدد 01، جوان 2007، جامعة بسكرة، الجزائر، ص.13.

للشركة من حيث المديونية والدائنين، وهناك قوائم تقيس الدخل الصافي من حيث الإيرادات والمصروفات، وأخرى تقيس التدفقات النقدية من تدفقات داخلية وأخرى خارجة(1)".

تعرف أيضا القوائم المالية على أنها " قوائم جاءت نتيجة لعمليات المعالجة لعديد المعلومات هذه الأخيرة تكون مجمعة ومحللة وملخصة ومقدمة في القوائم المالية في شكل معنون وكامل(3)".

#### ثانيا: أهداف القوائم المالية:

تعتبر القوائم المالية من أهم التقارير المحاسبية وذات فائدة كبيرة لإدارة الشركة، لأنها توضح مدى نجاحها أو فشلها في استغلالها لكمية الموارد الاقتصادية الموضوعة تحت تصرفها، كما أن القوائم المالية تمثل المصدر الرئيسي للمعلومات المالية للجهات الخارجية التي تهتم أعمال الشركة، وتلخص القوائم المالية عمليات الشركة عن فترة زمنية محددة عادة شهر أو سنة، حيث تظهر المركز المالي للشركة في وقت إعدادها، كما توضح نتائج الأعمال التي أدت إلى الوصول إلى هذا المركز المالي.

وتهدف القوائم المالية إلى المساعدة في تقييم نواحي القوة المالية للشركة وتحديد ربحيتها وتحديد التوقعات المستقبلية لها في مجال المركز المالي والربحية، وتهتم الكثير من الجهات بالحصول على تلك المعلومات، والمستثمرين والعملاء والعمال، كما تهتم الجهات الحكومية بالحصول على تلك القوائم واستخدامها مثال ذلك مصلحة الضرائب وأجهزة الرقابة الحكومية.

وتشتق الأهداف التي تسعى القوائم المالية إلى تحقيقها من احتياجات الجهات الخارجية التي تقوم باستخدام تلك القوائم ولم يكن من المتصور نظريا أو علميا أن تنتج المحاسبة المالية معلومات خاصة لكل طرف بصفة مستقلة، لذلك اقتصر هدف المحاسبة في هذا المجال على توفير معلومات عامة تفي باحتياجات جميع الاطراف بقدر الإمكان، ويتم ذلك من خلال أربعة قوائم هي:

- قائمة الدخل.

- قائمة المركز المالي.

- قائمة التدفقات النقدية وقائمة الارباح المحتجزة.

وتعرف هذه القوائم بأنها ذات اغراض عامة وأهم أهدافها توفير المعلومات للأغراض

التالية(2):

1. توفير معلومات تلائم المستثمرين الحاليين والمحتملين والدائنين لاستخدامها في اتخاذ

القرارات الاستثمارية، ومنح القروض المالية، ومن الضروري أن تكون القوائم المالية

(2) خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2000، ص.101.

(3) Copyright Eurl Pages Bleues, opcite, p.61

(1) محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة( مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، دس ن، ص.133-134.



مفهومة بالنسبة للمستثمرين الدائنين الذين يكون لديهم الماما معقولا بالأنشطة الاقتصادية، التجارية والمحاسبة المالية والذين يكون لديهم الرغبة في بذل الجهد واستنفاد الوقت اللازمين لدراسة تلك القوائم.

2. توفير معلومات تلائم المستثمرين والدائنين على تقدير الاحتمالات والتوقعات النقدية المتعلقة بالأرباح الموزعة والفوائد، وذلك من خلال دراسة وتقويم درجة السيولة للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل.

3. توفير المعلومات المتعلقة بالموارد الاقتصادية للشركة والتي تكون من المحتمل ان يترتب عليها تدفقات نقدية واردة، كما ينبغي أن توضح تلك القوائم التزامات الشركة المتعلقة بتحويل موارد معينة إلى موارد أخرى وقد يترتب عليها تدفقات نقدية محتمل خروجها من الشركة.

4. توفير المعلومات التي تساعد للتعرف على التغيرات التي تطرأ على المركز المالي للشركة، والأسباب التي أدت إلى حدوث هذه التغيرات.

### ثالثاً: أنواع القوائم المالية:

ينفق علماء المحاسبة على أن هناك أربعة قوائم مالية ذات الغرض العام تلبى الاحتياجات المعلوماتية لمعظم المستخدمين الخارجيين، مع التركيز على احتياجات المستثمرين الحاليين والمرتقبين، وهذه القوائم التي ينظمها نظام المحاسبة المالية هي:

#### أ. قائمة المركز المالي أو الميزانية العمومية:

تعتبر الميزانية من أهم القوائم المالية التي تقدمها المحاسبة المالية نظراً لأهمية المعلومات المالية التي تنظمها سواء لأصحاب الشركة أو المستفيدين منها مثل المصارف والمقرضين والمستثمرين وغيرهم، لذلك يجب أن تعد بصورة صحيحة لكي تعبر عن المركز المالي الصحيح للشركة في تاريخ إعدادها، وعلى هذا الأساس فهي عبارة عن قائمة أو كشف يتضمن عناصر الموجودات (الأصول)، وعناصر المطلوبات (الخصوم) الخاصة بالشركة في نهاية السنة المالية، وهي بذلك مرآة صادقة تبين ما تمتلكه الشركة وما عليها من التزامات أو واجبات خلال فترة مالية معينة، ولقائمة المركز المالي أو الميزانية أكثر من شكل وعليه فإن المهم عند إعدادها اختيار الشكل الملائم لطبيعة عمل الشركة من حيث كونها ذات طبيعة تجارية أو صناعية، كما يمكن إعداد الميزانية بجانب واحد (بجهة واحدة)، أو يمكن إعدادها بجانبين، حيث أن الجانبين يجب أن يكونا متساويين في القيمة، و متوازنين دائماً وحسب معادلة الميزانية التي تعتبر المعادلة المحاسبية الأساسية كما يلي:

الأصول = الخصوم.

أو: الأصول = الالتزامات + حقوق أصحاب الشركة.

ويتم تبويب الأصول والخصوم حسب طبيعتها كما يلي<sup>(1)</sup>:

\* **تبويب الأصول:** تبويب الأصول حسب طبيعتها كما يلي:

### 1. أصول متداولة:

وهي الأصول التي تحصل عليها الشركة بقصد المتاجرة بها واستثمارها استثماراً قصيراً الأجل من أجل تحقيق الأرباح اللازمة وبذلك يمكن تحويلها إلى نقد خلال تلك السنة المالية، ويتم إظهارها في مقدمة الميزانية في الشركات التجارية لبيان إمكانية الشركة من تحقيق الأرباح باعتبار الربح يتحقق من خلال دوران رأس المال العامل وكذلك بيان إمكانية الشركة على سداد الديون، وتسلسل الأصول المتداولة حسب السيولة والنقدية فمثلاً (الصندوق، النقود المودعة لدى المصارف، الأوراق المالية القصيرة، أوراق القبض، المدينون وبضاعة آخر المدة).

### 2. أصول ثابتة:

وهي الأصول التي تحصل عليها الشركة لاستخدامها في ممارسة نشاطها الاقتصادي وليس لغرض المتاجرة بها وتحقيق أرباح خلال السنة المالية، أي أنها استثمارات طويلة الأجل، الغرض منها تحقيق منافع خلال السنة الحالية وخلال السنة القادمة وعلى مدار العمر الإنتاجي للأصل، وتقسم الأصول الثابتة إلى قسمين هما:

\* **أصول ثابتة ملموسة:**

مثل الأراضي، المباني، الآلات، المعدات، السيارات، الأثاث والادوات وغيرها.

\* **أصول ثابتة غير ملموسة:**

مثل شهرة المحل، براءة الاختراع، العلامات التجارية وغيرها.

### 3. أرصدة مدينة أخرى:

وتتضمن على سبيل المثال المصروفات المدفوعة مقدماً والإجراءات المستحقة وغير المقبوضة.

\* **تبويب الخصوم:**

(1) العديد من المراجع:

- خليل الدليمي وآخرون، مبادئ المحاسبة المالية، ج1، دار الثقافة، الأردن، ط1، 2004، ص ص. 428-430.

- أحمد رجب عبد العال، مبادئ المحاسبة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995، ص. 477.

- عاطف الأخرس، إيمان الهنيني، مبادئ المحاسبة وتطبيقاتها، ج1، دار البركة، الأردن، ط1، 2000، ص. 276.

تبوب الخصوم بنفس الطريقة التي يتم بموجبها تبويب الأصول في الشركة، حيث تظهر في مقدمة الميزانية الخصوم المتداولة ثم بعدها الخصوم الثابتة أو طويلة الأجل ثم الأرصدة الدائنة الأخرى ثم رأس المال وبذلك فإن الخصوم تبوب إلى المجموعات التالية:

#### 1. خصوم متداولة:

وهي الالتزامات التي يجب سدادها خلال فترة زمنية معينة بشكل متسلسل حسب قصر مدة السداد مثل الموردين وأوراق الدفع والدائنين.

#### 2. خصوم ثابتة:

وهي الخصوم التي يجب سدادها خلال فترة طويلة الأجل أي خلال فترة أكثر من سنة مالية، وتعتبر مصدر للتمويل الذي له صفة الدوام والاستمرار ويرتب في الميزانية حسب طول مدة السداد المطلوبة ومدى إمكانية الاستفادة منها، وتشمل القروض الدائنة طويلة الأجل والتعهدات طويلة الأجل.

#### 3. أرصدة دائنة أخرى:

المصروفات المستحقة وغير المدفوعة والإيرادات المقبوضة مقدما.

#### 4. حقوق أصحاب الشركة:

وتتمثل في رأس المال، الأرباح المحتجزة والسنوية والاحتياطيات أي يفضل إظهار رأس المال وكيفية تطويره خلال السنة المالية ويتم ذلك بإبراز رأس المال برصيده في أول السنة ويطرح منه المحسوبات وصافي الخسارة إن وجدت أو يضاف إليه صافي الربح وبذلك يظهر رأس المال كما هو في تاريخ إعداد الميزانية.

الجدول رقم ( 1-2): الميزانية العمومية من منظور مالي.

أصول	خصوم
<p><b>الموجودات المتداولة:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- نقد.</li> <li>- أوراق مالية قصيرة الأجل.</li> <li>- المخزون السلعي.</li> <li>- أخرى.</li> </ul> <p><b>الموجودات الثابتة:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-المباني.</li> <li>- الآلات والمعدات.</li> <li>- شهرة المحل، الأثاث.</li> <li>- مخصص الاهتلاك.</li> </ul>	<p><b>المطلوبات المتداولة:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- دائنون (الذمم الدائنة).</li> <li>- أوراق الدفع.</li> <li>- مستحقات أخرى.</li> </ul> <p><b>المطلوبات طويلة الأجل:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- قروض طويلة الأجل بفائدة.</li> <li>- سندات بفائدة.</li> <li>- أسهم ممتازة.</li> </ul> <p><b>حق الملكية:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- رأس المال المدفوع (أسهم عادية).</li> <li>- الاحتياطات والأرباح المحتجزة.</li> </ul>
المجموع	المجموع

Source : Béatrice Meumen – Rocher ,*le Diagnostic financier* , groupe Eyrolles, France ,  
4<sup>ème</sup> édition , 2006 , p p. 33-34.

**ب. قائمة الدخل:**

تعتبر قائمة الدخل من أهم القوائم المالية التي تعدها المحاسبة المالية نظرا لأهمية المعلومات المدرجة فيها، فهي تعطي صورة ولمحة لأصحاب الشركة وللمستفيدين منها وللجهات الرسمية التي لها علاقة بعناصر الإيرادات والمصروفات والحجم النوعي لكل منها ومدى مساهمته في تحقيق الربح والخسارة مما يساعدهم في عملية التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات السليمة في المستقبل. إن قائمة الدخل تبين نتيجة عمل الشركة من ربح أو خسارة ناتجة عن المبيعات ومقارنتها مع تكلفتها ومصاريف التشغيل الأخرى بالإضافة إلى الإيرادات الأخرى مثل الفوائد الدائنة وأرباح بيع الأصول الثابتة وإيرادات العقار... الخ(1).

\* **أهمية قائمة الدخل:** تتجلى أهمية قائمة الدخل فيما يلي(2):

1. معرفة نتيجة الأعمال من ربح أو خسارة.

(1) حسام الدين مصطفى الخدّاش، أصول المحاسبة المالية، ج2، دار المسيرة، الأردن، ط3، 2004، ص.313.  
(2) أيمن الشطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، ط1، 2004، ص.187.

2. مهمة بالنسبة للدائنين، حيث يطمئن الدائنين على أموالهم إذا كانت الشركة تحقق ربحاً.
3. مساعدة الإدارة في التخطيط والرقابة وتوزيع الأرباح.
4. مهمتها بالنسبة للشركات القيام بالتحليل المالي، حيث يتم التعرف على المشروعات التي تحقق ربحاً وبالتالي تجنب المستثمرين إليها.

#### الجدول رقم (2-2): قائمة الدخل من منظور مالي.

صافي المبيعات
(تكلفة المبيعات)
اجمالي الربح
(مصروفات تشغيلية ومصاريف اخرى)
اجمالي الربح قبل الاهتلاك
(الاهتلاك السنوي)
صافي الربح قبل الضريبة والفائدة
(الفائدة)
صافي الربح قبل الضريبة
(الضريبة)
صافي الربح
أرباح الأسهم الممتازة
صافي الربح المتاح لجملة الاسهم العادية

المصدر: عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري، الأردن، 2008، ص. 26.

#### ج. قائمة التدفقات النقدية:

هي القائمة التي تفسر لنا المتحصلات النقدية والمدفوعات النقدية التي حدثت خلال فترة، أي توضح لنا من أين أتت النقدية وأين أنفقت، وتفسر لنا أسباب التغير في رصيد النقدية وهذه المعلومات لا يمكن أن نصل إليها باستخدام القوائم المالية الأخرى فقط، ولقد صممت قائمة التدفقات النقدية لكي تحقق الأغراض التالية<sup>(1)</sup>:

✓ التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، فالنقدية هي التي تستخدم في سداد المتطلبات والتوزيعات، وفي معظم الحالات فإن المتحصلات والمدفوعات النقدية التاريخية تقدم تنبؤات جيدة للتدفقات المستقبلية.

(1) طارق عبد العال حماد، التقارير المالية (أسس الأعداد والعرض والتحليل)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص. 269.

✓ تقييم قرارات الإدارة، فإذا قام المديرين باتخاذ قرارات استثمارية جيدة فإن أعمالهم سوف تزدهر، أما إذا قاموا باتخاذ قرارات استثمارية غير جيدة فإن الشركات التي يديرونها سوف تعاني، وتقدم قائمة التدفقات النقدية معلومات عن الاستثمارات في الشركة وهو ما يوفر معلومات للمستثمرين والدائنين عن التدفقات النقدية من أجل تقييم قرارات الإدارة.

✓ تحديد قدرة الشركة على سداد توزيعات الأرباح للمساهمين وسداد فوائد وأصل الدين للدائنين، ويهتم المساهمون بالحصول على توزيعات أرباح استثماراتهم، كما يهتم الدائنون بالحصول على الفوائد وأصل الدين في المواعيد المحددة لذلك.

✓ تبين قائمة التدفقات النقدية العلاقة بين صافي الدخل والتغير في النقدية المتاحة لدى الشركة، وعادة فإن النقدية وصافي الدخل يتحركان معا فالمستوى المرتفع من الدخل يقود إلى حدوث زيادة في النقدية والعكس بالعكس، ومع ذلك فإن رصيد النقدية يمكن أن ينخفض مع تحقيق الشركة لأرباح مرتفعة، وكذلك يمكن أن يزيد مستوى النقدية مع تحقيق الشركة لأرباح منخفضة.

ويتم تقسيم التدفقات النقدية تبعا لأنشطة الشركة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وتتضمن الأنشطة التشغيلية أساسا جميع المتحصلات والمدفوعات النقدية المرتبطة بالأنشطة الأساسية للشركة، وهو إنتاج سلع أو تقديم خدمات للعملاء، أما الأنشطة الاستثمارية فتتضمن المدفوعات النقدية المرتبطة بشراء وبيع الأصول الثابتة والاستثمارات، بينما تتضمن الأنشطة التمويلية والمتحصلات والمدفوعات النقدية الناتجة من الحصول على تمويل من المساهمين أو الدائنين أو سداد لتوزيعات أرباح أو أقساط القروض.

ويوضح الجدول التالي مثلا شاملا للتدفقات النقدية مبنية طبقا للأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية<sup>(1)</sup>.

### الجدول رقم (2-3) : العناصر الرئيسية المكونة لقائمة التدفقات النقدية.

الأنشطة التشغيلية:	
التدفقات النقدية الداخلة ( المتحصلات ) من:	
-	بيع السلع والخدمات
-	عوائد على استثمارات مالية
التدفقات النقدية الخارجة ( المدفوعات ) السداد:	
-	مستحقات موردي السلع
-	أجور العاملين
-	الضرائب
-	الفوائد المدبنة على القروض والتسهيلات الائتمانية

(1) عدنان تايه النعيمي

**المصدر:** أمين السيد احمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طر، 2007، ص. 614.

ومما سبق نجد أن قائمة التدفقات النقدية قائمة أساسية وإلزامية تفصح عن المصادر التي تأتي منها النقدية وكيفية إنفاقها وهي مثل قائمتي الدخل والمركز المالي تمكن المستثمرين والدائنين من اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة(\*) .

**د. قائمة الأرباح المحتجزة:**

---

(\*) لمزيد من التفصيل انظر: أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص. 276.

يظهر حساب الأرباح المحتجزة ضمن قطاع حقوق الملكية في الميزانية العمومية وهو يمثل إجمالي صافي الدخل التي حققتها الشركة منذ تكوينها مطروحا منها إجمالي صافي الخسائر وكل التوزيعات ( المسحوبات) التي دفعت للمساهمين، ومن أسباب التمييز بين الأرباح المحتجزة ورأس المال المدفوع من قبل الملاك فإن الشركات لا تستطيع من ناحية دفع التوزيعات التي تزيد عن رصيد الأرباح المحتجزة، فضلا عن ذلك فإن هذا التمييز يفصح عن معلومة مالية لها دلالة حيث يفرق بين حقوق الملكية الناتجة من الأموال المستثمرة وبمعرفة الملاك والمبالغ المتولدة والمحتجزة من العمليات في السنوات السابقة، هذا وتعتبر قائمة الأرباح المحتجزة إحدى القوائم المالية الأربع التي تصدرها الشركات للأطراف الخارجية، وهي تعتبر في جوهرها وسيلة للإفصاح عن التغيرات التي تطرأ على رصيد الأرباح المحتجزة أول الفترة وصولا إلى رصيد آخر الفترة، وقد يتم تخصيص جزء من الأرباح المحتجزة لتحقيق أغراض مختلفة مثل تمويل عمليات التوسع أو سداد قرض سندات، وعندئذ تكون هناك أرباح محتجزة مقيدة وأخرى غير مقيدة، وهي التي تكون متاحة للتوزيع على الملاك فضلا عن ذلك قد يطرأ تغيير على حساب الأرباح المحتجزة نتيجة تعديلات الفترات السابقة(1).

وكخلاصة لما تم تناوله سابقا، تعتبر القوائم المالية الخارجية ذات الغرض العام المصدر الوحيد للمعلومات المالية التي يحتاج إليها المستفيدين الخارجيين في اتخاذ قراراتهم، وطالما اتسعت قاعدة المستعملين للقوائم المالية، فإننا نتوقع اختلافا في اهتماماتهم ومن ثم في قراراتهم، وتصبح القوائم المالية في نظر البعض من المستعملين خالية من بعض المعلومات التي يتوقف عليها اتخاذ تلك القرارات، غير أن ذلك في اعتقادنا لا ينقص من أهمية القوائم المالية، لأن ليس من وظائف القوائم المالية ذات الغرض العام إنتاج وعرض جميع المعلومات التي يتطلبها اتخاذ القرارات المتعلقة بشركة معينة، وتفاديا لهذا النقص فإنه يمكن للشركة أن تقوم بالإفصاح الكافي عن المعلومات التي تعتقد أنها ضرورية لاستخدامات معينة في القوائم المكملة.

## II.2.2. تحليل القوائم المالية:

القوائم المالية باعتبارها محل عرض المعلومات المالية التي يتم الاستناد عليها في اتخاذ القرارات، تخضع لعملية التحليل بغرض الإجابة عن تساؤلات مستخدمي هذه القوائم المالية باختلاف فئاتهم حول مكونات الأداء المستقبلي للشركة التي تخصها تلك القوائم.

### أولا: تعريف التحليل المالي للقوائم المالية:

(1) وصفي عبد الفتاح وآخرون، المحاسبة المالية ( المدخل النظري قياس وتقييم الأصول قصير الأجل)، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص.197.



يعرف التحليل المالي للقوائم على أنه " عملية إجرائية لنظام المعلومات المحاسبي، تهدف إلى تقديم المعلومات من واقع القوائم المالية المنشورة ومعلومات أخرى مالية وغير مالية، بهدف مساعدة المستفيدين من اتخاذ قراراتهم الاقتصادية<sup>(1)</sup>".

وفي تعريف آخر للتحليل المالي يعرف على أنه " عملية تحويل الكم الهائل من البيانات المالية التاريخية، المدونة بالقوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرار<sup>(2)</sup>".

### ثانياً) أهداف التحليل المالي للقوائم المالية:

يهدف التحليل المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المالية من خلال قراءة وتفسير البيانات المالية وتشكيلها بطريقة تساعد فئات مختلفة على اتخاذ القرار المالي المتعلق بنشاطات وعمليات مالية مختلفة، ومن الأهداف التي يسعى التحليل المالي إلى تحقيقها ما يلي<sup>(3)</sup>:

- ✓ تحديد المركز المالي للشركة وتحديد قيمتها السوقية.
- ✓ تحديد مركز الشركة الائتماني سواء كان قدرة الشركة على الاقتراض أو قدرتها على خدمة دينها.
- ✓ تحديد نسبة المخاطر المحيطة بكل عملية مالية أو نشاط استثماري.
- ✓ تحديد اتجاهات الشركة وطريقة أداءها وسياساتها المالية وأحكام الرقابة الداخلية.
- ✓ تحديد فعالية وجدوى الاستثمار في كل نشاط.
- ✓ المساعدة في اتخاذ القرارات المالية بأقل تكلفة وأعلى عائد.
- ✓ تقديم المعلومات المالية الجاهزة التي تساعد المسؤولين في كلّ المواقع عند اتخاذ القرارات التي لها أثر مالي.
- ✓ توجيه أصحاب الأموال الراغبين بالاستثمار إلى مجالات الاستثمار المختلفة والعائد المتوقع من كل مجال.
- ✓ تحديد نسبة العائد المتوقع على أموال الملاك في كل شركة ودرجة المخاطرة المرافقة لها.

- ✓ تحديد نسبة نجاح الشركة في تحقيق أهدافها، ونسبة الأرباح المحققة.
- ✓ التعرف على نقاط الضعف في الشركة واقتراح الحلول والتوصيات الكفيلة بمعالجتها.

### ثالثاً: أساليب التحليل المالي للقوائم المالية:

تتعدد أساليب تحليل القوائم المالية ارتباطاً بمدى ملاءمتها مع أهداف القائم بعملية التحليل، ومن أهم هذه الأساليب أسلوب القوائم المالية المقارنة، وأسلوب النسب المالية.

(1) مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية، دار المسيرة، الأردن، 2006، ص.71.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.75.

(3) هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر، الأردن، ط1، 2000، ص.166-167.

## أ. أسلوب القوائم المالية المقارنة:

يعتمد إعداد هذه القوائم على دراسة ومقارنة مفردات القوائم المالية لعدد من السنوات، ومن خلال هذه المقارنة يتم التعرف على الاتجاه العام للعناصر الضرورية المؤثرة وفقاً لهدف القائم بالتحليل، ويستخدم لإعداد هذه القوائم مدخلين هما:

**مدخل التحليل الأفقي ومدخل التحليل الرأسي:**

**\* مدخل التحليل الأفقي للقوائم المالية:**

يقصد بهذا النوع من التحليل مقارنة البيانات الواردة في القوائم المالية لشركة معينة مع بعضها ولعدد معين من الفقرات المالية المتتالية لتحديد التغيرات التي طرأت خلال الفترات الزمنية موضوع البحث، والاستفادة من هذه التغيرات من خلال تحليلها واتخاذ قرارات لاحقة بشأنها، وتعتبر الفترة الأولى هي فترة ( سنة ) الأساس وبحسب التغير وفق المعادلة التالية(1):

$$\text{نسبة التغير} = \frac{\text{القيمة في آخر الفترة ( سنة المقارنة )} - \text{القيمة في سنة الأساس}}{\text{القيمة في سنة الأساس}} \times 100 \%$$

تقوم الإدارة أو المحلل المالي بإعطاء تفسير لهذه التغيرات ووضع ما يعتقد من مسببات ورفع التوصيات التي تساعد في عملية اتخاذ القرارات، فالتحليل الأفقي يمثل دراسة اتجاهية، وقد اعتمده الكثير من الشركات لأهميته، ويعززه في ذلك الرسوم البيانية التي تظهرها حالة المقارنة، وقد يعطي هذا النوع من التحليل نتيجة أدق كلما زادت سنوات المقارنة.

**\* مدخل التحليل الرأسي للقوائم المالية:**

يعتمد هذا النوع من التحليل على دراسة بعض فقرات القوائم المالية باستخدام النسب التي تمثل كل فقرة مقاسة بإحدى الفقرات التي يتم إعدادها كأساس لاستخلاص النسب الأخرى، ويعتمد هذا النوع من التحليل على الهيكل العام للقائمة المالية، فقد يعتمد مجموع الأصول مثلاً كأساس يحسب على ضوءه نسب فقرات الأصول الأخرى، أو اعتماد إجمالي الخصوم وحقوق الملكية كأساس لاستخراج نسبة كل فقرة تشكل هذه الحسابات بصورة مئوية أي بنسبة 100 % وهي تبين علاقة المكونات بالكل أو المجموع ولا تشمل علاقة المكونات ببعضها البعض، ولا يستخدم هذا التحليل في دراسة الاتجاهات(1).

**ب. أسلوب النسب المالية:**

(1) خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والأفصاح المحاسبي، دار المسيرة، الاردن، ط1، 2000، ص.87.

(1) عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص.334.

يستند استخدام أسلوب النسب المالية كأداة لتحليل القوائم المالية على علاقات منطقية بين أنشطة المشروع من ناحية وبين ما تعكسه هذه الأنشطة من معلومات تنطوي عليها القوائم المالية لهذا المشروع، وتمثل النسب المالية العلاقة بين مفردتين أو أكثر من مفردات القوائم والتقارير المالية، ويعتمد القائم بالتحليل على تفسير مدلول تلك العلاقة (النسبة) من خلال مقارنتها مع نسب معيارية أو نمطية متعارف عليها في مجال التحليل المالي، أو مقارنتها مع النسب السائدة في الصناعة أو التجارة التي تنتمي إليها الشركة التي يتم تحليل قوائمها وتقاريرها المالية.

تتعدد النسب المالية التي تستخدم في تحليل القوائم المالية، ويمكن تصنيفها إلى خمسة مجموعات هي (1):

- ✓ نسب تحليل السيولة.
- ✓ نسب تحليل الربحية.
- ✓ نسب تحليل النشاط.
- ✓ نسب تحليل الاقتراض.
- ✓ نسب تحليل التغطية.

#### \* نسب تحليل السيولة:

تقيس قدرة الشركة على أداء الالتزامات قصيرة الأجل باستعمال النقدية أو الأصول المتداولة وتعتبر هذه النسب مؤشرا على إمكانية الإفلاس في حالة عدم قدرة الشركة على الوفاء بهذه الالتزامات، ومن أهم هذه النسب نسبة التداول، ونسبة التداول السريع.

---

(2) محمد عباس بدوي، المحاسبة وتحليل القوائم المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص ص. 299 - 300.

### \* نسب تحليل الربحية:

تقيس قدرة الشركة على تحقيق أرباح جراء المبيعات، وكذلك تقيس الأرباح على كل دينار مستثمر، ومنه نسب الربحية تعد مقياسا لكفاءة الإدارة في التحكم بالتكاليف ومن أهم نسب الربحية، نسبة الهامش المجمع للربح، هامش صافي ربح العمليات والقوة الإيرادية.

### \* نسب تحليل النشاط:

تقيس كفاءة إدارة الأصول، أي الاستفادة من الأصول بصورة فعالة، ومنه فعدم الاستعمال الكامل لأصول الشركة من شأنه أن يضيع فرص البيع، والتي تؤثر سلبا على ربحية الشركة، وبالتالي القيمة السوقية لأسهمها، ومن أهم نسب النشاط، نجد معدل دوران المخزون ومعدل دوران الأصول المتداولة.

### \* نسب تحليل الاقتراض:

هي النسب التي تقيس درجة المديونية ومدى اعتماد الشركة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها، وعلى المحلل الأساسي أن يدرس الجوانب الإيجابية والسلبية لزيادة هذه النسبة، لأن كما هو معروف أن الأموال المقترضة أقل تكلفة مقارنة بالمصاريف الأخرى نظرا للوفرات الضريبية التي تمنحها، وهو الجانب الإيجابي، كما أنها تزيد من خطر الإفلاس وهو الجانب السلبي، ومن أهم هذه النسب نسبة القروض إلى الأصول ونسبة القروض إلى حقوق الملكية.

### \* نسبة تحليل التغطية:

تقيس مدى قدرة الشركة على تغطية التكاليف الثابتة بصفة عامة وتغطية فوائد القروض بصفة خاصة، وهي كذلك مؤشر مهم للإفلاس الذي قد تتعرض له الشركة، ومن أهمها معدل تغطية الفوائد ومعدل تغطية التكاليف الثابتة.

### 3.II. كفاءة سوق الأوراق المالية:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات خاصة المالية منها تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة تلك المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوى.

### 1.3.II. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية المتعلقة بالشركة التي قامت بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة، مثل إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه المعلومات المالية، والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع

الأوراق المالية، حيث يتولد عن هذه العلاقة مفهوم أثار اهتمام الكثيرين سواء على الصعيد النظري أو التطبيقي، وهو مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

### أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعددت التعاريف التي وضعها الباحثون حول كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أنها تحمل جميعها تقريبا نفس المعنى، ومن هذه التعاريف نجد:

السوق الكفؤة هي: "التي يعكس سعر السهم فيها التوقعات بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لهل هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو الأهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وليس مبالغ فيها(1)".

تعرف أيضا كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها "السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره الشركة مع كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو الأسابيع أو السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة عن أداء الشركة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمتها الحقيقية التي يتولد عليها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه(2)".

وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية على أنها " السوق التي تعكس سرعة وملائمة استجابة سعر السهم للمعلومات الجديدة، أين يجد المستثمر امتيازات لتحقيق دوما ربح أوفر في ظل هذه السوق(3)".

### ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة:

(1) مثنى عبد الاله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية(الأسس والمقترحات)، مداخلة مقدمة في ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11، ص.4.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999. ص.38.

(3) Aswath Damodaran, **Finance D'entreprise**, Nouveau Horizons, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2007,p.214.

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفؤة<sup>(1)</sup>:

- ✓ يتصف المتعاملون في هذه السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- ✓ المعلومات المتاحة للجميع من مقرضين ومستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية ومراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- ✓ حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- ✓ وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- ✓ في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد لا يكفي لتعويض كل مستثمر من المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.
- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في<sup>(2)</sup>:
- ✓ إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يعرف قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- ✓ توفير المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

(1) سعيد حميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، أم القرى، الاسكندرية، 2001، ص.368.  
(2) محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص.132.

## II.3.2. أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق الأوراق المالية وهما(1):

### أولاً: 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 متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

1. شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
2. حرية المعاملات من أية قيود وتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج. أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم والشركة التي يرغب فيها.
3. تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
4. رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

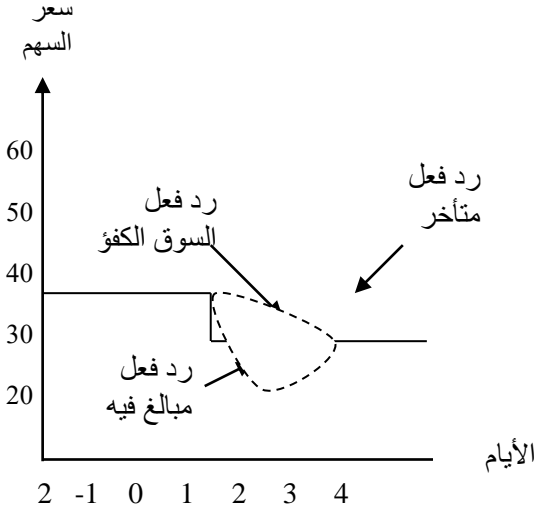
### ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات، الضرائب، نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم. والشكل التالي يوضح مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية:

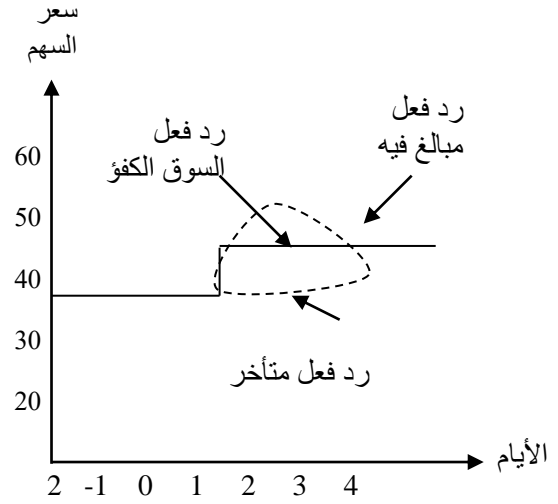
(1) مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010، جامعة خضير محمد، بسكرة، الجزائر، ص.183.

الشكل رقم (1-2) : التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

شكل (أ): رد فعل السوق بعد وصول معلومات محطة ( انخفاض الأسعار)



شكل (أ): رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة ( ارتفاع الأسعار)



المصدر: عباس كاظم العجمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار هناء، عمان، ط1، 2010، ص. 216.

نستنتج من خلال الشكل ما يلي:

في حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن أداء إحدى الشركات سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية وهذا ما يوضحه الشكل (أ).

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك ينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، وهذا ما يجعل المستثمرين لا يحققون أرباح، حيث يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق وهو ما يوضحه الشكل (ب).



### 3.3.II. الصيغ المختلفة للكفاءة في سوق الأوراق المالية:

إن سوق الأوراق المالية الكفؤة هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ومن الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة:

#### أولاً: الصيغة الضعيفة:

تعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، إذ بموجب هذا النموذج أسعار الأسهم والسندات يفترض أن تعكس معلومات ضمنية مستقاة من التسلسل التاريخي للأسعار، هذا ما يجعل من غير الممكن أن يحقق المستثمرين بانتظام أرباح أعلى، لأن مستوى المخاطرة قد جرى تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية، وفي ضوء ذلك فسوف تكون التحركات في أسعار الأسهم والفوائد مستقبلاً تماماً عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في المدة الماضية<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: الصيغة شبه قوية:

أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية الحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح عادية، حيث تكون المعلومات المهمة عن الشركة، وتوقعات سير عملها وأرباحها ونموها وأسعار أسهمها ومصادر مواردها الخام، وأوراقها منشورة ومتاحة للجميع في وقت واحد ومن السهل الحصول عليها بسرعة ودون تكلفة، وفي مثل هذه السوق تكون الأسعار السائدة قريبة جداً من السعر العادل الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للإدارة موضوع التعامل<sup>(2)</sup>.

#### ثالثاً: الصيغة القوية:

أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات الحالية والتاريخية، وخاصة المعلنة وغير المعلنة، أي أن المتعاملين في السوق لا يكونون قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم المتداولة، وهذه الصيغة من الصعب جداً أن

(1) مرجعان هما:

- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص.86.

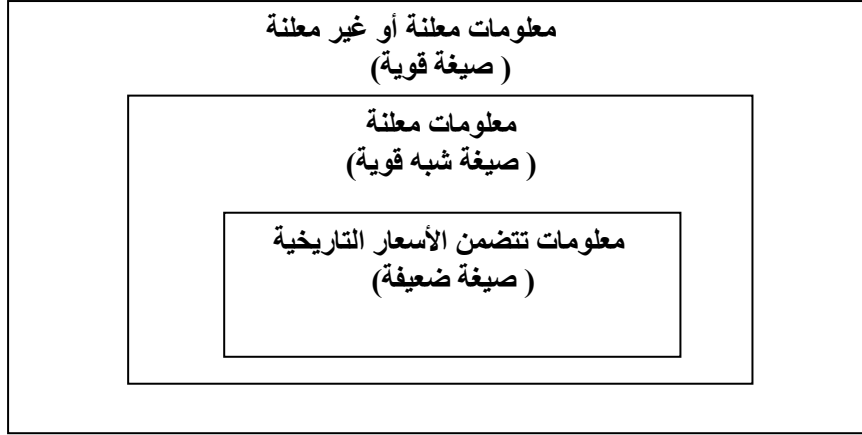
- Richard Brealey et Autres, **Principes De Gestion Financière**, Pearson Education , Paris, 8<sup>ème</sup> édition , 2006, p. 358.

(2) نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ( إدارة السوق حالة سوق رأس المال في ماليزيا )، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسكندرية، غزة، فلسطين، 2007، ص.38.

تتوفر في الحياة العملية لذلك فإن الصيغة الأكثر شيوعا من غيرها هي الصيغة الضعيفة وإلى درجة معقولة الصيغة شبه القوية في سوق الأوراق المالية العالمية(1).

ويوضح الشكل التالي الأشكال الثلاثة لنظرية الكفاءة:

الشكل رقم ( 2-2 ) : الأشكال الثلاثة لنظرية الكفاءة.

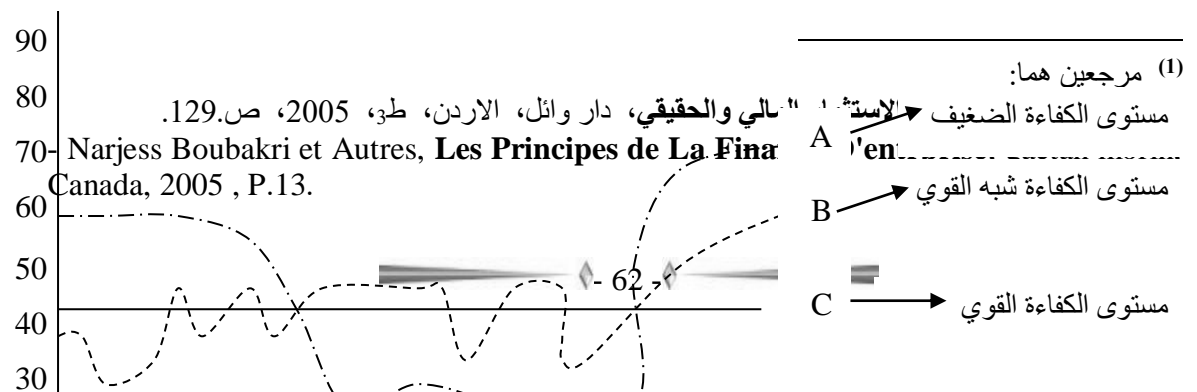


Source : M Philippe Gillet, *L'efficience des marchés financiers*, économisa, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2006, p. 43.

يقدم الشكل رقم (2-2) ثلاثة صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية، حيث نجد في الإطار الأول معلومات ماضية، أما المعلومات المعلنة فهي محتواة في الإطار الثاني، أما الإطار الثالث يتضمن جميع المعلومات الجاهزة أو الخاصة ويتبين من الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية، أن هناك خلافا على حقيقة الصيغة القوية والشبه قوية، حيث أن الصيغة الضعيفة تحضى بقبول عام عند محلي الأوراق المالية والمتعاملين في السوق، مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على تحليل الأسعار السابقة، وفقا لما تتضمنه الصيغ الثلاث للكفاءة يمكن القول، أن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تندرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضعيف للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، هذا بجانب تداخل المستويات الثلاثة مع بعضها الآخر، فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من الصيغة شبه قوية والضعيفة، وإن الصيغة شبه قوية تتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية الضعيفة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم ( 2-3 ) : العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث.

سعر السوق



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص.208.

يتضح من الشكل رقم (2-3) ان سوق الأوراق المالية لكي تكون كفاءة بالصيغة شبيهة قوية لابد أن تكون كفاءة بالصيغة الضعيفة، ولكي تكون كفاءة بالصيغة القوية لا بد أن تكون كفاءة بالصيغة شبيهة القوية والضعيفة، فالمنحنى (A) يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليشير بذلك إلى الصيغة الضعيفة، في حين أن المنحنى (B) يوضح عدم وجود فروق كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، فحين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساويا للصفر وهو ما يوضحه المنحنى (C)، فسوق الأوراق المالية تكون كفاءة بقوة أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستقر طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم.

#### II.4.3.4. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفاءة هي السوق التي تحقق تخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يتضمن توجيه تلك المجالات الأكثر ربحية، وتبعاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: الدور المباشر:

يقوم على حقيقة مؤاها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة

(1) كفاءة سوق الأوراق المالية، تاريخ الاطلاع، 2011/03/17 على الموقع الإلكتروني: [http://www.tadawul.net/froum/show\\_thread.php?i=12](http://www.tadawul.net/froum/show_thread.php?i=12).

إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

#### ثانياً: الدور الغير مباشر:

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم والسندات بمثابة مؤشر أمان مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات وإبرام عقود افتراضية مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقولة. ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ينبغي تحقيق حتميتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبات أساسية في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما(1):

#### ⦿ كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية:

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه لا يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات غير أنه في ظل السوق الكفوة لا يمكن لعدد من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

#### ⦿ كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار المتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل والتي ينبغي أن تعكس فيه الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد في الحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان للأسواق الأوراق المالية مرهون بمجموعة الشروط نذكر أهمها(1):

✓ أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتعاملين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

(1) عبد الغفار حنفي، البورصة (أسهم، السندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي، مصر، ص.117.  
(1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص.93.

✓ أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة، الوقت المناسب، كما أن توفير هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرار الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

✓ أن تتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيها، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة تقدم للمستثمر نشرة تعرف بحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق.

✓ توفير عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيها، بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدارة في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات المالية المنشورة في الشركة التي تتقدم بطلب الإدراج كما يطلب من الشركات المدرجة فيها أيضا نشر تقارير فصلية عن نشاطها خلال العام.

✓ أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض الأوامر وتنفيذ الصفقات بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والإشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

✓ أن يحكم عمل السوق والمتعاملين فيها هيئة أو لجنة تعرف ب هيئة أو لجنة إدارة السوق التي تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الصادرة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

فبناء على الطرح السابق لسمات كفاءة السوق، إن كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على استمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفء للمواد المالية المتاحة، ومن خلال نظام كفاء وفعال للمعلومات المالية تظهر من خلالها المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة التي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه استثمارية نحو الأسهم الأكثر ربحية.

#### 4.II. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية :

يحمل الاستثمار بالأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية العديد من المخاطر التي يتطلب من المشارك في هذه السوق إعارتها الكثير من الاهتمام وإدارتها بصورة صحيحة. ومع هذا فالاستثمار بالأوراق المالية يقدم فرصا كبيرة للمستثمرين لتحقيق الفوائد والمكاسب المناسبة.

#### II.1.4. مفهوم المخاطرة:

الاستثمار في الأوراق المالية عبارة عن تضحية بمبالغ مالية مؤكدة أي موجودة فعلا على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل ولكنها غير مؤكدة ولذلك فإن اتخاذ قرار الاستثمار يركز على العائد والمخاطرة وعليه تعرف المخاطرة بأنها "هي عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع الأمور مجتمعة(1)".

وتعرف أيضا على أنها "المقياس النسبي الذي يوضح مدى تغلب العائد أو التدفقات النقدية التي يتم الحصول عليها في المستقبل، فيعتبر الخطر في البديل أمر يكمن في احتمال تغير هذه العوائد المتوقعة. وبالتالي يمكن القول بأن المخاطر تصف وضعا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة بشأن التدفقات(2)".

أما العائد فيعرف على أنه "الربح الذي يعود على المستثمر من وراء الاستثمار في الأوراق المالية ويحسب العائد باعتباره نسبة مئوية من المال المستثمر، فالتغير النسبي في ثروة المستثمر في نهاية العام يسمى بالعائد السنوي، والعائد يعكس قيمة المدفوعات المستلمة سواء في شكل أرباح أو فوائد، وبمعنى آخر فإن العائد يمثل الأرباح الجارية معدلة بالمكاسب أو الخسائر الرأسمالية وهناك فرق بين العائد المتحقق والعائد المتوقع: فالعائد المتحقق هو الذي يتحقق فعلا خلال فترة من فترات السنة، أما العائد المتوقع فهو ما يتوقع الحصول عليه من الاستثمار في المستقبل(3).

#### II.2.4. أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

مبدأ مفهوم المخاطر يستحوذ على اهتمام المستثمرين في الأزمنة الأخيرة وذلك على إثر تطوير إدارة المحافظ الاستثمارية، وقد قسم خبراء الاستثمار المخاطر إلى نوعين:

##### أولاً: المخاطر النظامية:

وهي التي تؤثر على عائد وأرباح جميع الأسهم التي تتداول في سوق الأوراق المالية، وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، ويجب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثر الأسهم التي يمتلكها لهذا النوع من المخاطر والتي تتأثر بها جميع الأسهم بدرجات متفاوتة ويستخدم في قياس هذه المخاطر معامل بيتا(4).

(1) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، دار صفاء، الأردن، ط1، 2005، ص.65.  
(2) كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، ط1، 1997، ص.317.  
(3) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، الأردن، 1997، ص.23.  
(4) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد، الاردن، ط1، 2008، ص.239.

## ثانياً: المخاطر غير النظامية:

ويطلق عليها مخاطر الشركة أو المخاطر الخاصة أو المخاطر القابلة للتنويع وترتبط هذه المخاطر بالميزات الخاصة بالشركة نفسها، إذ تمثل التغيرات التي تحدث على مستوى الفوائد التي لم تحدث نتيجة التغيرات في معدلات السوق، ويعبر عن هذه المخاطر رياضياً بنشئت النقاط حول خط الانحدار، حيث كلما كان هذا التشتت كبيراً كلما كان التباين حول خط الانحدار كبيراً أيضاً، وهذا ما يفسر كبر درجات المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، ويمكن التلخيص من هذا النوع من المخاطر عن طريق التنويع، وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالية موزعة على موجودات مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل موجود على حدة، وتتأثر درجة المخاطر غير النظامية لشركة معينة بطبيعة أو مكونات الشركة أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها، أو بانتهاء عقود معينة أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة العليا للشركة<sup>(1)</sup>.

### II.3.4.3. مصادر مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

هناك مصادر عديدة لمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطر التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة، وذلك بالإضافة لوجود عوامل تسبب النوعين معاً:

**أولاً: مصادر المخاطر المنتظمة:** من هذه المصادر نجد:

#### 1. مخاطر أسعار الفائدة:

وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة، ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغيير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتقلب أسعار الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار الأوراق المالية والعكس بالعكس، ويسبب ذلك أن قيمة الأوراق المالية هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي قدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن سعر الفائدة السوقية هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقية، فنخفض بذلك قيمة الأوراق المالية في السوق أي يقل السعر وبالعكس يرتفع السعر إذا انخفض سعر الفائدة السوقية، وبشكل عام كلما طال أجل استحقاق الأوراق المالية يزداد تعرضها لخطر أسعار الفائدة، وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقية تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية ذات الدخل

(2) توفيق أرزقي بن طوطاح، أثر المخاطر في القرارات الاستثمارية (دراسة تطبيقية في المؤسسة الوطنية للمواد الدسمة- الجزائر)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، 2002، ص.53.

الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلا، عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية، ويرجع ذلك إلى أن السند يدر دخلا ثابتا، لذا فالتغير المطلوب تحقيقه في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية(1).

## 2. مخاطر القوى الشرائية:

يقصد بمخاطر القوى الشرائية فرصة تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستثمرة بسبب التضخم، أي أنها عدم التأكد بشأن القوى الشرائية المستقبلية للأموال المستثمرة، وتصل مخاطر القوى الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فواد ثابتة، عندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة فإن المدخرات تعاني من الهبوط في القوى الشرائية، وينظر البعض أحيانا إلى الأسهم العادية على أنها محمية من التضخم أي أنها تحمي من يفتنيها من مخاطر القوى الشرائية، غير أن هذا ليس صحيحا بوجه عام والحقيقة هي أن الأسهم العادية تميل إلى المعاناة بدرجة أقل من مخاطر القوى الشرائية، مقارنة بالاستثمارات ذات الدخل الثابت، غير أنها لم تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها تحوط جزئي فقط من التضخم(2).

## 3. المخاطر السوقية:

وهي مخاطر نتيجة انخفاض عام في أسعار الأسهم، هذا الانخفاض ناجم عن أسباب مختلفة (أزمة اقتصادية، ارتفاع معدل الفائدة، عجز الميزان التجاري، تغير السياسة، نزاع بين الأمم)(3)، حيث يكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين الحاملين للسندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم(4).

## ثانيا: مصادر المخاطر غير المنتظمة:

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة مخاطر الإدارة، ومخاطر القطاع.

### 1. مخاطر الإدارة:

هي ذلك الجزء من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، والذي يرجع إلى قرارات القائمين على إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق، وتعتبر إدارة الشركة مصدرا للمخاطر نظرا للقرارات

(1) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، ط1، 2005، ص ص.43-44.

(2) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.369.

(3) Jeon Barreau et Autres, **Gestion financière**, , Duond, Paris, 13<sup>ème</sup> édition, P. 115.

(4) طارق عبد العال، إدارة المخاطر، المرجع السابق، ص.371.



الخاطئة التي قد تتخذها أو المواقف السلبية التي قد تلجأ إليها، ومن أمثلة هذه المواقف والقرارات ما يلي (1):

#### ◀ عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة:

وتتمثل هذه الأحداث في الكوارث مثل الزلازل، الفيضانات، وكذلك وفاة أحد عناصر القيادة المؤثرة في إدارة الشركة، وتتمثل مسؤولية الإدارة هنا في الاحتياط لمثل هذه الأحداث حتى يمكن تجنب الخسائر الضخمة التي قد تنتج عنها، فإذا لم تقم بالاحتياط للكوارث غير المتوقعة فأنها قد تواجه خسائر ضخمة تؤثر سلباً على مركزها المالي، وبالتالي يترتب عليها انخفاض في أسعار أوراقها المالية، في السوق بالطبع فإن هذا الانخفاض يعني خسائر للمستثمرين في هذه الأوراق.

#### ◀ تقادم المنتجات:

تمر جميع المنتجات تقريباً بنفس المراحل بدءاً من مرحلة الظهور إلى النمو إلى النضج وأخيراً التقادم بسبب ظهور منتجات جديدة أكثر تطوراً أو أطول عمراً، وأكثر وفراً في تكاليف التشغيل ولكن يمكن حماية أي منتج من التقادم عن طريق الاهتمام بالبحوث والتطوير حتى يظل هذا المنتج متجدداً باستمرار فإذا تراخت الإدارة في الاهتمام بالبحوث والتطوير وتوفير الموارد اللازمة لها، فسوف يؤدي ذلك إلى تقادم المنتج أمام المنتجات المستحدثة، وتقادم منتج الشركة يؤدي إلى تقلص مبيعاتها ومن ثم أرباحها مما يترتب عليه انخفاض أسعار أوراقها المالية ما يترتب عليه خسائر.

---

(2) عبد الرحمان توفيق، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية للإدارة، مصر، ط3، 2004، ص ص.83-84.

## ◀ الارتباط بعميل واحد:

إذا كانت الشركة تنتج سلعة واحدة أو عددا محددا من السلع يتم توريدها لعميل واحد كبير، إن استمرار الشركة من عدمه يتوقف على استمرار التعامل مع العميل الواحد، ومثل ذلك المصانع الصغيرة التي تعتمد في طريقة إنتاجها على شركة كبيرة، فإذا توقفت الشركة المشتريّة عن التعامل مع الشركة الصغيرة فإن معنى ذلك انهيار هذه الأخيرة، وبالطبع فإن المستثمرين في الأوراق المالية هم الذين يتحملون تبعات ذلك، ولكن يمكن للإدارة الشركة تفادي ذلك عن طريق تنويع المنتجات أو العملاء، بحيث أن الخسائر التي قد تتحقق من منتج معين أو عميل معين يمكن تعويضها من الأرباح المحققة من منتج آخر أو عميل آخر.

## 2. مخاطر القطاع:

هي المخاطر التي تتعرض لها بعض القطاعات في نشاط صناعي أو خدمي معين والناجمة عن ظرف خاص بذلك القطاع مثل الإضراب في القطاع الصناعي يشمل جميع الشركات الصناعية وهي الوحيدة التي تتأثر به، وإذا استمر الإضراب لفترة طويلة جدا فسوف يؤدي إلى أضرار كبيرة على الأرباح وقيمة أسهم الشركة وهذا يؤدي إلى تحول المستثمرين إلى قطاعات أخرى، وكذلك عدم توفر المواد الخام للصناعة أثناء الحروب مثلا، عند ظهور اختراعات جديدة تغير التكنولوجيا الصناعية(1).

## II.4.4. طرق قياس المخاطر:

هناك طريقتان لقياس المخاطر هما الانحراف القياسي والبيتا:

### أولاً: الانحراف القياسي:

هو أداة إحصائية تمكننا من تحديد ومقارنة الخطر المتعلق بالأصول، ويقاس الخطر بموجب هذه الطريقة بمقدار انحراف انجازات السهم عن ما كان يتوقع له في السابق، على هذا الأساس فإن الانحراف القياسي يعتمد على إيجاد معدل وسطي لما ينتجه السهم من أرباح لعدد من السنوات، فإذا ما وجد أن أرباح السهم السنوية تتعد كثيرا عن هذا المعدل فإن ذلك إشارة هامة إلى أن الاستثمار بهذا السهم يحمل معه خطورة واضحة، أما إذا كانت الأرباح السنوية متقاربة مع هذا المعدل الوسطي، فإن ذلك يعني أن السهم أكثر استقرارا وهو بذلك أقل خطورة.

### \*حساب الانحراف القياسي:

لنفرض أن أحد الأسهم حقق العوائد السنوية المشار إليها في الجدول التالي (2 - 4) للعشر سنوات الماضية، علما بأن العائد السنوي يستخرج عن طريق طرح سعر السهم عند شرائه، من سعر

(1) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الاردن، 2009، ص.120.

السهم عند بيعه ويضاف الى ذلك الأرباح السنوية الموزعة، وبعد ذلك يقسم الناتج على سعر السهم عند الشراء وفقا للمعادلة التالية(1):

$$\frac{X - X_1 + A}{X_1} = \text{الانحراف القياسي}$$

X: معدل سعر السهم عند بيعه.

X<sub>1</sub>: معدل سعر السهم عند شرائه.

A: الأرباح الموزعة سنويا.

**الجدول (2-4):** الفوائد السنوية المحققة لأحد الأسهم خلال 10 سنوات الماضية.

السنة	العائد السنوي	المعدل	فرق العائد عند المعدل	مربع الفرق
1	0.08	0.08	-	-
2	0.10	0.08	0.02	0.0003
3	0.12	0.08	0.04	0.0016
4	0.12	0.08	0.04	0.0016
5	0.12	0.08	0.04	0.0016
6	0.08	0.08	.	-
7	0.10	0.08	0.02	0.0004
8	0.10	0.08	0.18	0.0324
9	0.08	0.08	.	-
10	0.10	0.08	0.02	0.0004
			<b>المجموع</b>	0.0384

**المصدر:** محمد صالح جابر، المرجع السابق، ص.49.

$$\text{معدل مربع الفرق} = 0.0384 \div 10 = 0.00384$$

$$\text{الجزر التربيعي للفرق: } \sqrt{0.00384} = 0.0619$$

$$\text{إذا الانحراف القياسي} = 6.2\% \text{ تقريبا}$$

كما ذكرنا سابقا، وكما هو موضح في الجدول أعلاه، فإن الانحراف القياسي يقاس عن طريق أخذ عوائد السهم لعدد من السنوات السابقة، أو توقعات الفوائد لعدد من السنوات المستقبلية، وبعد ذلك

(1) محمد جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مؤسسة الخليج للنشر والطباعة، الكويت، ط1، 1982، ص. 47 - 49.

نأخذ معدلا وسيطيا لهذه العوائد والتي بلغت في المثال السابق 8%، وعند إذن نحسب الفرق لكل سنة بين العائد المحقق والمعدل العام للعوائد.

ونظرا لاحتمال أن يكون العائد لإحدى السنوات سلبيا (وهو في حالة تحقيق أو توقع تحقيق الخسائر، فإننا نربع الفرق المستخرج وذلك للتخلص من إشارة السالب ويتم التربيع بضرب العدد بنفسه حيث بلغ مجموع مربع الفرق في المثال السابق 0.0384، ولاستخراج المعدل الوسطي يقسم هذا الرقم على 10 وهو عدد السنوات فيكون المعدل 0.0384.

وبعد ذلك نجد الجذر التربيعي لهذا الرقم، وهذه الخطوة ضرورية لعكس التربيع الذي قمنا به في الخطوة السابقة، والجواب بعد ذلك يكون الانحراف القياسي وهو 6.2% تقريبا، وذلك يعني أن معدل عائد السهم هو 8% مع احتمال ارتفاع أو انخفاض العائد بنسبة 6.2% ويعبر عن ذلك بـ: (  $0.08 + 0.062$  ) وبطبيعة الحال كلما زادت نسبة الانحراف القياسي كان الاحتفاظ بالسهم خطرا وكلما انخفضت كان السهم أقل خطورة و متميز بالاستقرار.

#### ثانيا: البيتا $BETA$ :

لقد طورت هذه الطريقة في قياس المخاطر، والتي يطلق عليها أيضا سرعة التأثير، من واقع تطبيق مفاهيم تحليل الارتداد الإحصائي على سلوك الأسعار في السوق، إن خطورة أي سهم أو سرعة تأثيره تقاس بمعامل بيتا، فإذا فرض أن سرعة تأثير السوق لأي حادث هي (1) صحيح، فإن الأسهم التي ترتفع أو تهبط بنفس اتجاهات السوق يقال أن سرعة تأثيرها (1)، ولكن إذا تغير سعر السهم 15% بينما كان تغير السوق 10% فقط، عندئذ يقال أن السهم بتذبذب بمقدار 1.5 عن السوق، وقد حسبت البيتا بالنسبة لعدد كبير من الأسهم الأمريكية بصورة فعلية، وذلك من واقع ممارستها وتصرفاتها السابقة المرصودة لذلك تختلف من شركة لأخرى، وهذا ما يدعم الاعتقاد السائد بأنه يوجد هناك فواصل واختلافات جوهرية بين سلوك الأسهم بصورة منفردة وسلوك السوق بصورة شاملة، فإذا ما وجدت البيتا لأحدى الشركات 0.45 مثلا فإنه في حالة تقدم السوق 10% وفق مؤشر الأسعار الذي يستعمل، فإن سعر الشركة يتقدم 4.5% فقط، وب نفس الأسلوب، إذا ما هبط السوق 10% مثلا، فإن سعر سهم هذه الشركة يهبط بصورة أقل أي 4.5% فقط، والبيتا هي مقياس للمخاطر النظامية وهي تلك المخاطر التي ترجع إلى عوامل مشتركة تؤثر على السوق مثل تغير الظروف الاقتصادية والتي من شأنها أن تشمل السوق بكامله<sup>(1)</sup>.

(1) محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص ص.50-51.

## 5.II. تحليل الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

يستخدم المستثمرون أكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية، فبخلاف الاختيار العشوائي يوجد المدخل الفني والمدخل الأساسي وكلاهما يحاول التعرف على الأوراق المالية الممتازة لشرائها.

### 1.5.II. التحليل الأساسي:

التحليل الأساسي هو أداة من أدوات تحليل سوق الأوراق المالية، حيث يتم الاعتماد عليه لاختيار الأوراق المالية من خلال الاهتمام بالنسب واحتمالات النمو ومعدلات الخصم المناسبة.

#### أولاً: تعريف التحليل الأساسي:

يعرف التحليل الأساسي على أنه " تحليل الظروف المحيطة بالشركة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف الشركة ذاتها، ويتطلب هذا التحليل كوادراً مؤهلة للقيام به(1)".

ويعرف أيضاً على أنه " تقدير لقيمة الورقة المالية عن طريق تقييم الحقائق المالية والاقتصادية للشركة صاحبة الورقة المالية ومقارنة تلك القيمة مع السعر الحالي للورقة المالية في السوق(2)".

يتمثل مجال التحليل الأساسي في إلقاء نظرة عن الشركة ومنتجاتها المعلنة وفحص بعض الأمور مثل الدخل وتوقعات حصص الأرباح، مع الوضع في الاعتبار المناخ الاقتصادي مثل نسبة التضخم، مستوى العملة وطلب المستهلك ومستويات الفائدة، وهو يراقب السوق التي تعمل من خلالها الشركة ومدى المنافسة فيها، كما يحكم كفاءة إدارة الشركة، ويجيب عن الأسئلة التالية(3):

✓ لماذا تتغير أسعار الأدوات المالية؟

✓ ما العوامل المؤثرة في ذلك؟

✓ ماذا نشترى أو نبيع من الأدوات الاستثمارية؟

#### ثانياً: التدرج المنطقي للتحليل الأساسي:

يتدرج التحليل الأساسي منطقياً من العموميات للخصوصيات يبحث المحلل فيما يلي(4):

(1) منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة المعارف، مصر، ص.74.  
(2) فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص.22.  
(3) مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة؟، دار الفاروق، مصر، 2006، ص.78.  
(4) طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.5.

✓ البيئة الاقتصادية للاستدلال على الاتجاه المستقبلي لأسعار الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال يعتبر ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة التضخم دلالة على أن أسعار الأوراق المالية قد تنخفض.

✓ ظروف الصناعة، ويرجع فحص ظروف الصناعة إلى أن الصناعات تبدي ردود أفعال مختلفة اتجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية، ويميل الطلب على السلع مرتفعة الثمن مثل السيارات والأجهزة المنزلية والعقارات للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي في حين أن الطلب على المنتجات الأخرى مثل الضروريات يكون أقل استجابة للتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي.

✓ دراسة ظروف شركة حيث أن ما ينطبق على الصناعة والاقتصاد بوجه عام قد لا ينطبق على شركة بعينها، فبعض الشركات يكون أداءها سيئا حتى في فترات الازدهار الاقتصادي، ويعتقد بعض المحللين أنه أفضل وقت لشراء الأوراق المالية، حيث أن اندفاع الكثير من المستثمرين لبيع أوراقهم المالية قد يؤدي إلى انخفاض أسعار شراء الأوراق المالية، وبالتالي يمكن شرائها بسعر بخس،

✓ يتبع معظم المحللون الماليون المنطق العام للتحليل الأساسي القائم على دراسة الاقتصاد والصناعة وأداء الشركة ووضعها في نطاق الصناعة، وهم يستخدمون التحليل للمساعدة في التعرف على ما يعتقدون بأنه الاتجاه العام للسوق والأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية.

### ثالثا: إطار التحليل الأساسي:

إن الدافع الأساسي لاقتناء سهم هو الحصول على عائد دوري مستقر على شكل أرباح موزعة، وأيضا على ربح رأسمالي في حالة بيع الأسهم، ويقوم المستثمر بعمليات البيع والشراء بالاعتماد على تحليلهم لمعلومات معينة وجدت في السوق، لكن المشكلة الأساسية تمكن في أن هذه المعلومات الخاصة بالأرباح الموزعة وأسعار الأسهم للفتترات المستقبلية تتأثر بالتغيرات الاقتصادية والاجتماعية، بحيث لا يمكن التوقع بالأداء المستقبلي بمستوى تأكيد تام، والإطار المستخدم لإجراء التحليل الأساسي للورقة المالية يعتمد على دراسة الاقتصاد، الصناعة، الشركة.

## التحليل الاقتصادي:

من المعترف أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى الأسعار في السوق، وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين في مقدمتها(1):

### 1. الناتج المحلي الإجمالي:

يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعطي وبشكل واضح الحالة التي يمر بها عن مدى انتعاش أو انكماش الاقتصاد، والذي يهمننا هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث أن زيادة 01% في هذا قد تؤدي إلى معدل نمو 10% لصالح الشركة(2)، ومن المتعارف عليه كل زيادة في معدل نمو إجمالي الناتج المحلي يصاحبها زيادة في العائد السوقي للسهم، أي زيادة الطلب عليه، ومن هنا نلمس التأثير الكبير لهذا المؤشر على الشركة والقيمة السوقية لأسهمها، لذا يجب دراسته على أساس مدى السنوات الماضية ومحاولة التنبؤ بقيمة نموه في المستقبل.

### 2. السياسة النقدية:

يقصد بها الأهداف التي يضعها البنك المركزي لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد وتحقيق العمالة الكاملة، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق تلك الأهداف الاقتصادية من خلال تنظيم عملية الائتمان والنقود للمساعدة في رفع مستوى الدخل والعمالة فإنه يتبع سياسة نقدية هيئة، أما عندما يرغب في تقليص المعروض من النقود والائتمان للمساعدة في مواجهة التضخم فإنه يتبع سياسة نقدية صارمة.

### 3. السياسة المالية:

تتمثل أساسا في وسائل التمويل والإنفاق الحكومي أي الإيرادات والنفقات حيث تعد الجباية القسم الأكبر من الإيرادات، وتؤثر السياسة المالية على أسعار الأوراق المالية من خلال الضرائب، فضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباحها وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، وكذلك قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه، ما يخفض الطلب على السلع والخدمات وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، لكن إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل

(1) خاسف جمال الدين، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لمتطلبات شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص دراسات مالية، قسم علوم تجارية، جامعة سطيف، الجزائر، 2003-2004، صص.62-67..

(2) Anne Emmanuelle, Dogmon Reny , **Investir en Bourse avec les clubs d'investissement**, Edition Dunod , Paris, 2001, P.93.

الضريبة على أرباح كافة الشركات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة.

والتأثير المحتمل للسياسة المالية لا يقتصر على المجال الضريبي ولكنه يمكن أن يمتد أيضا إلى النفقات العامة التي تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية، ويبدو ذلك واضحا فيما يتصل بالمنتجات النوعية التي تشتريها الحكومة، فمثل هذه المشتريات قد تزيد من إيرادات شركة معينة وتساعد في زيادة أسعار أسهمها.

وعليه على المستثمر أو المحلل الأساسي أن يتوقع التغيرات التي تطرأ على السياسة المالية، وبالتالي يتخذ خطوات مبكرة تمكنه من تحقيق أرباح.

#### 4. أسعار الفائدة:

هناك أوراق مالية كالسندات طويلة الأجل، والأسهم الممتازة لبعض الشركات، كشركات المرافق العامة، تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة، فعند ارتفاع هذه الأخيرة يصبح الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت كالسندات غير جذاب، لأن المستثمر يقوم ببيع ما لديه من سندات ويوظف أمواله في الأوعية الاستثمارية التي يزداد تدفق دخلها مع مستوى أسعار الفائدة وهذا ما يدفع أسعار السندات والأوراق المالية من نفس النوع إلى الانخفاض.

ونفس التأثير نجده فيما يخص الأسهم العادية للبنوك والشركات التي تنتج السلع المعمرة، فالبنك عند ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة الأموال التي يحصل عليها المودعين ما يؤثر سلبا على أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

#### 5. التضخم:

يعني التضخم ارتفاعا مستقرا في المستوى العام للأسعار، ويحدث هذا عندما يكون مستوى الطلب العام على السلع والخدمات أكبر من الطاقة الإنتاجية، ولعل تقارير معدل التضخم له أثر على أسعار الأوراق المالية، فعند ارتفاع هذا المعدل فإنه يؤثر سلبا على أسعار الفائدة بالارتفاع وبالتالي على المستثمر أن يجتنب الأوراق المالية الحساسة لأسعار الفائدة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على 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 الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية بالتبعية.



أما السبب غير المباشر فمرجعه النظامي الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، في فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.

#### 👉 تحليل الصناعة:

نتيجة لتنوع مجالات الإنتاج الاقتصادي، فقد يبدو من المفيد أن تصنف الشركات ومن ثم الأسهم قطاعيا لتعكس العوامل المشتركة للشركات التي تنطوي تحت القطاع نفسه أو الصناعة نفسها، إذ لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها وحدة واحدة أو من نوع واحد، ذلك أن القطاعات الاقتصادية المختلفة قد لا تنمو بالنسبة نفسها التي ينمو فيها الاقتصاد ككل، كذلك فالتحليل القطاعي أو الصناعي للأسهم يعطي إضافة نوعية لتحليل الأوراق المالية ويساعد على توقع العائد ضمن مواصفات القطاع التي تنتمي إليه.

والنقاط الأساسية للتحليل القطاعي هي:

- ✓ أداء المبيعات والأرباح للفترة السابقة.
- ✓ أداء الصناعة عموما.
- ✓ الظروف الخاصة بالقوى العاملة في الصناعة.
- ✓ الظروف التنافسية في الصناعة.
- ✓ سلوك الحكومة اتجاه الصناعة.
- ✓ نسبة السعر إلى الأرباح المحققة للشركات في القطاع.
- ✓ دورة حياة القطاع ( الصناعة).

#### 👉 تحليل الشركة:

إن عملية السداد تتم أولا لفائدة السندات ويليهما أرباح الأسهم الممتازة وأخيرا أصحاب الأسهم العادية، أما في حالة التصفية فيتم سداد متطلبات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة أولا وما يتبقى يحصل عليه أصحاب الأسهم العادية، ويمكن القول أنه عندما تزدهر المنشأة يجني أصحاب حقوق الملكية كل المكاسب، أما في حالة الخسارة فإنهم أول من يتحمل الخسائر.

ولذلك تكون الاحتياجات المعلوماتية لأصحاب حقوق الملكية هي الأكثر شمولاً بين احتياجات كافة مستخدمي البيانات المالية، وتعد عملية تقييم الأسهم العادية عملية معقدة تتضمن إلى جانب تحليل القوائم المالية، تقييم عوامل معينة أخرى مثل الحالة الاقتصادية العامة ووضع الصناعة والموقف التنافسي وجودة، ونوعية الإدارة، ويعتمد اتخاذ قرارات شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأسهم العادية على تحليل وتقييم موسع ومستفيض للمعلومات المالية وغير المالية، والتي يمكن الاعتماد فيها على المحللين الماليين المحترفين في إجراء مثل هذا التقييم.

ويجب على المستثمر المرتقب لشراء أسهم معينة أن يحاول الحصول على المعلومات المختلفة الخاصة بتلك الشركة لأن ظروفها تنعكس على أسعار الأوراق المالية(1).

## II.2.5. التحليل الفني:

يمكن أن يصبح الاستثمار أكثر سهولة إذا كان بالإمكان إيجاد قاعدة تعامل ترشد المستثمر إلى التوقيت الذي يجب أن يقوم فيه بالشراء أو البيع، ويصبح ذلك ممكنا باعتماد التحليل الفني اختيار الورقة المالية.

### أولاً: تعريف التحليل الفني:

التحليل الفني " تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرارات الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبأ بحركتها في المستقبل(2)".

كما يعرف على أنه " استخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحيانا يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسها لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو للسوق بأكملها، وهكذا يعتقد المحللون الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن هذه السوق نفسها هو أفضل مورد للبيانات(3)".

### ثانياً: فلسفة التحليل الفني:

يمكن تخيص فلسفة التحليل الفني للأوراق المالية في النقاط التالية(4):

- \* تحديد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
- \* تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة، المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تنعكس أثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء الأمزجة، التخمين...، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
- \* تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقبلها بشكل طفيف من وقت لآخر.

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008، ص ص.308-310.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مرجع سابق، ص. 146.

(3) طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص.146.

(4) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص.140.

\* يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

### ثالثا: أدوات التحليل الفني:

تمثل الخرائط أكثر أدوات التحليل الفني استخداما وفي ما يلي عرض لبعض الخرائط والمؤشرات الأكثر شيوعا في التحليل الفني<sup>(1)</sup>:

### \* خريطة النقطة والشكل:

ليتم بناء خريطة النقطة والشكل برسم محور رأسي يمثل سعر السهم محور أفقي فلا يمثل أي آخر (الزمن أو غيره)، ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغير فيه بحجم معين يحدده المحلل، بعد بناء الخريطة يهتم المحلل بشيئين هما:

\* المنطقة المكدسة لأسعار.

\* الاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة هل هو اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي.

### \* خريطة المتوسط المتحرك:

يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، فعلى المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة 200 يوم أو 30 أسبوعا، وعلى المدى المتوسط قم يتم حسابه لفترة 10 أسابيع، وأخيرا قد يتم حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم على المدى القصير لأغراض المضاربة خلال فترة 10 أيام.

ويكون قرار الشراء مناسبا إذا تحققت القواعد الثلاثة الآتية على خريطة المتوسط المتحرك:

\* أن يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متجاها للصعود (الارتفاع).

\* السعر الفعلي للسهم أقل المتوسط المتحرك المتجه للصعود.

\* يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود إلى الارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

ويكون قرار البيع ملائما في حالة حدوث العكس.

### \* خريطة القوة النسبية للسهم:

تشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، إذ يمكن تقسيم السهم في هذا الصدد إلى أسهم

(1) فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص.93-97.

تتصف بقوة نسبية، ومن ثم يتولد عن هذا السهم عائد متميز، وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي، وينخفض سعرها بشكل ضئيل عندما يكون السوق هبوطي، أما التي لا تتسم بقوة نسبية فيحدث لها العكس.

ولبناء خريطة القوة النسبية للسهم يتم إيجاد نسبة سعر السهم إلى أحد مؤشرات السوق، وكذلك إيجاد نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، وتحليل هذه النسب ومؤشر القوة النسبية يستخدم أساساً في تحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين، وتحديد الشركات المتميزة، وبالتالي يفيد في اتخاذ قرار الاستثمار.

### \* مؤشر القوة النسبية "RSI":

يستخدم مؤشر القوة النسبية "RSI" لكي يكشف عن حالة السوق أو الأسهم، وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها، أو مرحلة بيع مغالي فيها، فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها كان ذلك يشير إلى استهلاك عدد كبير من المستثمرين ببيع ما لديهم من أسهم بغرض تحقيق الربح.

أما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها، فمعنى ذلك أن قليل من المستثمرين يملكون حصص من الأسهم، ومن ثم من المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين لشراء أسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم مستقبلاً.

ويمكن حساب مؤشر القوة النسبية للسوق أو للسهم كما يلي:

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{100}{1 + \left( \frac{\text{التغيرات الموجبة}}{\text{التغيرات السالبة}} \right)}$$

ويقع المؤشر بين 0 و10، ويرى المحللون الفنيون أنه يفضل شراء السهم عندما تكون قيمة المؤشر تعادل 30 أو أقل، وقرار البيع يكون ملائم إذا بلغ المؤشر 70 أو 80.

\* معامل  $R$  لو ليمز: يقيس معامل  $R$  المستويات التي تتصف بشراء مغالي فيه أو بيع مغالي فيه، حيث يتم حساب معامل  $R$  كما يلي:

$$R = \frac{\text{أقصى الحدود للسعر خلال فترة معينة} - \text{سعر الإقفال اليوم}}{\text{أقصى الحدود القصوى للسعر خلال فترة معينة} - \text{أدنى الحدود الدنيا للسعر خلال نفس الفترة} \times (\text{عدد الفترات} - 100)}$$

- إذا كانت قيمة  $R$  تقع بين 80% و100% يقال أن السوق يمر بحالة شراء مغالي فيها.

- إذا كانت قيمة  $R$  تقع بين 0% و20% يقال أن السوق يمر بحالة بيع مغالي فيها.

📊 خريطة الشمعدان:

في عام 1600 م طور اليابانيون أسلوباً للتحليل الفني لتحليل أسعار عقود الأرز وأطلقوا عليه اسم الشمعدان، يستخدم المحللون الفنيون هذه الخرائط لمدة 10 أيام أو أقل، ويتطلب بناء خرائط الشمعدان استخدام المعلومات الأساسية عن الورقة المالية والمتمثلة في سعر الفتح، وسعر الإقفال، أعلى سعر وأدنى سعر.

#### ✚ خرائط الأعمدة:

يستخدم الفنيون خرائط توضح سلسلة زمنية لأسعار الأسهم (يومية، أسبوعية، شهرية)، وتشبه خرائط الأعمدة الرسومات البيانية ذات النقطة والشكل  $(x,0)$  ولذلك تتطلب جميع البيانات يوميا واستخدام نفس المعلومات، وتوضح خرائط الأعمدة التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالأعمدة على:

✓ أعلى سعر

✓ أدنى سعر

✓ سعر الإقفال

يقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى سعر، أدنى سعر ثم يقوموا بتوصيل النقطتين رأسياً لكي يشكل عمود، وكذلك يقوم الفنيون برسم خط أفقي صغير عبر هذا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإقفال.

## خلاصة :

يتوقف نجاح وأداء سوق الأوراق المالية على مدى دقة وصدق المعلومات الكمية والمالية المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق، ويعتبر هذه المعلومات من أهم المعلومات التي يجب أن توفرها في سوق الأوراق المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، للتعرف بشكل مسبق على تحركات أسعار الأوراق المالية بغية تعظيم عوائدهم والتقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها، إن توفر المعلومات المالية ليس هدفا في حد ذاته وإنما ضرورة إن تكون هذه المعلومات ذات محتوى إعلامي نافع يمكن الاستفادة منه من جانب مستخدمين هذه المعلومات، وإن المنفعة ترتبط بالمعلومات وفائدتها من وجهة نظر معدي التقارير والقوائم المالية.

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بالدرجة الأولى بالمعلومات خاصة المالية منها حيث أن مضمون الكفاءة يتحدد بمدى انعكاس المعلومات العامة والخاصة بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع لكي تكون تلك الأسعار أسعارا عادلة تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

## الفصل الثالث: قياس دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.

### مقدمة :

ارتبطت الفترة الأخيرة بنشاط ملحوظ لسوق الأسهم السعودي، وذلك بالتزامن مع دفع أجهزة الدولة لبرنامج الخصخصة وسياستها المعلنة لتهيئة مناخ الاستثمار في العديد من الاتجاهات، والتي من آخرها إصدار نظام السوق المالية السعودي الجديد، ويعد هذا النظام نقلة نوعية جديدة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية لهذا السوق، وبما يضمن توفير مزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة لجميع المستثمرين والمتعاملين في السوق، ومن أهم مكونات هذا النظام الجديد إنشاء هيئة سوق المال السعودية والتي من مهامها تنظيم الإفصاح عن المعلومات خاصة المالية منها، للشركات المدرجة أسهمها في سوق الأسهم وما يتطلب ذلك من تحديد محتوى وتوقيت القوائم المالية لهذه الشركات، وهذا لتمكين المستثمرين من التعرف على الوضعية المالية للشركات، ومن ثم اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، والتي من المتوقع أن تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة.

ومن خلال هذا الفصل يتم إلقاء مزيداً من الضوء على الدور الذي تقوم به المعلومة المالية الواردة في التقارير والقوائم المالية في مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم في بيئة سوق الأسهم السعودية، والتي تعتبر من الأسواق الواعدة ذات أحجام وقيم تداول ضخمة تجعلها أحد الأسواق الأولى في المنطقة العربية.

### 1.III. الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية:

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة التي تركز على قياس العلاقة بين المعلومة المالية ودرجة المخاطرة السوقية للسهم، فإنه من غير الممكن إجرائها على بورصة الجزائر، هذه الأخيرة لم تستوفي بعد متطلبات الكفاءة، وهذا ما دفعنا إلى اختيار سوق الأسهم السعودية " تداول " خاصة وأن الاقتصاديات العربية تتشابه إلى حد بعيد، كما أن السوق تمتاز بانسيابية المعلومات وتوفرها، ولأن نوعية المعلومات المتوفرة والمنهجية المتبعة لها تأثير مباشر على نتائج البحث، ارتأينا أن نوضح أهم الإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية كما يلي:

#### 1.1.III. مبررات اختيار عينة الدراسة:

تعد سوق الأسهم السعودية أكبر الأسواق العربية، ويبلغ عدد الشركات المدرجة فيها 145 شركة، ومن بين هذه الشركات وقع اختيارنا على شركة واحدة فقط هي " مجموعة صافولا"، لعدم توفر المعلومات الكافية عن باقي الشركات خاصة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2002-2010، إضافة إلى أن :

- ✓ مجموعة صافولا هي إحدى الشركات الصناعية الرائدة في المملكة العربية السعودية .
- ✓ تعد المجموعة من أوائل الشركات المدرجة ضمن سوق الأسهم السعودية.
- ✓ قيام المجموعة بالإفصاحات المالية اللازمة.
- ✓ عدد الأسهم المصدرة للمجموعة يقدر بـ: 500.000.000 سهم.

#### 2.1.III. مبررات اختيار فترة الدراسة:

يتمثل هدف الدراسة في قياس دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، ولهذا تم أخذ الفترة الممتدة من 2002-2010 كفترة للدراسة وهي فترة طويلة تمكننا من تحليل المركز المالي للشركة وتقييم مخاطرها بصورة جيدة يمكن الحكم عليها في الخير، وشهدت هذه الفترة أيضا تطورا نشاطيا كبيرا لسوق الأسهم السعودية، سواء في حجم أو قيمة الأسهم المتداولة وتحقيق المؤشر العام لمعدلات قياسية متزايدة، أما البيانات المستخدمة لبناء وتقدير النموذج فقد كانت بيانات شهرية منشورة في الفترة الممتدة من جانفي 2010 إلى أفريل 2011، هذه الفترة تمكننا من الوصول إلى نتائج أدق عند اختبارنا للنموذج.

#### 3.1.III. منهج الدراسة التطبيقية:

تختلف المناهج باختلاف طبيعة البحث، إذ لكل منهج خصائص تتلائم مع طبيعة النتائج المراد التوصل إليها، فالمنهج هو الطريقة العلمية أو طريقة الوصول إلى العلم والمعرفة ومن ثم معالجة إشكالية الدراسة والتحقق من صحة فرضياته للوصول إلى نتائج دقيقة وتحقيق أهداف الدراسة، ومن أجل التحقق من الفرضيات المطروحة اعتمدنا في الجانب التطبيقي على ثلاث مناهج هي:



## أولاً: المنهج التاريخي:

هو مجموعة من الأساليب والخطوات التي يتبعها الباحث التاريخي للوصول إلى الحقيقة التاريخية، وإعادة بناء الماضي بكل وقائعه وأحداثه في حدود الزمان والمكان التي وقعت فيها تلك الأحداث<sup>(1)</sup>.

وسنعمد على هذا المنهج في التعرف على نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية، كذلك أبرز المحطات التاريخية للشركة محل الدراسة.

## ثانياً: المنهج الوصفي التحليلي:

يهتم هذا المنهج بوصف واقع المشكلات والظواهر كما هي ، أو تحديد الصورة التي يجب أن تكون عليها هذه الظواهر في ظل معايير محددة، مع تقديم توصيات أو اقتراحات من شأنها تعديل الواقع للوصول إلى ما يجب أن تكون عليه هذه الظواهر<sup>(2)</sup>.  
ونعتمد على هذا المنهج في جمع وتلخيص البيانات والمعلومات.

## ثالثاً: المنهج الرياضي والإحصائي:

سنعمد على هذا المنهج في تقدير النموذج الإحصائي بهدف قياس دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، وذلك من خلال الربط بين درجة المخاطرة السوقية والمعلومة المالية بواسطة نموذج إحصائي من الشكل:  $y = F(x)$  ، بحيث نقوم بدراسة الحالة التي تكون فيها درجة المخاطرة هي المتغير التابع، ومجموعة المتغيرات التي تمثل المعلومة المالية هي المستقلة أو المفسرة، وحساب معاملي الارتباط والتحديد بغرض المقارنة والتفسير والحكم على أداء السوق.

## 4.1.III. أدوات جمع البيانات:

يحتاج الباحث إلى البيانات المختلفة لإتمام بحثه، ولا بد له أن يختار الأدوات المناسبة لجمع البيانات<sup>(3)</sup>، لأن المعلومات التي توفرها الاداة المناسبة تنعكس مباشرة على نتائج البحث والدراسة، ولقد تكونت المعطيات التي قمنا بجمعها لإتمام هذه الدراسة أساساً من القوائم المالية لشركة صافولا، على مدى فترة الدراسة، إضافة إلى المعلومات المجمعّة عن السوق التي تنشط فيها وهي سوق الأسهم السعودية، مع الإشارة إلى أنه تعذر علينا الحصول على بعض المعلومات، وقد جمعت المعطيات من مواقع السوق المالي السعودي، وموقع الشركة على شبكة الانترنت، وقد تمثلت أدوات جمع البيانات في:

## 📖 السجلات والتقارير والمستندات:

(1) محمد عبد العال النعيمي، وآخرون، طرق ومناهج البحث العلمي، دار الوراق ، الأردن، ط1، 2009، ص.238.

(2) محمد عبد العال النعيمي، المرجع السابق، ص.265.

(3) فايز جمال النجار وآخرون، أساليب البحث العلمي، دارالحامد، الأردن، 2009، ص.57.

تعتبر التقارير والدراسات الصادرة عن هيئة الأسواق المالية السعودية المصدر الرئيسي للمعلومات الدقيقة والضرورية للمتعاملين في السوق والباحثين على حد سواء.

📖 **مواقع الأنترنت:** وتمثلت في المواقع التالية:

✓ سوق الأسهم السعودي تداول.

✓ موقع الشركة محل الدراسة.

واعتمدنا في اختبار فرضيات الدراسة على النتائج المستخرجة من جهاز الحاسوب باستخدام البرنامج الإحصائي **E-views** مستعملين الأساليب الإحصائية التي تقيس درجة الإستقلالية في التغيرات المستمرة في قيم المؤشرات ، وتشمل هذه الأساليب:

- **معامل الارتباط:** يقيس هذا المعامل العلاقة بين التغيرات في المؤشرات، ويهدف إلى تحديد شدة الارتباط بينها ، وصيغته العامة كما يلي:

$$R_{x,y} = \frac{\text{cov}(x, y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

حيث:  $-1 \leq R_{x,y} \leq 1$

$$* \text{cov}(x, y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - U_X)(Y_i - U_Y)$$

$$* \sigma_x^2 = \frac{1}{n} \sum (X_i - U_X)^2$$

$$* \sigma_y^2 = \frac{1}{n} \sum (Y_i - U_Y)^2$$

- **معامل التحديد:** الهدف من حسابه هو قياس النسبة من Y المفسرة من طرف المتغير X، ويأخذ الصيغة التالية:

$$R_{x,y}^2 = \frac{[\text{cov}(x, y)]^2}{\sigma_x^2 \sigma_y^2}$$

### 2.III. سوق الأسهم السعودية:

إن سوق الأسهم السعودية هي أكبر الأسواق في منطقة الخليج ، وقد نص " نظام السوق المالية على إنشاءها كشركة مساهمة (تداول)، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.

### 1.2.III. نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية:

بدأت شركات السعودية المساهمة نشاطها في أواسط الثلاثينيات الميلادية، عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وفي أوائل الخمسينيات تم تأسيس شركة الإسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة، وقد شهدت سوق الأسهم السعودية تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كما يلي<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: المرحلة الأولى (1954 - أوائل الثمانينات):

بلغ عدد الشركات المساهمة في هذه المرحلة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1.7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات كان هناك نحو 14 شركة مساهمة، ما يعني تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، كما برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

#### ثانياً: المرحلة الثانية (أوائل الثمانينات - 2003):

تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل سوق الأسهم السعودية، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابة على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

#### ثالثاً: المرحلة الثالثة (2003 - 2005):

في هذه المرحلة تأسست هيئة السوق المالية ن وهي تمثل الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام السوق في المملكة العربية السعودية .

#### III.2.2. متطلبات الإدراج في سوق الأسهم السعودية:

تتمثل متطلبات الإدراج في الشروط التالية<sup>(2)</sup>:

- ✓ أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودية.
- ✓ لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.

(1) سوق الأسهم السعودية على الموقع الإلكتروني:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04.?=12>.

(2) جريدة العرب الدولية، الشرق الأوسط على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aawsat.com/details.asp?section=6>.

✓ تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بفائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

### 3.2.III. هيئة السوق المالية:

تأسست هيئة السوق المالية السعودية بموجب " نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/06/02 هـ، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وفيما يلي ذكر لمهامها وصلاحياتها<sup>(1)</sup>:

#### أولاً: مهام هيئة السوق المالية:

تتولى الهيئة الاشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام السوق المالية، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في سوق الأسهم، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.

#### ثانياً: صلاحيات الهيئة: تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية:

✓ تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.

✓ حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناء على معلومات داخلية.

✓ العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

✓ تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.

✓ تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار سعر تداول الأوراق المالية.

✓ تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.

✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

✓ تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.

### 4.2.III. قياس المخاطر في سوق الأسهم السعودية:

إن تطوير نظريات قياس المخاطر يتطلب أن يكون للسهم سجلا تاريخيا طويلا يتم على ضوء دراسة سلوكه عبر عدد كبير من السنين ثم الخروج بحكم على هذا السهم، ونظرا لحدثة أسواق تبادل الأسهم في البلدان العربية بصورة عامة وسوق الأسهم السعودية بصورة خاصة فإن مثل هذه النظريات لم يعمل بها إلا حديثا، حيث أن البيانات الكاملة على مدى تذبذب الأسهم بصورة فردية عن

(2) هيئة السوق المالية السعودية على الموقع الإلكتروني:

السوق لم تتوفر بعد، إضافة إلى ذلك فإن مؤشرات الأسعار لم تتطور في هذه الأسواق بصورة دقيقة، وعلى العموم ونظرا لصغر حجم الأسواق المالية العربية، فإن المستثمر الذي يتابع أسعار السوق ونشاطها بصورة مستمرة يتمكن من مقارنة تحرك أسهمه بتحريك السوق بشكل عام وهو بذلك يخلص إلى نتائج قد لا تكون دقيقة مئة بالمئة، إلا أنها تظل تمثل الواقع إلى حد بعيد، وهذا بلا شك أفضل من أن لا يكون عند المستثمر أية فكرة على درجة المخاطرة التي تحملها الأسهم التي يملكها<sup>(1)</sup>.

### 3.III. التعريف بالشركة محل الدراسة:

تتنتمي شركة "صافولا" إلى قطاع الزراعة والصناعة الغذائية، وتقوم بتزويد أسواق المملكة العربية السعودية بمختلف المنتجات التي تنتجها من زيوت للطعام، السكر، البلاستيك، العقار، وغيرها من المنتجات التي تجسد ريادة الشركة، وفي ما يلي محطاتها التاريخية<sup>(2)</sup>:

#### 1.3.III. أبرز المحطات التاريخية للشركة:

##### • المرحلة الأولى (من 1979 إلى 1991):

تم تأسيس شركة صافولا في 10/01/1979م، برأس مال قدر بـ: 40 مليون ريال سعودي، وعدد 50 موظفا، وتدرجت صافولا في زيادة رأسمالها حتى وصل 5000 مليون ريال في الوقت الحالي، وعدد مساهميها يزيد عن 160 ألف مساهما، ووصل عدد موظفيها إلى 12500 موظفا منهم 3000 من خارج المملكة و 4000 موظفا سعوديا.

أصبح التركيز الأساسي منصبا على تطوير نشاطات زيوت الطعام اعتبارا من سنة 1981.

بلغت حصة صافولا السوقية لزيوت الطعام حوالي 70 % في السوق المحلية سنة 1991.

##### • المرحلة الثانية (من 1991 إلى 1998):

- ✓ الدخول في التغليف عبر البلاستيك، والتغليف المرن، علب الكرتون والزجاج.
- ✓ الاستحواذ على 40% من المراعي وهي شركة قيادية في سوق الألبان الطازجة.
- ✓ الدخول في صناعة تصفية السكر.
- ✓ إطلاق عدة مشاريع أخرى (Green Fieled Projects) شملت التمر، الشوكولاتة... إلخ.
- ✓ الاندماج بين صافولا مصر وشركة سيم (Sime) مصر وهي شركة متخصصة في إنتاج الزيوت النباتية.

✓ الدخول في قطاع التجزئة عبر الاندماج مع العزيزية بنده.

##### • المرحلة الثالثة (من 1998 إلى 2003):

(1) محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص.51.

(2) أبرز المحطات التاريخية لشركة صافولا على الموقع الإلكتروني:

- ✓ التركيز على تحسين ربحية النشاطات الأساسية.
- ✓ تصفية النشاطات الغير استراتيجية و الغير مربحة.
- ✓ إعادة هيكلة المجموعة لتصبح عبارة عن قطاعات مستقلة ومركز رئيسي واحد.

● المرحلة الرابعة (من 2003 إلى الوقت الحالي):

- ✓ التركيز على تنمية حقوق المساهمين.
- ✓ فصل الأصول العقارية عن قطاع التجزئة ليصبح العقار قطاعا مستقلا.
- ✓ تعديل إستراتيجية استثمار المحافظ عبر تصفية الاستثمار في الشركة المصرية للأسمدة، والاكنتاب الأولي للمراعي، وبيع حصة في شركة كنان العقارية عبر صفقة خاصة.

ويتمثل ملف الأسهم الخاصة بشركة صافولا كما يلي:

رأس المالح المصرح به	5.000.000.000
عدد الأسهم المصدرة	500.000.000
عدد الأسهم الحرة	367.599.195
رأس المال المدفوع	5.000.000.000
القيمة الاسمية للسهم	10
القيمة المدفوعة للسهم	10

III.2.3. تقييم البيئة الداخلية للشركة:

يمكن تقييم البيئة الداخلية للشركة صافولا من خلال استعراض نقاط القوة لديها ونقاط الضعف(1):

أولا: نقاط القوة:

- ✓ تملك المجموعة علامات تجارية معروفة محليا وإقليميا في مجال الزيوت النباتية والسكر وتجارة التجزئة.
- ✓ إتباع أسلوب الإدارة غير المركزية ووجود كفاءات إدارية ومهنية عالية المستوى.

(1) اسراتيجية شركة صافولا على الموقع الالكتروني:

<http://www.savola.com/savola/savolaA/word from the chaiman.php>

✓ نمو مجمل الربح من مستوى 795 مليون ريال عام 2002 م، لمستوى 1.7 مليار ريال عام 2007م، ليصل سنة 2010م إلى 3.4 مليار ريال، بمعدل نمو سنوي مركب (CAGR) (\*) بلغ 20%.

✓ نمو صافي الربح من مستوى 207.6 مليون ريال عام 2002م لمستوى 1.23 مليار ريال عام 2007م، بمعدل سنوي مركب بلغ 24.5%.

✓ نمو العائد على السهم من مستوى 0.42 ريال للسهم الواحد عام 2002م، لمستوى 2.46 ريال للسهم عام 2007م، ليبلغ سنة 2010م قيمة 1.77 بمعدل نمو مركب بلغ 24.72%.

✓ نمو رأس المال من مستوى 628.5 مليون ريال عام 2002م، لمستوى 3.75 مليار ريال عام 2007م، وتم رفع رأس المال لـ 5 مليار ريال، بمعدل نمو سنوي 25%.

#### ثانياً: نقاط الضعف:

✓ ازدياد الاعتماد على إيرادات الاستثمارات حيث زادت الأخيرة كنسبة من صافي الربح من 45.4% عام 2002م لمستوى 90.1% عام 2007م، أي نسبة الضعف تقريبا.

✓ ارتفاع أسعار المواد الخام التي تستعملها المجموعة في الإنتاج بنسبة كبيرة خلال السنوات الأخيرة وتوقع استمرار ارتفاعها في المستقبل.

✓ التأثير السلبي المتوقع لارتفاع تكاليف المعيشة محليا وإقليميا على القدرة الشرائية للمستهلكين.

#### III.3.3. تحليل القوائم المالية المشتركة:

يشمل تحليل القوائم المالية لشركة صافولا كل من قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، كذلك بعض النسب المالية كنسبة الربحية، نسب النشاط، نسب المديونية ونسب السيولة وذلك طيلة فترة الدراسة الممتدة من سنة 2002م إلى 2010م.

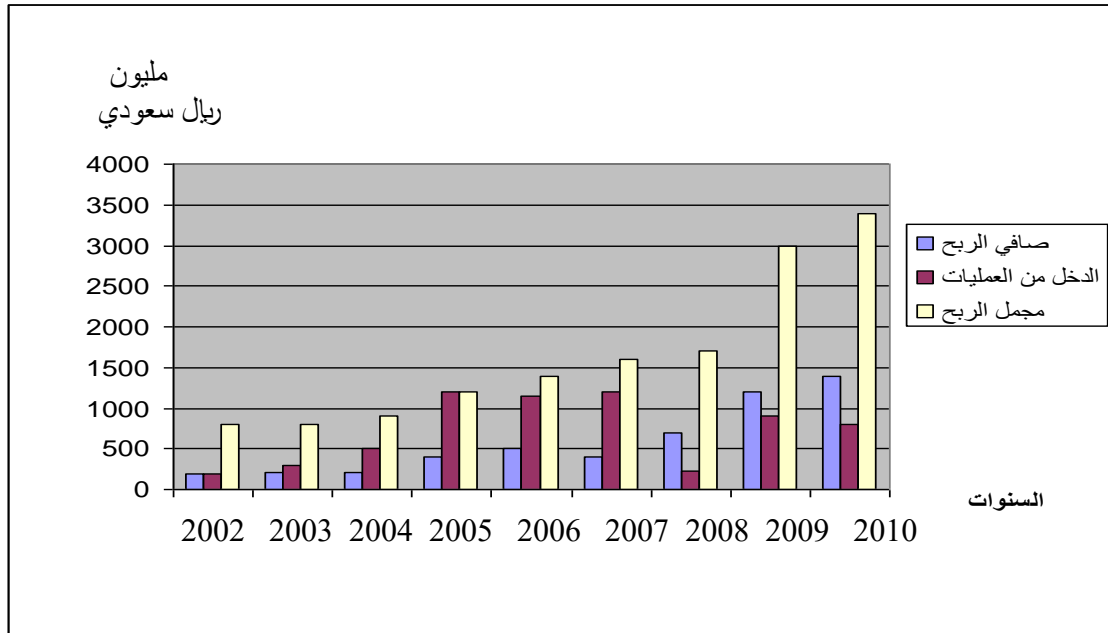
#### أولاً: قائمة الدخل:

ارتفعت مجمل الإيرادات (المبيعات) الصافية من مستوى 3.64 مليار ريال عام 2002م لتصل مستوى 21.02 مليار ريال عام 2010م، أي بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 24.5%، في حين ارتفع مجمل الربح من 795 مليون ريال عام 2002م، ليصل مستوى 3.41 مليار ريال عام 2010م، أي بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 20%، ومن جانب آخر تذبذبت المصروفات العمومية والإدارية للمجموعة بين انخفاض وارتفاع خلال الفترة 2002م-2010م لتصل سنة 2010م إلى 603.13 مليون ريال، في حين

$$r = \left( \sqrt[n]{\frac{X^n}{X^0}} - 1 \right) \times 100 = \text{معدل النمو السنوي المركب} (*)$$

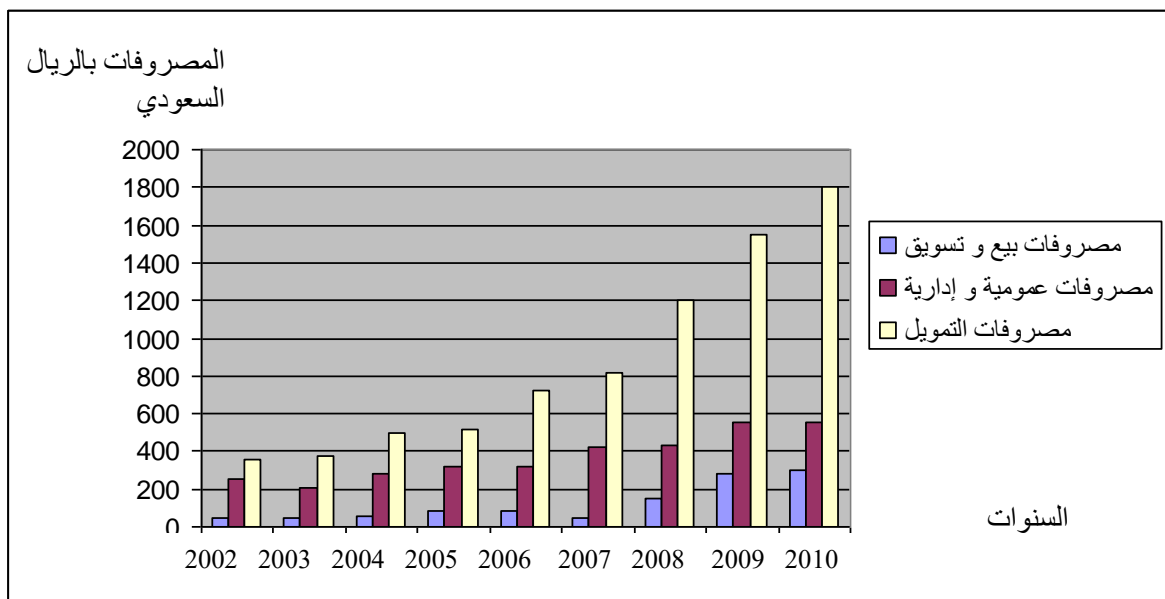
ارتفعت مصروفات البيع والتسويق بشكل منتظم من 364.5 مليون ريال عام 2002م لتصل لمستوى 1.87 مليار ريال سنة 2010م ، بمعدل نمو سنوي مركب 22.7%، طبعاً هذا الشيء متوقع من صافولا التي تسعى لتسويق منتجاتها عالمياً وتنفق على الدعاية والإعلان والترويج بشكل كبير.

**شكل رقم (3-1) : تطوير الإيرادات في صافولا (2002 – 2010).**



**المصدر:** من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).

**شكل رقم (3-2) : تطور المصروفات في صافولا (2002 – 2010).**

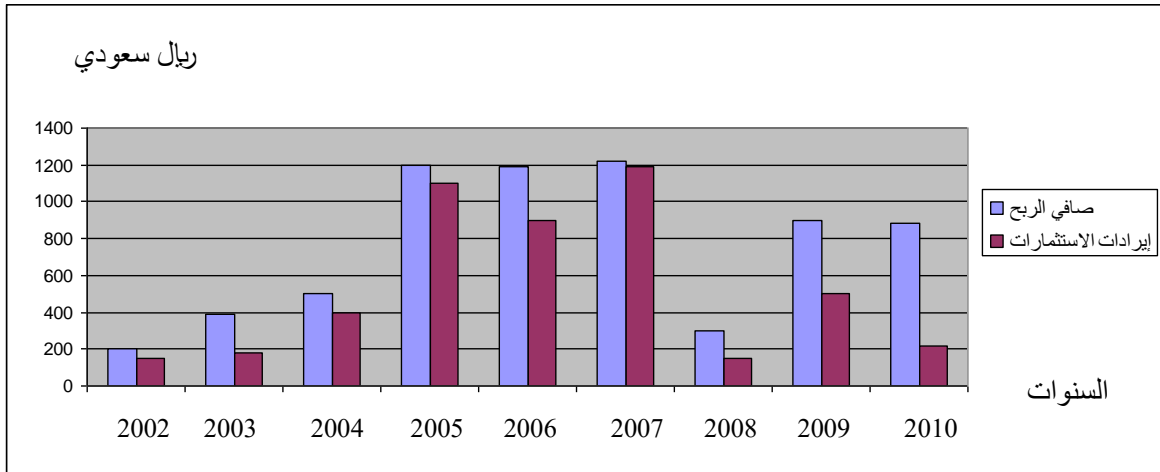


**المصدر:** من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).



من جانب آخر ، عند مقارنة نمو الدخل من العمليات ( الربح التشغيلي) مع نمو بند إيرادات الاستثمارات ( الربح غير التشغيلي)، نلاحظ أن نسبة النمو المركب لبند الإيرادات الاستثمارية أكبر بحوالي أربعة أضعاف الدخل من العمليات، وبالرغم من معرفتنا بأن صافولاً لا تسعى لتوفير السيولة ذاتياً من خلال الاستثمار في شركات واحدة لفترة زمنية معينة ثم بيعها وتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة منها، إلا أنه من الواضح أن لهذه الطريقة أثراً سلبياً على انسيابية الأداء، حيث ارتفع وانخفض صافي الربح بطريقة غير منتظمة خلال الفترة 2005 – 2010، وهو يسبب نوع من الاضطراب في النسب المالية، من جانب آخر من الواضح أن الاعتماد المتزايد على الأرباح غير التشغيلية يساهم في إعطاء صورة " مضخمة " نوعاً ما عن أداء المجموعة.

شكل رقم ( 3-3) : مقارنة إيرادات الاستثمار مع صافي الربح في صافولاً.



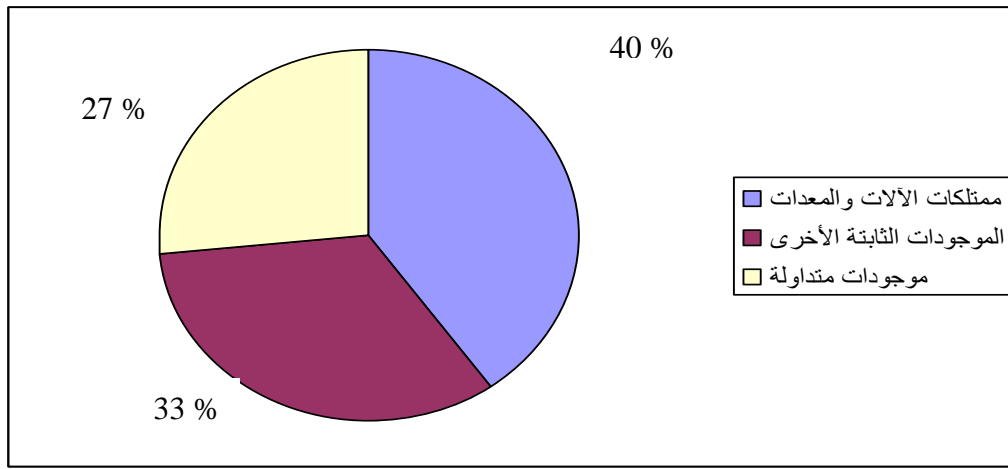
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولاً (انظر الملحق).

ثانياً: قائمة المركز المالي:

• في بند الموجودات :

نما اجمالي الموجودات بمعدل سنوي مركب بلغ 22.7 % خلال الفترة ما بين 2002م إلى 2007، حيث لاحظنا نمو الممتلكات والآلات والمعدات بمعدل 12.4 %، كما نمت الأصول الثابتة الأخرى بمعدل سنوي مركب بلغ 33.62 % ، في حين نمت الموجودات المتداولة بمعدل بالاستحواذ على شركات صناعية كبيرة وتوسعها في مجالات الأراضي والعقار، وهي جميعها تضم نسبة كبيرة من الأصول الثابتة، من جانب آخر ، يظهر الشكل رقم (3-4) أدناه توازن تركيبة الأصول نسبيا وهو ما يرجع لتنوع نشاطات المجموعة في عدة مجالات استثمارية ذات احتياجات مختلفة من الأصول التشغيلية.

**شكل رقم ( 3-4 ): تركيبة الموجودات في صافولا ( 2010 ).**



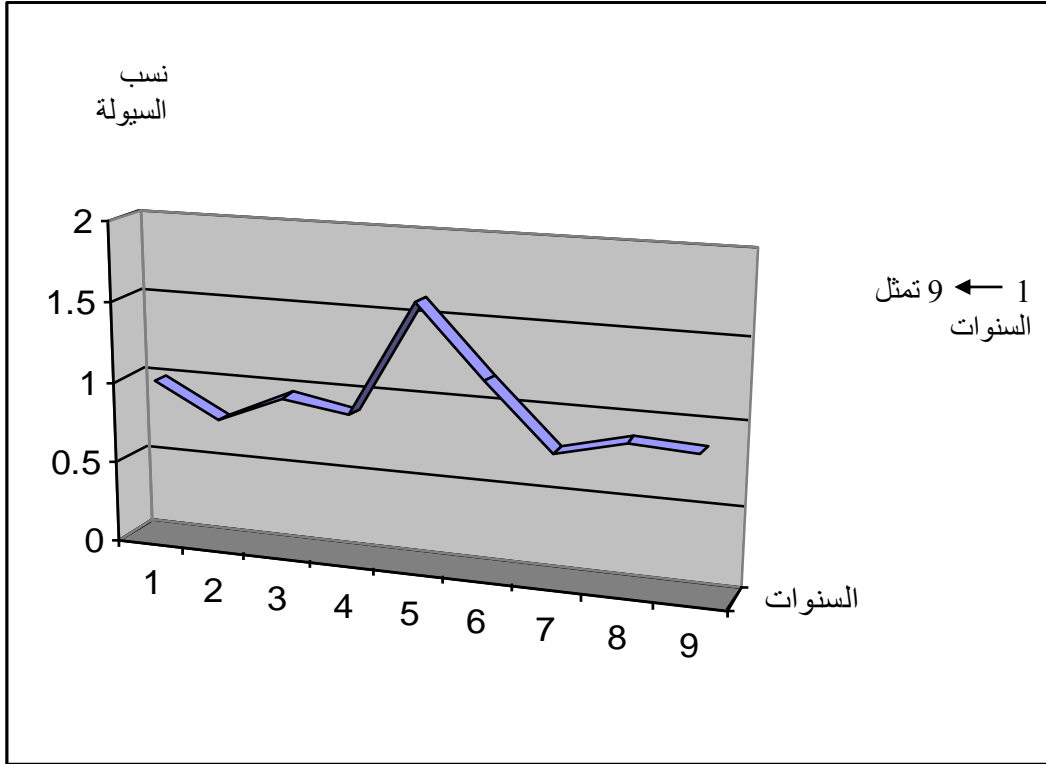
**المصدر:** من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).

#### • على جانب المطلوبات:

نلاحظ أن المطلوبات المتداولة شكلت أكثر من 75 % من إجمالي المطلوبات خلال السنوات الماضية، وهو ما يدل على طبيعة نشاط شركات المجموعة الرئيسية التي يشكل فيها تمويل رأس المال العامل ( نخص بالذكر هنا مخزون المواد الخام والسلع الوسيطة وما يترتب عليها من زيادة في الحسابات الدائنة)، جزءا مهما من أعمالها، لكن وجود نسبة عالية من المطلوبات المتداولة يعني أيضا وجود ضغوطات كبيرة من حيث السيولة، خصوصا وأن المطلوبات المتداولة عادة ما يجب الإيفاء بها خلال عام واحد، لكن هنا يجب أن نقارن حجم المطلوبات المتداولة مع حجم الموجودات المتداولة خلال فترة المقارنة، حيث أن نسبة السيولة الحالية (الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة) يجب أن تكون تساوي واحد ( 1.00) أو أكبر من ذلك في الشركات التي تتعامل في إنتاج وبيع المنتجات الاستهلاكية سريعة الدوران مثل صافولا، لو تمعنا في الشكل رقم (3-5) أدناه سنلاحظ أن نسبة السيولة الحالية في صافولا كانت تتمحور حول رقم واحد خلال الأعوام الماضية، مما يعطينا مؤشرا جيدا على وضع

السيولة في المجموعة.

شكل ( 3-5): تطور نسبة السيولة الحالية في صافولا ( 2002-2010).



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (أنظر الملحق).

### ثالثاً: النسب المالية:

لو تفحصنا نسب الربحية الخاصة بمجموعة صافولا في الجدول رقم ( 1-3) نلاحظ:

✓ ارتفاع معدل العائد على الموجودات ( ROA ) من 5.98 % عام 2002، ثم صعود النسبة 14.81 % عام 2005م نظراً لتحقيق أرباح استثنائية في ذلك العام، ثم هبوطاً لمستوى 4.99 % عام 2010م.

✓ ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية ( ROE ) من 12.08 % عام 2002، ثم صعود المستوى عال نسبياً 40.27 % عام 2005م نتيجة تحقيق أرباح، ثم هبوطاً لمستوى 12.63 % عام 2010م.

✓ في الوقت الذي انخفض فيه هامش الربح الاجمالي من 21.83 % عام 2002م لمستوى 16.24 % عام 2010م، ومصاحبة ذلك ارتفاع في هامش الربح التشغيلي من 5.63 % عام 2002م إلى مستوى 7.12 % عام 2010م، نجد المفارقة في ارتفاع هامش الربح الصافي من 5.70 % عام 2002م إلى مستوى 11.83 % عام 2007م و هو ما يدل على ازدياد اعتماد المجموعة على الأرباح غير المتكررة ومصادر الدخل غير التشغيلية لتعويض التراجع في الهوامش التشغيلية خلال السنوات الماضية، لكن انخفض هامش الربح الصافي عام 2010م ليصل 4.21 %.

✓ رغم ارتفاع نسبة العائد على السهم من 0.42 ريال عام 2002 لمستوى 1.77 ريال عام 2010، أي بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 20 %، فقد لاحظنا انخفاض واضح في نسبة توزيع الأرباح المعدلة من 72.7 % إلى مستوى 70.5 %، ويرجع ذلك إلى أن مجموعة صافولا توجهت نحو التقليل من حجم التوزيعات النقدية خلال السنوات الماضية لصالح منح الأسهم وحقوق الأولوية وذلك لمواجهة متطلبات التوسع والنمو.

جدول رقم (3-1): نسب الربحية للفترة ( 2002 – 2010).

نسبة الربحية %	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
العائد على الموجودات	4.99	5.51	1.39	10.61	10.19	14.51	8.11	7.63	5.98
العائد على حقوق الملكية	12.63	13.67	3.17	17.19	18.88	40.27	24.26	16.28	12.08
هامش الربح الاجمالي	16.24	17.34	13.12	16.37	16.97	17.53	16.39	19.46	21.83
هامش الربح التشغيلي	7.12	7.68	4.85	3.91	5.27	4.42	3.97	5.22	5.63
هامش الربح الصافي	4.21	5.03	1.46	11.82	12.63	17.39	8.97	7.29	4.70
العائد على السهم	1.77	1.9	0.4	2.46	2.30	2.40	1.00	0.60	0.42
نسبة توزيع الأرباح	70.55	53.91	-	48.3	31	31.4	52.7	74.4	72.7
الربح الموزع للسهم	1.25	1	1	1.19	0.71	0.76	0.53	0.45	0.30

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (أنظر الملحق).

أما لو تفحصنا نسب النشاط والمديونية الخاصة بمجموعة صافولا في الجدول رقم ( 2-3) نلاحظ: ثبات معدل دوران إجمالي الموجودات نسبيا ما بين 1.05 و 1.18 مرة، وذلك بالرغم من زيادة إجمالي الموجودات من مستوى 3.47 مليار ريال عام 2002م إلى مستوى 17.78 مليار ريال سنة

2010 م، بمعدل نمو سنوي مركب 22.65 %، يقيس معدل دوران إجمالي الموجودات عادة إنتاجية الموجودات وقدرتها على توليد الإيرادات، بالنسبة لمجموعة مثل صافولا تتخصص في إنتاج مواد إستهلاكية سريعة الدوران، يفترض بهذه النسبة أن تكون أعلى مما هي عليه الآن، حيث يفترض أن تباع صافولا منتجاتها الرئيسية بهوامش ربح ضيقة ولكن بكميات كبيرة نسبيا، نعتقد أن السبب في تواضع هذه النسبة حاليا لدى صافولا لا يكمن في توسع المجموعة في الأسواق الخارجية مما زاد في حجم الموجودات، في حين مازالت المبيعات في تلك الأسواق دون المستوى المطلوب نظرا للمنافسة القوية مقارنة بحجم الاستثمار في الموجودات الجديدة.

المثير للاهتمام هو ارتفاع معدل دوران الموجودات الثابتة (نقصد بالموجودات الثابتة الآلات والمعدات والممتلكات من مستوى 1.95 ريال عام 2002م لمستوى 4.73 ريال عام 2010م، أي بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 11.7% وهو ما يدل على ارتفاع الكفاءة التشغيلية لهذا النوع من الموجودات خلال السنوات الماضية، إن ارتفاع معدل دوران الموجودات الثابتة من الآلات والمعدات والممتلكات التي تتعلق بأنشطة المجموعة المختلفة قد ساهمت في زيادة الإيرادات بشكل فعال خلال السنوات الماضية.

على صعيد آخر تشير نسب المديونية إلى ارتفاع نسبة الدين إلى حقوق الملكية خلال السنوات الماضية من 12.2% عام 2002م لمستوى 40.5% عام 2010م، وذلك رغم توجه المجموعة نحو تقليل الاعتماد تدريجيا على التمويل بالاقتراض.

بالنسبة للسيولة، نجد أن هناك استقرارا جيدا في نسبة السيولة الحالية خلال السنوات الماضية حول مستوى واحد (1.00) تمثل هذه النسبة ناتج قسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة، ومن الصحي أن تكون فوق الواحد في شركة تتعامل بالمنتجات سريعة الدوران مثل صافولا، بمعنى آخر، تشير هذه النسبة إلى أن وضع السيولة في صافولا جيد ومقبول، ونتوقع أن يبقى كذلك خلال السنوات القادمة.

### الجدول رقم (3 - 2): نسب النشاط ونسب المديونية والسيولة للفترة (2002 - 2010)

السنوات النسب	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010

نسب النشاط %:									
1.18	1.03	0.95	0.90	0.81	0.85	0.90	1.05	1.05	معدل دوران الموجودات
4.43	3.23	3.25	2.96	3.05	1.76	1.76	2.04	1.95	معدل دوران الموجودات الثابتة
نسب المديونية %:									
39.47	46.71	49.06	61.75	53.69	36.77	33.43	46.86	49.48	نسبة حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول
40.5	34.7	21.94	6.38	9.21	31.54	51.15	7.63	12.23	نسبة حقوق الملكية إلى حقوق الملكية
نسب السيولة %:									
0.87	0.89	0.79	1.18	1.61	0.90	0.97	0.79	1.00	نسبة السيولة الحالية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).

### 4.3.III. تقييم مخاطر الشركة:

#### أولاً: مخاطر النشاط:

تعتبر الأنشطة الرئيسية لشركة صافولا وهي تعبئة زيوت الطعام والسمن النباتي والسكر والبيع بالتجزئة أنشطة ذات مخاطر سوقية قليلة نسبياً، حيث أن الطلب على مثل هذه المنتجات لا يتأثر كثيراً بتقلبات الدورة الاقتصادية نظراً لكونها منتجات أساسية من الصعب الاستغناء عنها.

#### أ. نشاط تعبئة زيوت الطعام والسمن النباتي:

يعتبر قطاع زيوت الطعام، والسمن النباتي من أهم القطاعات التي تشتهر بها شركة صافولا لغاية يومنا هذا، حيث من خلال التمعن في جدول رقم (3-3) والذي يمثل أداء قطاع زيوت الطعام والسمن النباتي، نلاحظ قوة شركة صافولا في هذا المجال على الصعيدين المحلي والإقليمي، لكن ارتفاع معدلات التضخم في منطقة الخليج خصوصاً، والمنطقة العربية عموماً قد يضطر صافولا لأن تعيد احتساب هامش الربح على منتجاتها في هذا القطاع خصوصاً وأن السوق المحلية تعج بمنتجات

مستوردة منافسة ورخيصة ولا يمكن منعها من دخول السوق نظرا لارتباط المملكة باتفاقية التجارة الحرة في حين تسمح باقي دول الخليج بدخول المنتجات المستوردة بشكل كبير (1) .

**جدول رقم ( 3 - 3 ) : قطاع زيوت الطعام والسمن النباتي لدى مجموعة صافولا .**

الشركة	نسبة تملك شركة عافية العالمية في الشركة التابعة	نسبة % الحصة السوقية	المبيعات لعام 2010 (مليون ريال)	نسبة % الفرق عن عام 2009	صافي الأرباح / الخسائر لعام 2010 (مليون ريال)	نسبة % الفرق عن 2009	الأداء الربحي (زيادة / تراجع)
عافية العالمية - نتائج الشركة في السوق السعودية	95.2	50	1800	21	28	6	زيادة الأرباح
عافية العالمية - مصر	99.8	42	847	5.4 -	56.8	55.9	زيادة الأرباح
صافولا بهشهر إيران	80	40	2600	9	201	- 32.83	تراجع الأرباح
يودوم التركية لزيوت الطعام	100	12.6	595	2	15	75-	تراجع الأرباح
صافولا كازاخستان	90	19	182	25	لم تحقق خسائر أو أرباح	غير ممكن	التحول للربحية

**المصدر:** التقدير السنوي لمجموعة صافولا لعام 2010 قسم الأبحاث والدراسات.

مما سبق نجد أن الأنشطة الرئيسية في صافولا قليلة التأثير بالدورة الاقتصادية ولها شهرة محلية وإقليمية في مجال تعبئة الزيوت النباتية إذ أنها تواجه تحديات التضخم ومنافسة السلع الرخيصة، وبالنظر إلى الجدول نجد أن أفضل أسواق زيوت الطعام لدى صافولا هي السعودية والخليج العربي، أما أقلها أداء تركيا وتليها كازاخستان.

**ب. نشاط السكر الأبيض:**

(1) التقرير السنوي 2010 لشركة صافولا على الموقع الإلكتروني:

<http://www.Savola.com/SavolaA/pdf/Savola Annual Repor 2010.A.pdf>



تمتلك صافولا ما نسبته 75% من الشركة المتحدة للسكر، هذه الأخيرة تملك وتشغل ثالث أكبر مصفاة لتكرير السكر في العالم بطاقة إنتاجية تصل إلى حوالي 1.3 مليون طن سنويا وهذا ما يجعلها لا تجابه مخاطر سوقية كبيرة، حيث حققت الشركة حصة اجمالية بلغت 88% في سوق المملكة العربية السعودية، وخلال عام 2010م تم طرح المنتج الجديد للشركة "حلا" في المملكة العربية السعودية والمبتكر خصيصا للحلويات، وبلغ حجم المبيعات 1.32 مليون طن عام 2010 ، مثلت الصادرات منها 0.4 مليون طن ، لما بلغت المبيعات الصافية الموحدة 5 مليار ريال مقارنة بـ 3.6 مليار للعام 2009م، منها مبلغ 3.5 مليار مبيعات حققتها الشركة المتحدة للسكر بالسعودية مقابل 2.5 مليار ريال للعام 2009م بينما بلغ صافي أرباح الشركة الموحدة 191 مليون ريال سعودي مقابل 255 مليون ريال للعام الماضي، علما بأن أرباح عام 2009م كانت قد تضمنت رد المخصصات التي اتخذتها الشركة مقابل تذبذب أسعار المواد الخام، ومن المتوقع أن تزيد ربحية هذا القطاع بشكل ملحوظ بالسنوات القادمة<sup>(1)</sup>.

### ج. نشاط البيع بالتجزئة:

النشاط الرئيسي الثالث لمجموعة صافولا هو البيع بالتجزئة، وهو قطاع واعد خصوصا وأن المملكة تعتبر أكبر أسواق التجزئة في الشرق الأوسط وأهمها، حيث تمكنت خلال عام 2010م من تحقيق نمو مقدر في المبيعات وصل إلى 8.2 مليار ريال سعودي مقارنة بمنتجات تدرها 7.3 مليار ريال سعودي للعام السابق، معتمدة على تاريخها الذي أمتد إلى 32 عام من النجاح والخبرة في قطاع التجزئة ، كما حققت الشركة أرباح صافية للعام 2010م بلغت 66.4 مليون ريال مقابل 28.7 مليون ريال صافي أرباح لعام 2009 م.

لقد بلغت الحصة السوقية للشركة حاليا في سوق التجزئة السعودي للسلع الغذائية والاستهلاكية 7.7% مما يجعلها أكبر شركة في قطاع التجزئة في المملكة، وتطمح الشركة الى رفع حصتها السوقية لتصل إلى 8 % بنهاية عام 2011م وذلك من خلال تحسين أداء أسواقها الحالية وافتتاح عدد من الأسواق الجديدة خلال عام 2011م، هذا وتسعى الشركة من خلال استراتيجيتها التوسعية الى استمرار النمو في حجم المبيعات وزيادة عدد العملاء لتعزيز موقعها الريادي الذي تتمتع به في مجال تجارة التجزئة، وتحقيق دخورات من اقتصاديات الحجم الكبير، لتحسين هوامش الربح من خلال التفاوض على شروط أفضل مع الموردين وتحويل تلك المزايا الى قيمة أفضل لعملائها.

أما الأنشطة الأخرى لصافولا وهي البلاستيك والعقار والامتياز والنيتروكيماويات والاتصالات فتحقق أداء جيد رغم أنها لا تحتل حصصا سوقية مهمة حتى الآن، ولكن الملاحظ أن جميع هذه

(1) تقرير الجزيرة للأسواق المالية على الموقع الإلكتروني:

[http://www.Savola.com/SavolaA/Others\\_Reports\\_2010.A.pdf](http://www.Savola.com/SavolaA/Others_Reports_2010.A.pdf)

القطاعات مناسبة لطبيعة المملكة الاقتصادية وتوجهات المستهلكين فيها، لذلك لا نتوقع أن تجابه هذه النشاطات تحديات كبيرة في الفترة القادمة، لكن ربما ستجابه المجموعة تحديات من ناحية استقطاب الكفاءات الفنية والإدارية اللازمة لإدارة هذه القطاعات، على صعيد آخر نتوقع أن يشكل ارتفاع أسعار المواد الخام بالنسبة لبعض القطاعات مثل قطاع البلاستيك تحدياً جدياً، خصوصاً فيما يتعلق بقدرة هذا القطاع على المنافسة والحفاظ على هامش ربحية مقبول في نفس الوقت، أما قطاع الامتياز فيواجه مشكلة من نوع آخر ألا وهي عدم تقبل المستهلكين لبعض العلامات التجارية التي يتعامل بها قطاع الامتياز<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: مخاطر السيولة:

من الواضح أن التحدي الأكبر لمجموعة صافولا هو القدرة على الموازنة بين توفير السيولة اللازمة للتوسعات الطموحة في مختلف القطاعات والمحافظة في نفس الوقت على معدلات هامش ربحية منخفضة نسبياً لمواجهة المنافسين، ورغم أننا نتعامل مع مجموعة تضم ستة قطاعات مختلفة من حيث طبيعة النشاط ونوعية عملائها، كما أن كل قطاع بحد ذاته ذو مقدرة مختلفة على توليد ما بين فروعها الداخلية والخارجية، إلا أنه من الواضح حسب الجدول رقم (3-4) أدناه وجود عجز نقدي لدى المجموعة فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة المتاحة<sup>(\*)</sup> منذ عام 2003 إلى عام 2008، إلا أنه بحلول عام 2009 بدأت مجموعة صافولا تستعيد تدفق نقدي كبير تواصل إلى غاية عام 2010 .

(1) التقرير السنوي 2009 لشركة صافولا على الموقع الإلكتروني:

[http://www.Savola.com/SavolaA/pdf/Savola\\_3Q\\_2009\\_Results\\_The\\_good\\_Gets\\_Better.pdf](http://www.Savola.com/SavolaA/pdf/Savola_3Q_2009_Results_The_good_Gets_Better.pdf)

- تقاس التدفقات النقدية الحرة بالعادة من خلال طرح النفقات الرأسمالية من التدفقات الناتجة عن العمليات، بمعنى آخر، تمثل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للاستثمار في المشاريع، الفرص الواعدة وذلك بعد أن تكون المجموعة قد قامت بتغطية جميع النفقات التشغيلية الرئيسية.

جدول رقم (3-4): التدفقات الحرة لمجموعة صافولا (ألف ريال).

السنة المالية	التدفقات النقدية من العمليات	النفقات الرأسمالية	التدفقات النقدية الحرة
2002	402.744	172.478	230.266
2003	260.252	307.358	(47.106)
2004	106.292	1.061.744	(955.459 )
2005	480.368	988.048	(507.680)
2006	325.336	1.376.583	(1.051247)
2007	858.171	1242.634	(384.463 )
2008	471.676	2.207.749	(1.736073)
2009	2.341.666	400.755	1.940.911
2010	1.822.297	845.297	977.018

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).

والمثير للاهتمام هو أن مجموعة صافولا قامت بالاستثمار في شركات جديدة وقطاعات جديدة عام 2003 م، رغم أن التدفقات النقدية الحرة كانت أرقام سالبة، فالسؤال هو: ما هي مصادر التمويل التي اعتمدها صافولا إذن لتمويل توسعاتها واستثماراتها الجديدة منذ عام 2003م ؟ الجواب يتضح من الجدول رقم (3-5) أدناه والذي يبين قيام المجموعة بتوفير تدفقات نقدية كبيرة من خلال الاستثمارات في سوق الأسهم، إضافة لقيام المجموعة بتصفية استثمارات ناجحة في عدد من الشركات التي لا تدخل ضمن أنشطة المجموعة الأساسية، من الواضح أن صافولا حققت أرباحا كبيرة نتيجة تصفية النوع الثاني من الاستثمارات وهي أرباح غير تشغيلية وساعدت المجموعة على توليد السيولة، حيث أن الفارق الايجابي ما بين الربح المتأتي من بيع هذا النوع من الاستثمارات وتكلفة الاستحواذ عليها صبت في مصلحة رفع السيولة الإجمالية المتاحة للمجموعة.

**جدول رقم (3-5): التدفقات النقدية الموجبة من الأنشطة الاستثمارية ( ألف ريال).**

السنة المالية	التدفقات النقدية الناجمة عن بيع استثمارات	صافي المتحصل من بيع استثمارات	المجموع
2002	44.780	-	44.780
2003	207.483	172.287	375.770
2004	1.174.398	519.640	1.694.038
2005	409.551	525.519	935.070
2006	535.736	2.151.443	2.687.179
2007	2.552.774	1.778.626	4.331.400
2008	2.351.463	1.336.352	3.687.815
2009	1.500.374	242.350	1.742.724
2010	1.139.114	280.000	1.419.114

**المصدر:** من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية لشركة صافولا (انظر الملحق).

**ثالثا: مخاطر سعر الصرف:**

تمثل مخاطر الصرف بالعادة التقلبات الحادة غير المتوقعة في أسعار الخام والخدمات المساندة والأجور والمنتجات النهائية في الدول الأجنبية التي تعمل بها شركات المجموعة التابعة، والناجمة عن تذبذب أسعار عملات البلدان أو تلك التي تتعامل معها، وبالنسبة لصافولا، فإن أبرز مخاطر سعر الصرف تأتي من التقلبات في سعر الصرف لكل من الريال السعودي والدولار الأمريكي واليورو والريال الإيراني والجنيه المصري، وفقا للتقرير السنوي لمجموعة لعام 2010م فإن تقلبات أسعار الصرف لم تشكل مخاطر جوهرية بالنسبة للمجموعة.

**رابعا: المخاطر الجيو-سياسية:**

تتمتع المناطق الرئيسية التي تنتج فيها مجموعة صافولا وتبيع إنتاجها، وهي المملكة العربية السعودية ومنطقة الخليج العربي واليمن باستقرار سياسي واقتصادي في الوقت الذي لا توجد فيه أية ظواهر طبيعية مثل الزلازل والبراكين، أما بالنسبة للدول الأخرى التي تتواجد فيها المجموعة من خلال شركاتها التابعة، فباستثناء إيران والسودان، فإن باقي الدول التي يوجد للمجموعة أنشطة رئيسية فيها مثل الأردن ومصر والمغرب وكازاخستان تعتبر مستقرة سياسيا و اقتصاديا ولا يوجد فيها مخاطر طبيعية رئيسية، إلا أن مع مطلع عام 2011 م شهدت بعض الدول التي يوجد فيها للمجموعة أنشطة انقلابات سياسية قد شكلت بعض المخاطر للمجموعة.

**4.III المتغيرات المستخدمة في الدراسة:**

اعتمدنا في دراستنا على مجموعة من المتغيرات، ونورد في ما يلي تعريف لكل متغير على حدا ثم تحديد طبيعة كل متغير وترميزه<sup>(1)</sup>.

### 1.4.III. التعريف بالمتغيرات:

#### أولاً: المتغير التابع:

في ضوء هدف الدراسة الاختيارية يتمثل المتغير التابع في درجة المخاطرة السوقية للسهم، للشركة السعودية صافولا، خلال فترة الدراسة، وتعتبر درجة المخاطرة السوقية المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمرين لبناء قراراتهم الاستثمارية ويتم حسابها من خلال المعادلة:

$$B = \frac{\sum XY - N(\bar{X})(\bar{Y})}{\sum Y^2 - N(\bar{Y})^2}$$

#### ثانياً: المتغيرات المستقلة:

في ضوء تحليل الدراسة النظرية وهدف الدراسة تم التعبير عن المتغيرات المستقلة باستخدام مؤشرات مالية تعكس المعلومة المالية، متمثلة في نسب السوق ونسب الربحية على النحو التالي:

أ. القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS): تحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

وتوضح هذه النسبة نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين، أي نصيبه من رأس المال المدفوع وعلاوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة خلال السنوات الماضية من عمر الشركة، لذا فإنها قد تستخدم بشكل مهم عند التصفية ويعد المؤشر المرتفع لهذه النسبة مؤشراً إيجابياً ويدل على أداء الشركة الجيد والنمو المستمر فيها.

#### ب. العائد على إجمالي الموجودات (ROA):

تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين صافي الربح والأصول، وتأخذ الصيغة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{عائد الأصول}} = \text{العائد على الموجودات}$$

ويتم من خلال هذه النسبة رصد كفاءة الشركة في توليد العائد على الأصول. ويجب الإشارة هنا إلى أن هناك من يرى أن نسبة العائد على الأصول يجب أن تكون بالصيغة التالية إذا أردنا أن نحكم بشكل دقيق على كفاءة الإدارة في استغلال أصولها لتحقيق الأرباح.

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة والضرائب (EBIT)}}{\text{عائد الأصول}} = \text{العائد على إجمالي الموجودات}$$

(1) مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، صص. 150-153.

إن الحصول على مؤشر مرتفع لهذه النسبة يبين الكفاءة التشغيلية لإدارة الشركة ونجاحها في استخدام أصولها بكفاءة لتوليد الأرباح.

**ج. العائد على حقوق المساهمين (الملكية) (ROE):**

هو نسبة من نسب الربحية المرتبطة بالاستثمارات، حيث يتم بموجبها الربط بين صافي الربح المتحقق خلال فترة ما وبين حقوق الملكية لنفس الفترة، وتأخذ هذه النسبة الصيغة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

وتشمل حقوق الملكية رأس مال الأسهم بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة، وتبين النسبة مدى النجاح الذي تحقق من طرف الشركة في استخدام مصادر المال الداخلية، في جني وتحقيق الأرباح.

أما إذا اشتملت هذه النسبة أسهما ممتازة فتأخذ الشكل التالي:

$$\frac{\text{صافي الربح} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

يوضح المؤشر العالي لهذه النسبة قدرة إدارة الشركة على تعظيم عائد المستثمرين، كما تبين نجاح هذه الإدارة في استخدام حقوق الملكية بشكل مربح.

**د. نسبة السهم/عائد السهم (PER):**

تعرف أيضا هذه النسبة بمضاعفة عائد السهم، لأنها إذا استخرجت النسبة وجرى ضربها بأحدث قيمة للأرباح المتحققة عن السهم، فإنه يمكن للمحلل المالي الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق، لذا فهي مؤشر جيد للتعريف على الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم السوقية في الأسواق المالية، وتأخذ هذه النسبة الصيغة التالية:

$$\frac{\text{سعر السهم السوقى}}{\text{عائد السهم}} = \text{نسبة سعر السهم إلى عائد السهم}$$

إن ارتفاع مؤشر هذه النسبة يعتبر مؤشرا إيجابيا للمستثمرين والمساهمين ويقاس توقعاتهم لأداء الشركة الجيد في المستقبل.

**هـ. نسبة السعر السوقى/ القيمة الدفترية للسهم (MVBV):** تحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{السعر السوقى للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \text{نسبة السعر السوقى/ القيمة الدفترية للسهم}$$

المؤشر العالي لهذه النسبة يعد مؤشرا جيدا ويعكس النظرة الجيدة للمستثمرين تجاه أداء الشركة.

### 2.4.III. تصنيف وترميز المتغيرات:

لقد تم تصنيف وترميز متغيرات الدراسة وتحديد طبيعتها كما في الجدول رقم (3-6).

**جدول رقم (3-6): تصنيف وترميز متغيرات الدراسة.**

المتغير	الرمز	طبيعة المتغير
درجة المخاطرة السوقية للسهم	DRMS	تابع
العائد على الموجودات	ROA	مستقل
العائد على حقوق المساهمين	ROE	مستقل
نسبة سعر السهم السوقي/ عائد السهم	RER	مستقل
نسمة السعر السوقي/ القيمة الدفترية	MVBV	مستقل
القيمة الدفترية	BV	مستقل

المصدر: من إعداد الباحثان.

### 3.4.III. البيانات المستخدمة لبناء وتقدير النموذج:

لقد تم الاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول رقم (3-7) لبناء وتقدير النموذج، على

النحو التالي:

جدول رقم (7-3): البيانات المستخدمة في بناء وتقدير النموذج

الشهر	أفريل	ماي	يونان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	الشهر المتغيرات
المؤشر العام	6.867	6.120	6.094	6.094	6.106	6.392	6.392	6.318	6.315	6.358	5.941	6.563	6.710	
الأسهم	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	500.00
السعر / العائد	18,76	13,96	15,18	15,15	14,02	14,89	14,26	13,66	15,55	16,24	14,49	15,73	21,13	
العائد على السهم	2,31	2,31	2,31	2,30	2,30	2,30	2,31	2,31	1,79	1,77	1,77	1,77	1,32	
السعر	2,44	2,19	2,38	2,44	2,26	2,40	2,27	2,18	2,33	2,05	1,83	1,99	1,98	
السوق/القيمة	14,74	14,74	14,74	14,23	14,23	14,23	14,47	14,74	14,35	14,06	14,04	14,04	14,02	
القيمة الدفترية	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	13,88	
العائد على الموجودات	8,11	10,61	10,01	9,85	12,33	12,98	13,03	11,70	11,70	10,22	10,22	9,78	8,20	
سعر الانحراف	36	32,2	35	34,80	32,20	34,20	32,90	31,50	28,88	28,80	25,70	27,90	27,08	
عائد السوق	15,73	3,13	2,69	5,89	2,89	7,71	7,71	6,47	7,14	71,14	7,14	10,07	13,07	

المصدر: التقارير الشهرية لهيئة السوق المالية السعودية.



\* كيفية حساب درجة المخاطر السوقية:

لقد تم الاستعانة بالمتوسط المتحرك لثلاثة أشهر لحساب درجة المخاطرة السوقية للسهم كما

يلي:

1. حساب درجة المخاطرة السوقية لشهر أبريل لسنة 2011:

$$\sum XY - N(\bar{X})(\bar{Y})$$

$$B = \frac{\sum XY - N(\bar{X})(\bar{Y})}{\sum Y^2 - N(\bar{Y})^2}$$

حيث: X: عائد السهم

Y: عائد السوق

متوسط عائد السوق

$\bar{X}$ : متوسط عائد السهم

B: معامل B المعبر عن درجة المخاطرة السوقية للسهم.

Y <sup>2</sup>	XY	Y	X
50,97	12,64	7,14	1,77
104,44	12,19	10,22	1,77
170,82	12,27	13,07	1,32
326,16	48,02	30,43	4,86

$$\bar{X} = \frac{\sum X}{n} = \frac{4,86}{3} = 1,62$$

$$\bar{Y} = \frac{\sum Y}{n} = \frac{30,43}{3} = 10,14$$

ومنه:

$$B = \frac{48,02 - 3(1,62)(10,14)}{326,16 - 3(102,81)} = 0,074$$

هذه الطريقة لاتخاذ درجة المخاطرة السوقية للسهم معتمدة في حسابها لباقي الأشهر.

مع الإشارة إلى أنه بالاعتماد على المتوسط المتحرك لثلاث أشهر، سوف يتم الأخذ بأربعة

عشرة (14) مشاهدة فقط، لأنه سيتم إلغاء مشاهدتين عند الحساب.

### 4.4.III. تقدير نموذج الانحدار واختباره إحصائياً:

لتحليل نموذج الانحدار يجب القيام أولاً بتقدير النموذج الخطي التالي والذي يعتمد على أسلوب الانحدار البسيط:

$$Y = a + bx + u$$

حيث:  $y$  : هو المتغير التابع

$X$  : هو المتغير المستقل

$a$  : المعامل الثابت

$b$  : معامل الاتجاه العام

$u$  : متغير عشوائي

وسوف يتم اختبار النموذج السابق على أساس الاختبارات الإحصائية التالية:

- ✓ معامل الارتباط الذي يوضح درجة الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع.
- ✓ معامل التحديد  $R^2$  الذي يوضح نسبة تغيرات المتغير التابع التي يمكن تفسيرها عن طريق المتغير المستقل.
- ✓ اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الانحدار البسيط.
- ✓ اختبار (T) وهو اختبار معنوية معامل المتغير المستقل لمعرفة مدى معنوية المتغير المستقل وأهميته في النموذج المقترح، وذلك عند مستوى ثقة 95% لكل من (F) و (T).

**فرضية العدم:**

لا توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

**الفرضية البديلة:**

توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

حيث يتم رفض فرض العدم السابق وفقاً لقواعد الاختبار التالية:

1. إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية عند مستوى معنوية 0,05.
  2. إذا كانت قيمة (T) المحسوبة أكبر من قيمة (T) الجدولية عند مستوى معنوية 0,05.
- والجدول الموالي يوضح البيانات المستخدمة لبناء وتقدير النموذج خلال الفترة الممتدة من جانفي 2010م إلى أفريل 2011م.

جدول رقم (8-3): البيانات المستخدمة لاختبار النموذج.

أفريل	مارس	فيفري	جانفي	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	يون	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	العائد على الموجودات ROA العائد على حقوق المساهمين ROE
8,20	9,78	10,22	10,22	11,70	11,70	13,03	12,98	12,33	9,85	10,01	10,61	10,19	8,11	8,11	7,63	
9,38	12,63	12,63	12,61	14,21	15,94	15,94	16,13	16,13	16,13	15,49	15,49	15,49	13,70	13,70	13,70	السعر السوقي/ عائد السهم PER السعر السوقي / القيمة الدفترية MVBV
21,13	15,73	14,49	16,24	15,55	13,66	14,26	14,89	14,02	15,15	15,18	13,96	15,61	18,76	18,39	17,44	
1,98	1,44	1,83	2,05	2,33	2,18	2,27	2,40	2,26	2,44	2,38	2,19	2,44	2,57	2,52	2,39	القيمة الدفترية BV
14,02	14,04	14,04	14,06	14,35	14,47	14,27	14,30	14,23	14,23	14,34	14,74	14,74	13,88	13,88	13,88	
0,074	0,75	0,68	0,24	0,15	1,30	1,43	1,85	0,104	0,011	0,065	0,008	0,078	0,032	NA	NA	درجة المخاطرة السوقية

المصدر: من إعداد الباحثين.

### 5.III. تحليل النتائج:

لقد كشفت نتائج التحليل الإحصائي على ما يلي:

#### 1.5.III. دور العائد على الموجودات في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم:

$$DRMS = 0,22 - 1,19 ROA$$

$$R^2 = 42\% \quad T^* = 1,88$$

$$R = 45\% \quad F^* = 2,93$$

من خلال معادلة الانحدار المقدر نجد أن هناك علاقة قوية نسبية وعكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث ارتبطت درجة المخاطرة السوقية بـ 45% مع العائد على الموجودات. وقد فسرت التغيرات الحاصلة في درجة المخاطرة السوقية للسهم من طرف المتغير المستقل (العائد على الموجودات) بنسبة 42%، أما الباقي من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى عنصر التشويش في النموذج (U).

أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عند مستوى معنوية 5%، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل حيث نجد أن قيمة F\* المحسوبة تقدر بـ 2,93 أكبر من F الجدولية 2,69، مما يشير إلى أن الانحدار ككل له معنوية إحصائية. كما أظهر اختبار دلالة المعامل المقدر b عند مستوى معنوية 5%، أن قيمة T\* المحسوبة تقدر بـ 1,88 أكبر T الجدولية 1,78، مما يعني قبول الفرضية البديلة (H<sub>1</sub>). وعليه يمكن القول أنه توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع والمتغير المستقل أي أن العائد على الموجودات له دور، لكنه ليس بالكبير، في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.

#### 2.5.III. دور العائد على حقوق المساهمين في تحديد درجة المخاطر السوقية للسهم

$$DRMS = 0,076 - 0,65 ROE$$

$$R^2 = 62,28\% \quad T^* = 2,61$$

$$R = 61,58\% \quad F^* = 10,49$$

من خلال معادلة الانحدار المقدر نجد أن هناك علاقة قوية وعكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث ارتبطت درجة المخاطرة السوقية بـ 61,58% مع العائد على حقوق المساهمين.

وقد فسرت التغيرات الحاصلة في درجة المخاطرة السوقية للسهم من طرف المتغير المستقل (العائد على حقوق المساهمين) بنسبة 62,28 %، أما الباقي من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى عنصر التشويش في النموذج (U).

أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عند مستوى معنوية 5%، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، حيث نجد أن قيمة F\* المحسوبة تقدر بـ 10,49 وهي أكبر من F الجدولية 2,69، مما يشير إلى أن الانحدار ككل له معنوية إحصائية.

كما أظهر اختبار دلالة المعامل **b** عند مستوى معنوية 5%، أن قيمة T\* المحسوبة تقدر بـ: 2,61 أكبر من T الجدولية 1,78، مما يعني قبول الفرضية البديلة (H<sub>1</sub>).

وعليه يمكن القول أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي أن العائد على حقوق المساهمين له دور وأهمية كبيرة في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.

### 3.5.III. دور السعر السوقي/عائد السهم (PER) في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم:

$$DRMS = 2,36 - 0,12 PER$$

$$R^2 = 58,40 \% \quad T^* = 2,093$$

$$R = 69,71 \% \quad F^* = 2,98$$

من خلال معادلة الانحدار المقدرة نجد أن هناك علاقة قوية وعكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث ارتبطت درجة المخاطرة السوقية للسهم بـ 69,71 % مع السهم السوقي على عائد السهم.

وقد فسرت التغيرات الحاصلة في درجة المخاطرة السوقية للسهم من طرف المتغير المستقل (السعر السوقي / عائد السهم) بنسبة 58,40 %، أما الباقي من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى عنصر التشويش في النموذج (U).

أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عند مستوى معنوية 5%، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث نجد قيمة F\* المحسوبة تقدر بـ 2,98 أكبر من F الجدولية 2,69، مما يشير إلى أن الانحدار ككل له معنوية إحصائية.

كما أظهر اختبار دلالة المعامل المقدر **b** عند مستوى معنوية 5%، أن T\* المحسوبة تقدر بـ: 2,093 أكبر من T الجدولية 1,78، مما يعني قبول الفرضية البديلة (H<sub>1</sub>).

وعليه يمكن القول أنه توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي أن السعر السوقي / عائد السهم له دور وأهمية كبيرة.

### 4.5.III. دور السعر السوقي / القيمة الدفترية (MVBV) في تحديد درجة

## المخاطرة السوقية للسهم:

$$\begin{aligned} \text{DRMS} &= 1.65 - 0.54\text{MVBV} \\ R^2 &= 32.04 \% \quad T^* = 1.098 \\ R &= 36.75 \% \quad F^* = 2.53 \end{aligned}$$

من خلال معادلة الانحدار المقدرة نجد أن هناك علاقة ضعيفة وعكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث ارتبطت درجة المخاطرة السوقية للسهم بـ: 36,75%، مع السعر السوقي/ القيمة الدفترية.

وقد فسرت التغيرات الحاصلة في درجة المخاطرة السوقية للسهم من طرف المتغير المستقل (السعر السوقي / القيمة الدفترية) بنسبة 32,04 % ، أما الباقي من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى عنصر التشويش في النموذج (U).

أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عند مستوى معنوية 5%، عد مائة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث نجد قيمة  $F^*$  المحسوبة والمقدرة بـ: 2,53، أقل من  $F$  الجدولية 2,69، مما يشير إلى أن الانحدار ككل ليس له معنوية إحصائية. كما أظهر اختبار دلالة المعامل المقدر  $b$  عند مستوى معنوية 5%، أن  $T^*$  المحسوبة تقدر بـ 1,098 أصغر من  $T$  الجدولية 1,78، مما يعني قبول فرضية العدم ( $H_0$ ).

وعليه يمكن القول أنه لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي أن السعر السوقي / القيمة الدفترية ليس له دور وأهمية كبيرة في تحديد وقياس درجة المخاطرة السوقية للسهم.

### III.5.5. دور القيمة الدفترية ( BV ) في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم:

$$\begin{aligned} \text{DRMS} &= 0,46 - 0,002 \text{ PER} \\ R^2 &= 17 \% \quad T^* = 0,061 \\ R &= 23 \% \quad F^* = 0,91 \end{aligned}$$

من خلال معادلة الانحدار المقدرة نجد أن هناك علاقة ضعيفة وعكسية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث ارتبطت درجة المخاطرة السوقية للسهم بـ 23 % ، مع القيمة الدفترية.

وقد فسرت التغيرات الحاصلة في درجة المخاطرة السوقية للسهم من طرف المتغير المستقل (القيمة الدفترية) بنسبة 17%، أما الباقي من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع إلى عنصر التشويش في النموذج (U).

أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عند مستوى معنوية، عدم ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث نجد قيمة  $F^*$  المحسوبة والمقدرة بـ 0,91 أقل من  $F$  الجدولية 2,69. مما يشير إلى أن الانحدار ككل ليس له معنوية إحصائية. كما أظهر اختبار دلالة المعامل المقدر  $b$  عند مستوى معنوية 5%، أن  $T^*$  المحسوبة تقدر بـ 0,061 أصغر من  $T$  الجدولية 1,78، مما يعني قبول فرضية العدم ( $H_0$ ).

وعليه يمكن القول أنه لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي أن القيمة الدفترية ليس لها دور وأهمية كبيرة في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم. من خلال تحليل النتائج تم التوصل إلى أن كل من المتغيرات المستقلة السابقة لها أهمية، لكن بنسب متفاوتة، حيث نجد أن العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي إلى عائد السهم تأتي في المرتبة الأولى من الأهمية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، تليها نسبة العائد على الموجودات بنسبة أقل، أما السعر السوقي إلى القيمة الدفترية والقيمة الدفترية من الناحية الاقتصادية فتربطهم علاقة عكسية مع درجة المخاطرة السوقية للسهم، لكن دون وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية.

### خلاصة:

لقد كان الهدف الأساسي للدراسة التطبيقية هو التعرف على دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم، ولتحقيق هذا الهدف تم بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط واختباره إحصائياً، وكانت النتائج المتوصل إليها أن المعلومة المالية تلعب دوراً كبيراً في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية خاصة الأسهم، من خلال معرفة القيمة السوقية للسهم وما يصاحب هذا الأخير من مخاطر.

فالمعلومة المالية وإن كانت لها أهمية بالنسبة للمستثمر، هي كذلك ذات أهمية بالنسبة للشركة  
المصدرة للسهم، فالإفصاح عنها يؤدي إلى بعث الاطمئنان لدى المستثمر مما يدفعه إلى توجيه  
استثماراته نحو أسهم هذه الشركة وهذا ما يساعدها في تجميع الأموال اللازمة لها.  
إن المعلومة المالية باعتبارها المحتوى الإعلامي للرسالة والمتمثلة في مجموع التقارير  
والقوائم المالية تلعب دورا هاما في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته.



## الاستنتاجات والاقتراحات:

### أولاً: الاستنتاجات:

يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية كما يلي:

- ✓ تعتبر سوق الأوراق المالية آلية هامة من آليات جمع الموارد المالية وتوظيفها.
- ✓ تعتبر المعلومة المالية ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين.
- ✓ تعد القوائم المالية المعدة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، المصدر الأساسي للمعلومة المالية.
- ✓ ارتباط مفهوم كفاءة السوق بالمعلومات خاصة المالية منها.
- ✓ تؤثر المعلومة المالية المنشورة داخل التقارير والقوائم المالية للشركات المدرجة داخل سوق الأسهم السعودية بشكل واضح على قرارات المستثمرين في السوق.
- ✓ إن المعلومة المالية المنشورة لا تعتبر كافية بالنسبة للمستثمرين داخل سوق الأسهم السعودية.
- ✓ يؤدي توافر المعلومة المالية إلى تخفيض درجة المخاطرة المحيطة بقرار الاستثمار بالأسهم مما يساعد على اتخاذ القرار السليم الذي يحقق المنفعة المطلوبة.
- ✓ تستخدم المعلومة المالية كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية وذلك للتنبؤ بقيمة الأسهم، حيث تكون هذه المعلومات بأشكال مختلفة منها النسب المالية.
- ✓ نموذج الانحدار الخطي الذي تم اقتراحه في الدراسة التطبيقية هو نموذج شامل يعكس حقيقة العلاقة بين المعلومة المالية ودرجة المخاطرة السوقية للسهم.
- ✓ تعتبر نسبة العائد على حقوق المساهمين ونسبة السعر السوقي إلى عائد السهم أكثر المعلومات المالية ارتباطاً بدرجة المخاطرة السوقية للسهم.
- ✓ تعتبر نسبة العائد على الموجودات ذات أهمية قليلة مقارنة مع سابقتها في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.
- ✓ تعد القيمة الدفترية ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية من المعلومات المالية الأقل أهمية بالنسبة للمستثمرين في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم.

### ثانياً: الاقتراحات:

- بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج في هذه الدراسة فإنه يمكن تلخيص أهم الاقتراحات الضرورية والتي يمكن الاستفادة منها في سوق الأسهم السعودية على النحو التالي:
- ✓ العمل على حث الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودية على مزيد من الإفصاح والشفافية في القوائم المالية والاستمرار والانتظام في نشرها.
  - ✓ العمل على زيادة وعي استثماري ومالي للمتعاملين في السوق لتوضيح أهمية المعلومة المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المالية.
  - ✓ ضرورة تشجيع قيام شركات وبيوت خبرة متخصصة في مجال التحليل المالي وتقدير المخاطر بهدف تقديم المشورة والرأي الفني للمستثمرين.
  - ✓ يجب على هيئة السوق المالية أن تلزم الشركات بنشر مجموعة موحدة من النسب المالية مع التقارير ربع السنوية والسنوية.
  - ✓ حتى تكون المعلومات أكثر ملائمة لترشيد قرارات المستثمر فإنها يجب أن تنشر على فترات دورية قصيرة حيث يعتبر التقرير الشهري هو الأكثر أهمية، يليه الربع سنوي ثم النصف سنوي وأخيرا السنوي.
  - ✓ على الجهات المعنية تعزيز الرقابة على مكاتب التدقيق الخارجية لإعادة الثقة لدى المستثمرين والمتداولين فيما ينشر من بيانات وقوائم مالية.
  - ✓ العمل على تنظيم سوق الأسهم السعودية، بهدف منع الغش وعدم استغلال الأطراف الداخلية للمعلومات المالية الخاصة.

## الخاتمة العامة:

كما هو معروف فإن سوق الأوراق المالية هو المكان الذي تتم فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في قائمة تلك السوق من أسهم وسندات بأنواعها المختلفة، بالإضافة إلى المشتقات المالية بكافة أشكالها، إلا أننا نستطيع القول أن تداول الأسهم لا يزال يشكل النسبة العظمى من عمليات التداول قياساً ببقية الأنواع، وبالتالي لا زال سوق الأسهم يحظى باهتمام المستثمرين بشكل رئيسي، حيث تعتمد قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بهذه الأوراق على تحليل وتقييم موسع ومستفيض للمعلومات المالية وغير المالية، والذي يمكن الاعتماد فيه على التحليل المالي الذي يجريه المحللون المحترفون والمختصون في إجراء مثل هذا التقييم، فالمعلومة المالية تلعب دوراً مهماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من خلال التوصل إلى أسعار الأوراق المالية التي تعكس التوازن بين العائد والمخاطر وتخفيض المخاطر، الأمر الذي ينعكس على حجم السوق وحجم التعامل فيه، ويؤدي في النهاية إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، وكذلك تساعد المستثمرين على اختيار الورقة المالية التي يحقق من خلالها أعلى عائد مع درجة معينة من المخاطر.

ولقد أظهرت الدراسة التطبيقية التي أجريت على سوق الأسهم السعودية أهمية المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطر وإن اختلفت الأهمية النسبية للعناصر أو المكونات التي تحتويها هذه المعلومات، إلا أن هناك بعض الصعوبات التي تحد من أهمية المعلومات المالية، ألا وهي عدم إدراك المستثمر السعودي لأهمية هذه المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري، وكذلك نقص الخبرة خاصة عند صغار المستثمرين في فهم الجيد لمحتوى التقارير والقوائم المالية التي يتم الإفصاح عليها من قبل الشركات المدرجة في السوق.

بالرغم من صعوبة الموضوع فقد حاولنا إبراز بعض الجوانب منه من جهة، ومن جهة أخرى لتكون هذه الدراسة خطوة إيجابية لأي باحث يرغب في التعمق أكثر في هذا الموضوع، كما نأمل أن تساهم هذه الدراسة في إبراز أهمية ودور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطر في سوق الأوراق المالية.

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
48	الميزانية العمومية من منظور مالي.	(1-2)
49	قائمة الدخل من منظور مالي.	(2-2)
51	العناصر الأساسية المكونة لقائمة التدفقات النقدية.	(3-2)
71	العوائد السنوية المحققة لأحد الأسهم خلال 10 سنوات ماضية.	(4-2)
97	نسب الربحية للفترة (2002-2010).	(1-3)
99	نسب النشاط ونسب المديونية والسيولة للفترة (2002-2010).	(2-3)
100	قطاع زيوت الطعام والسمن النباتي لدى مجموعة صافولا.	(3-3)
103	التدفقات النقدية الحرة لمجموعة صافولا.	(4-3)
104	التدفقات النقدية الموجبة من الأنشطة الاستثمارية.	(5-3)
107	تصنيف وترميز متغيرات الدراسة.	(6-3)
108	البيانات المستخدمة في بناء وتقدير النموذج.	(7-3)
111	البيانات المستخدمة لاختبار النموذج.	(8-3)

قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	قيمة حق اختيار الشراء لأسهم عادية.	(1-1)
25	قيمة حق اختيار البيع لأسهم عادية.	(2-1)
60	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.	(1-2)
60	رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة.	(1-2أ)
60	رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة.	(1-2ب)
62	الأشكال الثلاثة لنظرية الكفاءة.	(2-2)
63	العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاثة.	(3-2)
92	تطور الإيرادات في صافولا (2002-2010).	(1-3)
93	تطورات المصرفيات في صافولا (2002-2010).	(2-3)
94	مقارنة إيرادات الاستثمارات مع صافي الربح في صافولا (2002-2010).	(3-3)
94	تركيبية الموجودات في صافولا (2010).	(4-3)
95	تطور نسبة السيولة الحالية في صافولا (2002-2010).	(5-3)

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم في بيئة سوق الاسهم السعودية، حيث يعتبر قرار الاستثمار في الاوراق المالية أهم و أصعب و أخطر القرارات التي يتخذها المستثمر وتأتي على رأس المبادئ التي يقوم عليها هذا القرار المعلومات خاصة المالية منها لما تلعبه من دور هام في تنشيط سوق الاوراق المالية و كذلك بالنسبة للمتدخلين فيه، ولتحقيق هذا الهدف تم بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط وإختباره احصائيا و بهذا خلصت الدراسة إلى انه يمكن الاعتماد على المعلومة المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم و إن اختلفت الاهمية النسبية للعناصر و المكونات التي تحتويها هذه المعلومات، مع ضرورة قيام الشركات المدرجة اسهمها في سوق الاوراق المالية خاصة سوق الاسهم السعودية بالافصاح الكافي عن المعلومات المالية و زيادة وعي و إدراك المستثمرين لأهميتها في إتخاذ قرار الاستثمار في الاوراق المالية .

**الكلمات المفتاحية:** المعلومة المالية، المخاطرة السوقية، كفاءة السوق ، الاسهم .

## Abstract :

This research aims to detect the role of financial information indeterming the degree of market risk of the shares joint stock in Saudi shares market's environment ,because the investment decision of caruncy is the most interresting and the most difficult one .The first principle of this decision depends on the financial informations which plays an important rôle also according in the operators, a simple linear regression and in the aime of realise this obgetive a model has been built and statistically tested. The reaserch ended with result , it can be depended on the financial information to determine the degree of risk market whatever the relative importance of information elements and composant ,and the companies which set its stocks in market especially the saudi one ,must present the suffisant fiancial informations in addition increase the investors consionness about its importance to make the financial investment decision .

**The Key Words:** the financial information, risk of marcket, stock, effiience of marcket.