جامعة الكوفة
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

محاضرات في:

الأسواق المالية

لطلبة قسم العلوم المالية والمصرفية / المرحلة الرابعة

د. حسن شاكر الشمري

الباب الأول
الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية

تؤدي الأسواق دور جدا مهم، في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن هذه الأسواق تتوافر فيها منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

الفصل الأول
الملامح الأساسية للأسواق المالية

المبحث الاول: التطور التاريخي للأسواق المالية:

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية في الدول الأوربية

تشير الشواهد التاريخية إن أول بورصة (Bourse)(*) أنشأت في مدينة أنفرس البلجيكية عام (1576) ثم في أمستردام في هولندا عام (1608), ثم في لندن عام (1666), وبعدها في مدينة باريس عام (1808), ثم تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام (1892), وقد كان لانتشار الشركات المساهمة خلال تلك المدة إقبال الحكومات على الاقتراض وخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية, الأثر الاهم في ظهور بورصات الأوراق المالية (Securities Stock Exchanges) بعد أن كانت معظم تلك التعاملات تتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق كما في الدول الكبرى كفرنسا وإنكلترا وأمريكا, إلى أن استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة تسمى الآن بورصات الأوراق المالية.

ففي فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية بموجب أمر ملكي, وفي إنكلترا استقرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر والقرن العشرين في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange), في حين تم إنشاء أول بورصة في أمريكا عام (1892) وذلك في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات والتي أطلق عليها وول ستريت (Wall Street)(*), ومع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وظهور الأوراق المالية (Securities), وازدياد اصدار وتداول تلك الأوراق كان لابد من قيام سوق لتأمين التعامل في بورصة الاوراق المالية (Stock Exchange) ظهرت سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات, وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب, إذ يتم فيها التداول بصورتين هما:-

- ☒ عمليات عاجلة حيث تتم تصفية العملية مباشرة ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري.
- ☒ عمليات آجلة ويتم عقدها مباشرة, ألا إن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

مما تقدم نجد أن التطور الاقتصادي لأي بلد كان لا بد أن يصاحبه تطوراً مالياً موازياً له في شكله وقوته, لذا يمكن القول عموماً إن فكرة الأسواق المالية ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي:-

المرحلة الأولى/ تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

(*) يعود أصل كلمة بورصة (Bourse) إلى مصدرين أساسيين هما:-

- اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (فان دي بورص) (Ven Den Bourse) والذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (BRUGES), إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار, ولذلك فإن لفظ بورصة جاءت منسوبة إلى اسم الشخص الذي كان يجتمع عنده التجار لإتمام عمليات البيع والشراء سواء البضائع أو بيع العملات المختلفة.
- فندق في مدينة بروج كان يزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس (Thirds Bourses) إذ كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال, ولذلك أطلق لفظة البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالبيع والشراء.

(*) سمي ذلك المكان بشارع الحائط (Wall Street) نسبة إلى الحائط الذي بناه الهولنديين آنذاك لحماية قطعانهم إذ كان يتجمع خلفه المستوردون الهولنديون للعناية بقطعانهم من الأبقار والذي شهد بعد ذلك اهتماماً وتركيزاً سياسياً و اقتصادياً كبيراً.

المرحلة الثانية/ تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد إن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.
المرحلة الثالثة/ مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الاقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية).
المرحلة الرابعة/ مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية, فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها, إذ إن الاهتمام بسعر الفائدة وازدياد إصدار سندات الخزانة لمدد متوسطة وطويلة الأجل, كما زاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول, وهي بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالي.
المرحلة الخامسة/ وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية, بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها, وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

المطلب الثاني: نشأة الأسواق المالية في الدول العربية

أما أهم البورصات التي أنشئت في العالم العربي بورصة الإسكندرية سنة 1883، وبورصة القاهرة سنة 1890، في حين لبنان فقد تأسست بورصة بيروت عام 1920 أما في عام 1977 فقد أنشأت كل من تونس والمغرب بورصة للأوراق المالية ثم تبعها إنشاء سوق عمان في الأردن عام 1978.وفي العام 1988 قامت دولة البحرين بإنشاء بورصتها وأنشأت سلطنة عمان في العام 1989 سوق مسقط للأوراق المالية ثم أنشأ في العراق في العام 1993 سوق بغداد المالي وبدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع عام 1995، وفي عام 1996 تم افتتاح سوق فلسطين لأوراق المالية، أما في الجزائر فأنشأت بورصة القيم المنقولة في عام 1993.

المبحث الثاني: ماهية الأسواق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

وتشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فان الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية،نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين .

المطلب الأول: السوق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط الآتية:

- تعريف السوق ومعايير تصنيفها؛
- تعريف السوق المالي؛
- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها.

أولا- تعريف السوق وتصنيفاتها

بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها،إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1- تعريف السوق

في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.

2- معايير تصنيف الأسواق: يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها:

أ) من حيث طبيعة السلعة:

يمكن التميز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:

- سوق المال والنقد: سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم.

- سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية.

بينما يمثل الطلب (المشترين) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين. والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالا فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاول نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة حماية للعمالة، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعا والتي تشتمل المنتجات الزراعية والصناعية...الخ

- سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي،وسوق الأدوات الصحية...الخ.

ب) من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق إلى نوعين هما:

- سوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:

- وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشترين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.
- سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف .
- تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.
- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.

- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

ج) من حيث درجة المنافسة:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي:

- سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين،يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد،ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.

- سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج

الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فانه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره.

- سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بما يلي:

- وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.
- اختلاف السلعة المنتجة.
- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.
- القدرة على ترويج المبيعات.

- سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبيا بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.

ثانيا: تعريف السوق المالية

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود ،أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعنى أن السوق المالية تتكون من شقين أساسين هما:

- أسواق النقد؛
- أسواق رأس المال؛

2-1- تعريف السوق النقدية: هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.

وتتميز السوق النقدية بالمميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

2-2- تعريف سوق رأس المال: هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

- التعريف الأول: يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها ...الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين.

- التعريف الثاني: كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

الشكل الأول: أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

الشكل الثاني: أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال،إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاما واحدا أو أقل تتضمن سوقا نقديا،أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة فهي تتضمن سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية). وعلى هذا الأساس يتم تداول أذونات الخزانة [*] في سوق النقد، بينما يتم تداول سندات الخزانة في سوق رأس المال

ثالثا:تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

- **التعريف الأول:**" سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

-التعريف الثاني:" سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها".

- **التعريف الثالث**: " سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ " البورصة"،أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب،وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.

- **التعريف الرابع**: تعرف سوق الأوراق المالية بأنها" الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول".

-التعريف الخامس" شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي".

---

[*] أذونات الخزانة: وهي سندات قصير الأجل تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في الموازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي القصير الأجل تتراوح مدتها بين 3 أشهر وسنة واحدة، وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها علما بأن أول من اقترح فكرة استخدام أذونات الخزانة treasurybonds هو الاقتصاد الأمريكي باجهوت Bagehot وذلك قام 1887 لتمويل الحكومة الأصولية في ذلك الوقت.

- التعريف السادس"هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من اجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

كما أنه بعد عرض التصنيفات المختلفة للسوق في النقطة الأولى من هذا المطلب يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

أن سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق،على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر،وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

2- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-1 أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:

أ- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشترين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية...إلخ.

ب- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2-2 الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

- الأسواق المنظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

- الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة،وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق،ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية،كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها،و كذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة،وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق،كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛
- وظائف سوق الأوراق المالية.

أولاً:خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

1- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

2- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

3- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

4- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

5- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة،وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
6-الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
7- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
8- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي،نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه،مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.
9- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

1- أداة لتمويل الاقتصاد: وذلك عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي. فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

2- توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية: تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية،بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

3- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق،وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختباره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.

4- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ،فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي،وتسجيلها،و حجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة،والأسعار.

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين،وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها،منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

5- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

6- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- كفاءة التسعير: بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق،مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

7- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات،ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها،أو على ضعف مركزها المالي،وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها،أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.

8- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر،حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة،انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

9- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني،حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

10- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

11- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية،التمويلية،التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة،وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

الفصل الثاني
دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات (إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية .

المبحث الأول: أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم بها، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد

الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

1. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .
2. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة .
3. رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .
4. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي .
5. تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها .

ولسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات ، كما أنها تلعب دوراً بارزاً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي ، من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي. ويمكن توضيح ذلك من خلال الفقرات التالية:-

المطلب الأول : أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم – مهما بلغ حجمها – بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابها لعمليات السحب ، والإيداع في البنوك التجارية.

ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومداخل سليمة لاستثمار المدخرات، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية ، أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية للشركات :

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات ، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

يعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي - يفترض أنها متوافرة – هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أى انخفاض تكلفة الاستثمار.

أما الدور غير المباشر، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

المطلب الثالث:أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد القومي:

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومي ، حيث أنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومي فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة ، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة ، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو.

من جهة أخرى ، فإن السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للادخار والاستثمار ، مما يقضى على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتناز غير المنتج ، كما يؤدى كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين.

وسوق الأوراق المالية إذا ما توافرت لها سبل الكفاءة ، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية ، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر ، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلى – وليست عوضا عنه – وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى ، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة .

المطلب الرابع:أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برامج الخصخصة:

دأب الأدب الاقتصادي فيما يتعلق بعمليات الخصخصة على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق مالية تنافسية وذات كفاءة ، وخصوصا سوق الأوراق المالية. وقد اتضحت هذه العلاقة في الكثير من تجارب الخصخصة ، حيث تبين أنه كلما كانت هناك سوق أوراق مالية قوية ونشطة وتنافسية، وذات كفاءة ، كلما نجح برنامج الخصخصة الذي يتم تنفيذه.

ويتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية ، خاصة تلك التي تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادي ، وتتميز بالكفاءة والاتساع ، تسهم في إتمام عمليات الخصخصة ، من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة ، عن طريق شراء المدخرين مباشرة أو بطريقة غير مباشرة (بالوسطاء) الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة.

من ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن شركات قطاع الأعمال العام المطروح أسهمها للبيع في بورصة

الأوراق المالية سوف تساهم في زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدى إلى تنشيط حركة التعامل في البورصة ، ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل.

المبحث الثاني: علاقة سوق الأوراق المالية بمتغيرات الاقتصاد الكلي

المطلب الأول: تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي في أسعار الأسواق المالية

تتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادي في المجتمع وتؤثر فيه بدورها.

وفيما يلي يتم تناول بعضا من هذه المتغيرات :-

أولا: السياسة المالية Fiscal Policy:

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية وهو الضرائب على سبيل المثال والذي يعد أحد مصادر الإيرادات الرئيسية في غالبية الدول واللازمة لتمويل الإنفاق العام ، فإذا ما لجأ واضعوا السياسات إلى تخفيض معدلات الضرائب على دخول منشآت الأعمال والتوسع في منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار ، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الإنتاج،فسوف تكون محصلة كل ذلك هو زيادة حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال،مما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها في السوق بالارتفاع،والعكس صحيح في حالة رفع معدلات الضريبة،حيث سينعكس ذلك سلبيا على أسعار أسهم المنشآت في السوق.

وأيضا إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فإن ذلك يؤدى إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية المحققة بواسطة المنشآت نظرا لارتفاع معدل التضخم،مما سينعكس بالسلب على أسعار أسهمها.

ثانيا: السياسة النقدية Monetary Policy:

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية،إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.

وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال. فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية وهو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض النقود سوف ينعكس على أسعار الفائدة في السوق بالانخفاض، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية أخرى داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة،ومن المؤكد أن يؤثر ذلك إيجابيا على دخول منشآت الأعمال وعلى مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها بالارتفاع .

وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقود آثاره السلبية على أسعار الأسهم،حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعي السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقود.

وتتوضح العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه, فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه, مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك

الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض, أي انخفاض أسعار الفائدة, وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح.

ومن ناحية أخرى إذا ما زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي, أي إن هناك ارتفاعاً في السيولة فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم, ألا إنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة, وانخفاض أسعار الأسهم.

ثالثا: سعر الصرف Exchange Rate:

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها،لها أثر هام على وضع السوق والتي تظهر في أكثر من صورة . فانخفاض قيمة العملة يتوقف أثره على طبيعة الأصل المالي، إذ يتحول حاملوا الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائدا بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة .وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهى سندات ذات العائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها،وتمثل قيمة استردادها إغراء بالنسبة لمالها.كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير.

وباختصار فإن معدل العائد المتوقع لأي أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هي إيرادات العوائد،الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي،وأخيرا الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغير في سعر الصرف.

ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة الاسمية للصك والسعر المدفوع.فإذا كان هناك فرصة فإنه سيبيع الصك قبل حلول تاريخ استحقاقه،وبالتالي يمكن فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسمالية التي سيتحملها . وبما أنه لا يُعرف مقدما ما سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل،فإنه يمكن التخمين فقط عند ذلك.

ويؤثر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم, مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها, ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها, مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

وتشير الدراسات إن العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تنتقل من خلال قناتين هما:-

القناة المباشرة:- مع ثبات العوامل الأخرى, فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما نتيجة ارتفاع سعر الصرف الأجنبي, من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (كالأسهم) أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد طلبهم على تلك الموجودات وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك, ومن جانب آخر فأن انخفاض قيمة العملة يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع أسعارها تبعاً لذلك.

القناة غير المباشرة:- تمارس أسعار الصرف آثاراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية (عبر السوق السلعية) مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة, فانخفاض قيمة العملة لبلد ما, غالباً ما يؤدي الى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية, مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية, وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات, الأمر الذي سيؤثر في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم.

رابعا: التضخم Inflation:

التضخم لا يعني في حقيقته انخفاضا في القوة الشرائية للنقود حتى ولو أن هذا يتحقق فعلا،بقدر ما يعني في الواقع انخفاضا في القدرة الشرائية لحائزي النقود بدرجات متفاوتة. فليست القوة الشرائية للنقود في حد ذاتها المتغير الهام الذي يتأثر بالتضخم، وإنما القدرة الشرائية للأشخاص (الوحدات) الاقتصادية حائزة النقود وهي التي تتأثر حقيقة وفعلا بالتضخم.

ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموما (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار في البورصة،بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية.

وقد يبدوا للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولا حقيقية،حيث يتم تقويمها بالنقود الجارية لابد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد خطر الاستهلاك والتناقص في القيمة،وهي ميزة نظرية للأسهم بالمقارنة بالسندات ذات العائد الثابت.

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسيا على أسعار الأسهم وذلك لما قد يثار من مخاوف حول إمكانيات مزيد من الارتفاع لذلك المعدل وهو ما يعنى ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم،ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذي يؤدى إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية. كما قد يصاحب ذلك زيادة طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية مما يسبب ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية.

خامسا: سعر الفائدة Interest Rate:

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولا مالية،فمن الطبيعي أن تقييمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود.

وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار بالبورصة وذلك باعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية وأيضا له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر،حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض المعروف مقدما دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها.وهذا التنافس الحديث للسندات في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعا جوهريا وأساسيا،فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة،غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر آلياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه،أما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسيا ويتوقف على آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في البورصة.

سادسا: حجم الإنتاج القومي National Income:

يعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد, والناتج المحلي يمثل السلع والخدمات التي أنتجت في البلد خلال مدة زمنية غالباً ما تكون سنة, ونمو الناتج من سنة إلى أخرى يدل على تطور النشاط الاقتصادي في البلد, ومن هنا فإن التنبؤات التي تتعلق بالوضع الذي سيكون عليه هذا الناتج في السنوات المقبلة يعكس بلا شك الوضع الاقتصادي في المستقبل والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية.

لقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج, ولما يزيد عن ربع قرن من الزمن, بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين, فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي, لأن البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية أو الثابتة

تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية, ومن هنا تظهر أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة الى المستثمر, وبمقدار ما يكون التوقع دقيقاًن يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرار السليم بالنسبة الى استثماراته (فإذا ما عرف إن الاقتصاد مقبل على حركة انتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعاً لشراء الأسهم واقتنائها لأن حركة الانتعاش هذه سوف تعمل على زيادة أرباح منشآت الأعمال, وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية, إما إذا كانت توقعاته تشير إلى إن الاقتصاد مقدم على حركة ركود أو كساد, فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار بالأصول المالية).

إن تأثير التقارير عن حجم الإنتاج القومي قد يكون لها أثر إيجابي أو أثر سلبي على أسعار الأسهم،فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مم يزيد من حركة التعامل على الأسهم،ويؤدى بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

وقد تبدو العلاقة أو الارتباط بين مستوى البورصة ومستوى النشاط الاقتصادي واضحة من خلال نتائج المشروعات فتعكس الظروف المتعلقة بكل مشروع مستوى النشاط والذي يترجم ربحية المشروعات،في حين تعكس الأسعار المعلنة في البورصة درجة ثقة المتعاملين،وتدرج القدرة المالية للمشروعات المقيدة.

وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل .يحدث ذلك إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم،وكما سبقت الإشارة يترتب على التضخم زيادة في سعر الفائدة التي ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم في السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

سابعا:مؤشرات اقتصادية أخرى Other Economics Indexes

في البلدان الصناعية المتقدمة هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد, ولعل من أهم هذه المؤشرات الإنتاجية المخزونة من البضائع ونسبة البطالة ومعدلات التضخم وتطور مؤشر أسعار المستهلكين، .....الخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى والتي لها الدور المباشر وغير المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية أسهم وسندات.

المطلب الثاني: آثار سوق الأوراق المالية على الادخار والاستثمار

في اقتصاديات السوق الحر تكون لأسواق الأوراق المالية والهيكل المالي الكفء ، تأثيرات إيجابية هامة على النمو الاقتصادي من حيث الآثار التي تولدها هذه الأسواق في زيادة الحجم الكلي للمدخرات، وزيادة التخصيص الكفء لرأس المال ، وزيادة الحجم الكلي للاستثمار وتخصيص أكفأ للمدخرات الوطنية. ويمكن توضيح ذلك من خلال الفقرات التالية:-

أولاً : أثر السوق على الحجم الكلي للمدخرات :_

ينشأ تأثير سوق الأوراق المالية على الميل للادخار من حقيقة أن تنمية النظام المالي توفر سلسلة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية أكبر ، مع المحافظة على تفضيلاتها، وذلك أن هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة والخدمات التي توفرها السوق ، وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الاستثمار ، والفرص الكبيرة لتنويع حافظة الأصول المالية في الأسواق المختلفة.

ولكي تمارس السوق هذا الدور فلابد من توافر شرطين أساسيين:

أولهما : أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

ثانيهما : تحقيق تأثير إيجابي على الدخل ، ويتطلب ذلك ما يلي :_

أ- توافر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة ، مما يجعل هذه الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين ، مقارنة بالاستثمار المباشر في الموجودات المالية الأخرى.

ب- أن يتوافر لوحدات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار في هذه الأوراق.

ج- وجود حافز لوحدات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية.

ثانياً:أثر السوق على التخصيص الكفء للمدخرات:_

لاشك في أن حجم المدخرات ، ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية، التي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي، وبالتالي لا يمكن تنميتها بمعزل عن الوضع الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية.

وفي الدول النامية ، فان خلق نظام مالي كفء يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية، وذلك لأن إصدار الأسهم والسندات كبقية أشكال الأدوات المالية، يزيد من معدل الادخار ، ويجعله أكثر جاذبية ، ويمكن تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة ، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة تبعاً لذلك.

ويرى بعض المتخصصين أن اقتصاداً خالياً من سوق فعالة لرأس المال سوف يعانى خسائر عدم التخصيص المتمثلة في عدم وجود آلية للتأكد من تخصيص رأس المال ، بحيث تكون إنتاجيته الحدية أكبر ، كما سيخفف في تحقيق التخصيص الزمني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال.

ثالثاً : أثر السوق على حجم الاستثمار الكلي :_

إن النظام المالي الكفء يمكن أن يعزز الاستثمار ، ويحسن من تخصيصه ، وذلك بالزيادة الكبيرة في الحجم ، عن طريق نوعين من المؤشرات ، هما :_

أولهما : اثر التكلفة Cost Effect

ثانيهما : أثر الإمكانية Availability Effect الناشئ من حقيقة كون تنمية سوق مالية كف سيقود إلى تقليص تكلفة الأموال بما في ذلك الأثر النفسي الذي يحدثه.

ويعمل الهيكل المالي المتطور بتوحيده سوق رأس المال على تخفيض تكلفة الاقتراض في النهاية، وذلك بتضييقه بشكل جوهري للحدود التي يتقلب فيها سعر الفائدة، كما أن وحدة سوق رأس المال سيشجع أيضا تخصيصاً أكثر كفاءة للموارد ، وزيادة في معدل العائد الذي تدره.

وبالنسبة للتخصيص الأفضل للمدخرات بين مختلف الاستثمارات المحتملة ، فهناك شكوك حول قدرة هذه الأسواق في تخصيص الثروة بشكل مناسب حتى في البلدان المتقدمة ذات البورصات النشطة ، لأن إعادة توزيع الموارد الرأسمالية أو تفتيتها تواجه معارضة شديدة في اقتصاد المشروع الحر .

الفصل الثالث
أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

المبحث الاول: الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية

المطلب الأول: تعريفها

هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية التي بمكن التعامل بها فقط في السوق النقدية مثل(اذونات الخزينة، الأوراق التجارية، وشهادات الإيداعات القابلة للتداول، والقبولات المصرفية)، وتتميز هذه الأوراق المالية بأن تاريخ استحقاقها سنة فأقل، وان المصدر الأساسي لهذه الأوراق هي المؤسسات المالية والوحدات الحكومية والشركات الكبيرة.

المطلب الثاني: أشكال الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

أولا) أذون الخزانة، و هي:

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد. وتصدر أذون الخزانة بتواريخ استحقاق مختلفة وعادة ما تكون 91 يوم و182 يوم وأخيراً 365 يوماً. ولا يتم دفع الفائدة للمستثمر، حيث تباع الأوراق بخصم.

وتعتبر مجالاً استثمارياً ممتازاً "ومؤقتاً" للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب، وذلك للأسباب التالية:

1. كونها استثمارات خالية من المخاطر (Risk-Free) ، فهي أوراق حكومية تحمل ضمانها.
2. لها سوق مستمر (سوق ثانوي) فالمتعاملين فيها على استعداد دائماً للشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها.
3. لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها إذا رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة احتياجات السيولة عنده. وذلك لقصر تاريخ استحقاقها، حتى إذا كانت التغيرات في معدلات الفائدة كبيرة، فإن التغير الذي سيحدث في قيمتها سيكون صغيراً نسبياً.

ثانيا) الأوراق التجارية

هي عبارة عن وعد غير مؤكد بالدفع (Promissory Notes) تصدره الشركات المعروفة والتي لها وضعية مالية جيدة، يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين أيام قليلة إلى 270 يوم. وعادة ما تباع بخصم. وتقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ لدى البنوك التي تتعامل معها "بحسابات اعتماد" غير مستخدمة بهدف ضمان قيمة هذه الأوراق.

وعادةً، تبلغ قيمة هذه الحسابات إما قيمة الإصدار بالكامل أو تقل عنه قليلاً، وهذا ما يعزز من الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة. وتقدم هذه الأوراق عائداً أعلى من الفوائد التي كان يمكن الحصول عليها من الأوراق المالية الأخرى مثل أذون الخزانة.

ثالثا) شهادات الإيداعات القابلة للتداول:

هي إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة معلومة. ويمكن لحاملها إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها في السوق الثانوي. وتختلف عن أذون

الخزانة والأوراق التجارية أساساً في أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق، إذن فهي لا تباع بخصم.

رابعا) القبولات المصرفية:

هي من أقدم أدوات سوق النقد، وقد ظهرت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية. وتعرف بأنها أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد. قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لأصحابها بيعها بخصم، وتتراوح فترات استحقاقها عادةً ما بين 30 يوم إلى 170 يوم، وإن كانت الفترة الشائعة هي 90 يوماً.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال

تستطيع الشركات في سوق رأس المال الحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات. وتعتبر المخاطرة عاملاً هاماً في هذا السوق. وعليه، تشير الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال إلى مجموعة الأدوات المالية المتمثلة بالأسهم والسندات.

المطلب الأول: الأسهم (Stocks)

تمثل الأسهم الملكية (Ownership) في الشركات ويمكن إعادة بيع هذه الأسهم في السوق إما للحصول على نقد أو لتعديل محافظ الاستثمار. ومنها الأسهم العادية، الأوراق المالية غير التقليدية في السوق المالي والأسهم الممتازة.

أولا. الأسهم العادية Common Stocks

1. يمتلك (حاملو هذه الأسهم) الشركة مثلهم مثل "الشركاء" في شركات الأشخاص.
2. لا يحصل حاملوا الأسهم العادية على عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم.

أنواعها:

(1) الأسهم المرتفعة الجودة (Blue Chip Stocks)
(2) أسهم النمو (Growth Stocks)
(3) أسهم دخل (Income Stocks)
(4) أسهم دفاعية (Defensive Stocks)
(5) الأسهم المرتبطة بدورة الأعمال (Cyclical Stocks)

وللمساهم العادي الحقوق التالية:

1. الحصول على توزيعات الأرباح بمجرد أن تعلنها إدارة الشركة.
2. فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها.
3. الاقتراع على عمليات الحيازة والاندماج.
4. الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكه حالياً فيها.

ثانيا: الأوراق المالية غير التقليدية في السوق المالي

أهم هذه الأوراق حقوق شراء الأسهم التي تصدرها الشركات والأوراق المالية القابلة للتحويل (السندات والأسهم الممتازة) "Warrants"وحقوق شراء الأسهم التي يصدرها المستثمرون (Call Options).

ثالثا. الأسهم الممتازة Preferred Stocks

تقع هذه الأسهم بين الأسهم العادية والديون حيث يتحدد لها توزيعات أرباح معروفة مقدماً لحامل هذا السهم. ولا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها.

وتعد مصالح هؤلاء المساهمين محمية من خلال:

1. أن غالبية هذه الأسهم "مجمعة" للأرباح، أي أن حملة الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات أرباح حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.
2. إذا لم توزع الشركة على المساهمين النسبة المحددة لهم لمدة معينة، جاز لهم استبدال عدد قليل من أعضاء مجلس الإدارة بأعضاء جدد يتم اختيارهم.
3. لا تتوقف الشركات من دفع هذه التوزيعات إلا في الأحوال الاقتصادية المتدهورة.

المطلب الثاني: سندات الشركات Corporate Bonds:

هي أدوات ديون تطرحها الشركات في السوق المالي باعتبارها مصدر أساسي من مصادر التمويل طويلة الأجل. وتختلف السندات فيما بينها بالنسبة للخصائص التالية:

أ- القابلية للاستدعاء (Call ability)
ب- الضمانات المقدمة (Security Offered)
ج- القابلية للتحويل(Convertibility)
د- اختلاف درجة المخاطرة (Risk)

المبحث الثالث: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

هنالك العديد من المخاطر الذي يمكن ان تتعرض إليها الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفيما يأتي سنحاول الاطلاع على أهم هذه المخاطر، وهي:

1. مخاطر سعر الفائدة: هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.

2. مخاطر السوق: هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب.

3. مخاطر التضخم: ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثلا في حالة السندات الحكومية).

4. مخاطر الأعمال: هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة. على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب.

5. المخاطر المالية: هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة.

6. مخاطر السيولة: هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي.

7. مخاطر سعر الصرف: هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولا سيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.

8. المخاطر السياسية: تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي.

ويمكن أيضاً وضع تلك المخاطر ضمن إطارين: المخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة:

أ . المخاطرة المنتظمة أو المخاطرة غير القابلة للتنويع: هي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، وبالتالي لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات في نفس الوقت. ومن بين هذه العناصر هناك التضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية.

ب. المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع: المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى. ومن بين هذه العناصر هناك إضراب العمال، سوء إدارة الشركة وارتفاع مستوى الديون.

الفصل الرابع
تنظيم التعامل في أسواق الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق. وتأخذ الأوامر أحد صورتين (حجم الأوامر): أوامر بكميات غير كسرية (Round Lots) (مضاعف 100 سهم). وأوامر بكميات كسرية (Odd Lots) (أقل من 100 سهم). عادةً ما تكون تكلفة السهم (نصيب السهم من العمولة) داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية. ولتوضيح ذلك تم تقسيم هذا الفصل كما يلي:

المبحث الأول- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها،وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل ببورصة الأوراق المالية تتكون من:

1-1- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة،ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناع السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي النشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوي، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

1-3- طرق التداول في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين.

– **طريقة المفاوضة** وفقاً لهذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ،وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- طريقة المزايدة، وفقاً هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري .هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

المبحث الثاني- المتعاملون في سوق الأوراق المالية.

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

المطلب الاول- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي

أولا: المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة،هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته،و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق ،هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

ثانيا: المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

ثالثا: المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

رابعا: المستثمرون: وهناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

المطلب الثاني: تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار. وعليه، يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

اولا: الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين.

-الفئة الأولى :تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس .

- **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:

- محرك السوق ومنعشها.
- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.
- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

ثانيا: العارضون لرؤوس الأموال: ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية ...الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون والمراقبون": يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

المبحث الثالث- شروط الدخول إلى أسواق الأوراق المالية:

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

1. يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
2. أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتروح مابين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
3. أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.
4. أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
5. تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
6. تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المبحث الرابع- أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء

الأوامر: هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر،

وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

المطلب الأول: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price Limit Orders)

تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه.

وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

أولاً. أوامر السوق (Market Order):

من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر.

ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادةً ما تنفذ في دقائق معدودة.

مزاياه: السرعة وضمان التنفيذ.

عيوبه: عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند اخطاره به. ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلاً) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادةً ما تكون محدودة.

ثانيا. الأوامر المحددة (Limit Order):

- يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة.
- يقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع.
- عادةً ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

مزاياه: يعرف المستثمر مقدماً وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

عيوبه: سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة. حتى وإن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً (First-Come First-Served) قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً.

المطلب الثاني: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time Limit Order)

هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها. وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً (أي لا يوحد تاريخ محدد للتنفيذ).

المطلب الثالث: الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت:

1. **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة**: أي تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.
2. **الأمر المفتوح في حدود سعر معين**: لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترك اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

المطلب الرابع: الأوامر الخاصة:

أولا: أوامر الإيقاف (Stop Orders): لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه. يوجد نوعين من الإيقاف:

- أوامر تتعلق بالبيع (Stop Loss Orders): يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.
- أوامر تتعلق بالشراء (Stop-Buy Order): يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه. فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

ثانيا: أوامر الإيقاف المحددة (Stop-Limit Orders)

وهي أوامر تعالج عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف (Limit Order). حيث في الإيقاف المحدد يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء. ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو أفضل منه.

عيوبه: تغير أسعار السوق بسرعة بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد. في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني تضاؤل القيمة السوقية للسهم الذي بحوزة المستثمر.

ثالثا: أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال (Discretionary Order):

وهو أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وعادةً ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

- مزاياه: إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف واغتنام الفرص المواتية. ويمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة.
- عيوبه: يرى السماسرة ذلك عبئاً عليهم ويخشون من عدم إرضاء العملاء بالكامل. فضلاً عن صعوبة معرفة العملاء بمركزهم المالي دون الاتصال بالسمسار.

المبحث الخامس: الية تنفيذ وتسوية الصفقات داخل السوق:

يمكن تلخيص عملية تنفيذ وتسوية الصفقات داخل سوق الاوراق المالية بالنقاط التالية:

1. يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.
2. يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب. وعادةً ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء (Bid Price) وسعر البيع (Ask Price) ، ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.
3. إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.
4. بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر (Order Department).
5. تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق). وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل (Commission Broker) لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.
6. على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر. ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.
7. بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.
8. وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد (Confirmation) على تنفيذ الأمر.

الفصل الخامس
كفاءة أسواق الأوراق المالية

المبحث الاول: مفهوم كفاءة السوق:

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارةً أو غير سارةً .

وفي السوق الكفء (Efficient Market) ، يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً .

المبحث الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

المطلب الأول: الكفاءة الكاملة:

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) يقتضي توافر الشروط التالية :

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف .
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها .
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر .
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم .
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

المطلب الثاني: الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل

المبحث الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفوءة هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفأ للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر :

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال .
- الدور غير المباشر: يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وتعرف كفاءة التسعير (Price Efficiency) أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق- دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة . بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) ، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أما كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل .

المبحث الرابع: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:

المطلب الاول: فرضية الصيغة الضعيفة:

والتي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى .

المطلب الثاني: فرضية الصيغة المتوسطة:

وتعني بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .

المطلب الثالث، فرضية الصيغة القوية:

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable)وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام

معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

الفصل السادس
مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المبحث الاول: تعريف وأهمية مؤشرات الأسواق المالية

المطلب الاول: تعريف المؤشرات:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

وهنالك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500).ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة(أنظر الجدول التالي):

STOCK MARKET DATA BANK 5/3/93

MAJOR INDEXES

HIGH	LOW (†365 DAY)		CLOSE	NET CHG	% CHG	†365 DAY CHG	% CHG	FROM 12/31	% CHG
DOW JONES AVERAGES									
3478.61	3136.58	30 Industrials	x3446.46	+ 18.91	+ 0.55	+ 68.33	+ 2.02	+ 145.35	+ 4.40
1683.08	1204.40	20 Transportation	x1607.54	+ 14.70	+ 0.92	+ 226.75	+ 16.42	+ 158.33	+ 10.93
247.68	209.69	15 Utilities	x239.98	+ 0.62	+ 0.26	+ 27.79	+ 13.10	+ 18.96	+ 8.58
1322.35	1107.47	65 Composite	x1289.96	+ 8.03	+ 0.63	+ 94.59	+ 7.91	+ 85.41	+ 7.09
432.78	377.00	Equity Mkt. Index	419.66	+ 2.09	+ 0.50	+ 27.52	+ 7.02	+ 6.37	+ 1.54
NEW YORK STOCK EXCHANGE									
251.36	220.61	Composite	244.54	+ 1.08	+ 0.44	+ 15.12	+ 6.59	+ 4.33	+ 1.80
303.16	273.18	Industrials	294.30	+ 1.59	+ 0.54	+ 7.26	+ 2.53	− 0.09	− 0.03
232.40	193.40	Utilities	224.28	+ 0.50	+ 0.22	+ 28.08	+ 14.31	+ 14.62	+ 6.97
246.81	182.66	Transportation	236.11	+ 1.30	+ 0.55	+ 27.10	+ 12.97	+ 21.39	+ 9.96
223.96	171.44	Finance	211.11	+ 0.34	+ 0.16	+ 36.44	+ 20.86	+ 10.28	+ 5.12
STANDARD & POOR'S INDEXES									
456.33	400.96	500 Index	442.46	+ 2.27	+ 0.52	+ 25.55	+ 6.13	+ 6.75	+ 1.55
524.99	471.36	Industrials	507.64	+ 2.94	+ 0.58	+ 13.45	+ 2.72	+ 0.18	+ 0.04
405.65	307.94	Transportation	386.58	+ 3.40	+ 0.89	+ 27.05	+ 7.52	+ 22.83	+ 6.28
176.23	145.17	Utilities	169.42	+ 0.32	+ 0.19	+ 21.80	+ 14.77	+ 10.96	+ 6.92
46.67	34.15	Financials	43.33	+ 0.15	+ 0.35	+ 8.51	+ 24.44	+ 2.44	+ 5.97
166.77	136.02	400 MidCap	161.49	+ 1.04	+ 0.65	+ 17.46	+ 12.12	+ 0.93	+ 0.58
NASDAQ									
708.85	547.84	Composite	666.71	+ 5.29	+ 0.80	+ 83.17	+ 14.25	− 10.24	− 1.51
757.05	581.60	Industrials	686.34	+ 7.20	+ 1.06	+ 49.36	+ 7.75	− 38.60	− 5.32
868.27	608.60	Insurance	837.49	+ 4.09	+ 0.49	+ 224.22	+ 36.56	+ 33.58	+ 4.18
641.57	420.75	Banks	607.91	+ 1.60	+ 0.26	+ 187.16	+ 44.48	+ 74.98	+ 14.07
314.39	242.25	Nat. Mkt. Comp.	294.81	+ 2.45	+ 0.84	+ 36.56	+ 14.16	− 5.75	− 1.91
303.87	232.48	Nat. Mkt. Indus.	274.42	+ 3.01	+ 1.11	+ 19.57	+ 7.68	− 16.98	− 5.83
OTHERS									
423.43	364.85	Amex	422.21	+ 1.25	+ 0.30	+ 30.60	+ 7.81	+ 22.98	+ 5.76
281.38	238.81	Value-Line(geom.)	273.07	+ 0.89	+ 0.33	+ 17.12	+ 6.69	+ 6.39	+ 2.40
232.36	185.81	Russell 2000	r223.66	+ 0.99	+ 0.44	+ 25.90	+ 13.10	+ 2.65	+ 1.20
4475.25	3860.55	Wilshire 5000	4336.62	+ 20.50	+ 0.47	+ 305.27	+ 7.57	+ 46.88	+ 1.09

†Based on comparable trading day in preceding year.

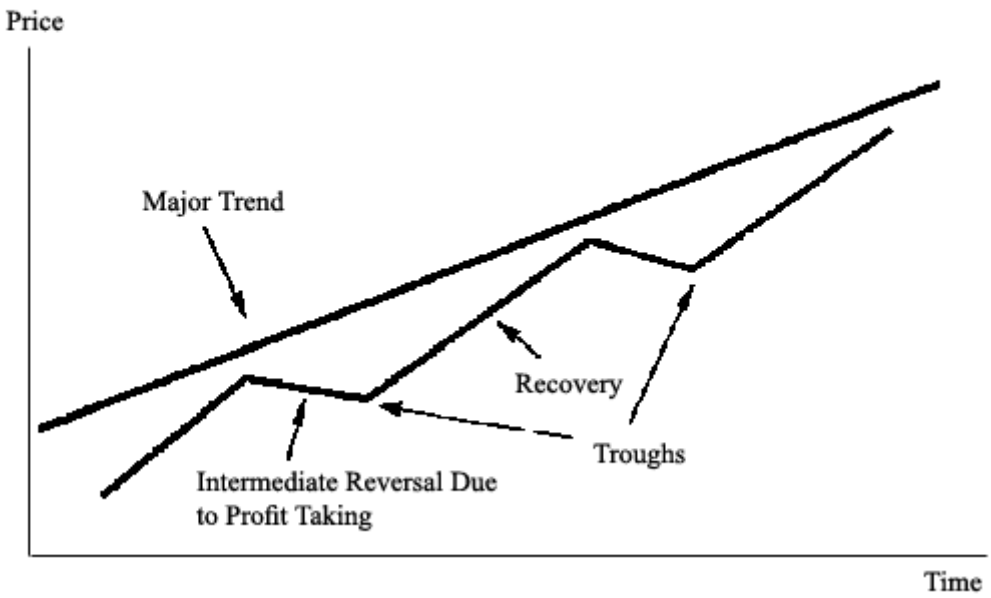
المطلب الثاني:أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآةً للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية .

وهنالك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي (Bull Market) ، (أنظر الرسم البياني ادناه).

أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبـوط أو التراجـع، فإنه عنـد ذلك يطلـق عليـه السوق النزولي .(Bear Market) ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه- وفقاً للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر .(Riskless Security) أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحنى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود (Bullish)، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط (Bearish).

Sample Bulish Price Pattern



المطلب الثالث:استخدامات المؤشرات:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات :

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر .
2. الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naïve Diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق .

3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف (بالتحليل الأساسي Fundamental Analysis) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق .
4. تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk)لمحفظة الأوراق المالية. وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets)ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة .

المطلب الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية, ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها, فان هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها, وفي الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه, ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق المالية ونضجها وتقدمها هي:-

أولاً:- المؤشر العام لأسعار الأسهم Stock Prices Index

تحرك الأسهم يحرك عادةً بما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق), وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له, والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض إنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية, إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق,مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء, وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات, وغالباً ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يومياً قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم, الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم, وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً.

ثانياً:- حجم السوق:

غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:-

1- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) Market Capitalization

يقصد برسملة السوق المالي (Capitalization), مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة, ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق, وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق), وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي, ويفترض المحللون الاقتصاديون إن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها, فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد شركات المدرجة فيه, أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً, وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي, وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها:-

أ- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات (الخيارات والمبادلات والمستقبليات), الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد, الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة, وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

ب- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق, وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

ج- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الكومبيوتر.

2- مؤشر عدد الشركات Number of Companies

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في السوق المالية, التي يتم التداول في أوراقها المالية في السوق المنظمة (البورصة), ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق, بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار.

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني, لما له من دلالة مهمة على التطور السريع, ألا إن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر) فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

ثالثاً:- سيولة السوق:

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة, وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:-

1- مؤشر حجم التداول Trading Volume Index (TV)

يقصد بحجم التداول (TV) قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية, إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادةً ما تكون سنة, وحركة التداول تعني, ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

2- مؤشر معدل الدوران Share Turnover Ration (%)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة أجمال الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية وكالآتي:-

(إجمالي الأسهم المتداولة - حجم التداول)

معدل دوران السهم = (رسملة السوق- القيمة السوقية)

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

رابعاً:- درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من **إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول**.

المبحث الثاني: كيفية بناء مؤشرات الأسواق المالية:

- ملائمة العينة
- الأوزان النسبية
- طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة
- حساب بعض المؤشرات العالمية والعربية

المطلب الاول: ملائمة العينة.

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر. فيما يتعلق بالحجم(Size) ، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي

يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الاتساع (Breadth) فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة .فيما خص المصدر (Source) فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية .

المطلب الثاني: الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي:

- مدخل الوزن على أساس السعر :(Price Weighting) أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها .
- مدخل الأوزان المتساوية :(Equal Weighting) وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .
- مدخل الأوزان حسب القيمة :(Value Weighting) أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة .هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

المطلب الثالث: طريقة حساب مؤشر الأوزان النسبية حسب القيمة:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Begining} \quad \text{Index Value}$$

حيث :

Index_t = **قيمة المؤشر في الفترة** t

P_t = **إقفال أسعار الأسهم في الفترة** t

Q_t = **عدد وحدات الأسهم في الفترة** t

P_b = **إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس**

Q_b = **عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس**

مثال تطبيقي :

Stock	Share Price	Number of Shares		Market Value
December 31,1993				
A	$10.00	1,000,000		$10,000,000
B	15.00	6,000,000		90,000,000
C	20.00	5,000,000		100,000,000
Total				$ 200,000,000
				Base Value Equal to an Index of 100
31-Dec-94				
A	$12.00	1,000,000		$12,000,000
B	10.00	12,000,000	a	120,000,000
C	20.00	5,500,000	b	110,000.000
Total				242,000,000

$$\text{New Index Value} = \frac{\text{Current Market Value}}{\text{Base Value}} \times \text{Beginning Index Value}$$

$$= \frac{\$\ 242,000,000}{\$\ 200,000,000} \times 100$$

$$= 121$$

a Stock split two-for-one during year
b Company paid a 10 percent stock dividend during the year

المطلب الرابع:- أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب أحتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء استراتيجية استثمارية معينة، وسنتطرق في هذا المجال إلى الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات وكالآتي:-

أولاً:- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر)

Price Weighted Index (Price Weighted Average)

من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر الداوو جونز (DJID) والذي يتم احتسابه على أساس متوسط أسعار أسهم (30) شركة من أسهم الشركات الصناعية الأمريكية ويعود تاريخ احتساب هذا المؤشر إلى القرن الماضي، بالإضافة إلى أن هناك العديد من مؤشرات الأسهم نفسها ولكن لقطاعات متخصصة مثل النقل الذي يمثل (20) شركة أو قطاع الخدمات ويمثل (15) شركة، ويمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الاتية:-

1- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.
2- قسمة مجموعة أسعار الأسهم على عددها (ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه (Divisor)[*] وعلى هذا الأساس يمكن إعطاء مثالاً رقمي توضيحي للمؤشر المبني على أساس السعر وكالآتي:-

لنفرض أن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كالآتي (الشركة / الأسهم، A، B، C) والأسعار (160 ، 80 ، 20) على التوالي:

إذا قيمة المؤشر في اليوم الأول (يوم الأساس)= $\frac{20+80+160}{3}=86.67$

ولنفرض أن سعر السهم (A) ارتفع بنسبة 10% (بافتراض ثبات أسعار الأسهم الأخرى) في اليوم التالي، فإن سعره يصبح (176) بدلاً من (160) (160 × 1.10%) فإن قيمة المؤشر ستصبح:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني= $\frac{20+80+176}{3}=92$

∴ عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة مع اليوم الأول

$$= \frac{\text{قيمة المؤشر في اليوم الثاني} - \text{قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)}}{\text{قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)}}$$

$$= \frac{92-86.67}{86.67}=0.061 \text{ نقطة.}$$

[*] **يمكن ملاحظة تغير المقسوم عليه في حالتين (حالة حدوث اشتقاق لبعض الأسهم – حالة حدوث تغير في عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر).**

وهذا يعني أن معدل العائد قد ارتفع بمعدل (0.061) نقطة عندئذٍ يقال أن اتجاه السوق صعودي.
ولنفرض أن سعر السهم (C) في اليوم الثالث قد ارتفع بنسبة (10%) وبالتالي فإن سعر السهم سيصبح (22) (20× 1.10) وبالتالي فإن:

قيمة المؤشر في اليوم الثالث= $\frac{22+80+176}{3}=92.6$

وإن عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول= $\frac{86.67-92.6}{86.67}=0.068$

بمعنى أن ارتفاع سعر السهم (C) بنسبة (10%) أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.068 نقطة وهذا يعني أن اتجاه السوق صعودي أيضاً، ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متميزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

أن عملية اشتقاق الأسهم سوف تؤدي إلى تغير المقسوم عليه، ويمكن ذلك عندما تقوم الشركة (A) التي أصدرت السهم (A) مثلاً باشتقاق السهم في اليوم الرابع (أي إن المستثمر الذي كان يملك سهماً بمقدار (176) أصبح يمتلك سهمين بمقدار (88) لكل سهم) وعليه فإن الرقم المقسوم عليه يمكن استخراجه كالآتي:-

بما أن قيمة المؤشر في اليوم الأول=86.67 فإن الرقم المقسوم عليه سيصبح:

$$\frac{188}{5} = \frac{20+80+88}{5} = 86.67$$

$\frac{188}{5}=86.67 \Leftarrow$ فإن $\frac{188}{86.67}=2.1$ المقسوم عليه

∴ قيمة المؤشر في اليوم الرابع = $\frac{22+80+88}{2}=95$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الرابع مقارنة مع اليوم الأول سيكون= $\frac{86.67-95}{86.67}=0.096$

وهذا يعني أن اشتقاق الأسهم (A) في اليوم الرابع الى سهمين ادى الى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.096 نقطة الأمر الذي يعني ان اتجاه السوق صعودي ايضاً.

ثانياً:- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية)

Value- Weighted Index

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر, ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساساً القيمة (مؤشر كولس ومؤشر ستاندراندبور والمؤشر المركب لبورصة

نيويورك- مؤشر الجمعية الدولية للنظام الآلي للأوراق المالية (ناسدال) ومؤشر الفانيشيال تايمز), ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية:-

1- إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية =عدد الأسهم المتبادلة × سعر السهم).

2- إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم= $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية للأسهم}}$).

3- احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة= $\frac{\text{أسعار الأسهم× أوزانها (في اليوم االمعلن)}}{\text{أسعار الأسهم× أوزانها (في اليوم االأساس)}}$

ولفهم حساب قيمة هذا المؤشر نورد مثالاً توضيحياً للمؤشرات المبنية على أساس القيمة, ولنفترض إن لدينا المعطيات في أحد الأسواق المالية الافتراضية:-

الأسهم	عدد الأسهم/1	السعر/2	القيمة السوقية للأسهم/3(1×2)	الوزن لكل سهم
A	150	10	1500	100×(12500÷1500)=%12
B	200	20	4000	100×(12500÷4000)=%32
C	500	14	7000	100× (12500÷7000)=%56
المجموع			12500	

∴قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)=

$$= \frac{\text{(وزن السهم A × سعره) + (وزن السهم B × سعره) + (وزن السهم C × سعره) .....الخ لليوم المعلن}}{\text{(وزن السهم A × سعره) + (وزن السهم B × سعره) + (وزن السهم C × سعره) .....الخ ليوم الأساس}} \times 100$$

إذ يبقى المقام ثابت والذي يمثل يوم الأساس لاحتساب هذا المؤشر

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}\times100 = 100$$

وعلى افتراض أن أسعار الأسهم في اليوم الثاني قد تغيرت من (10، 20، 14) إلى (11، 20.5، 13) على التوالي، وتبعاً لذلك فإن القيمة السوقية للأسهم سوف تتغير لتصبح (1650، 4100، 6500) على التوالي، بالإضافة إلى تغير الوزن لكل سهم ليصبح (13.5%، 33.5%، 53%) على التوالي، لتصبح قيمة المؤشر في اليوم الثاني كالآتي:

$$\text{قيمة المؤشر في اليوم الثاني} = \frac{\%53\times13+\%33.5\times20.5+\%13.5\times11}{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}\times100 = 98.7$$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول= $\frac{100-98.7}{100}$ =0.013-

نلاحظ أن سعر السهمين (B,A) قد ارتفعا، في حين أن سعر السهم(C) قد انخفض، ولذلك فإن قيمة المؤشر انخفضت من 100 الى 98.7، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى إلى انخفاض عائد السوق تبعاً لذلك بمقدار (- 0.013) نقطة، ويعود حساب هذا المؤشر إلى بداية الأربعينات، ويلاحظ كذلك:-

1- أن هذا المؤشر أكثر شمولية من المؤشرات المبنية على أساس الأسعار.
2- يعتمد على القيمة السوقية للشركات المكونة له، وبالتالي لا يحتاج إلى تعديل عند التوزيعات بالأسهم.

ثالثاً:- المؤشرات المبينة على أساس الأوزان المتساوية Equally – Weighted Index

يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار مثلما في المؤشر المبني على أساس الأسعار (وهي أحد العيوب التي يعاني منها هذا المؤشر)، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر (الأوزان المتساوية) وتعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالآتي:-

1- تحديد وزن نسبي يساوي واحداً للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر).
2- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{الوزن النسبي} = \frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}}$$

3- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام أحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر وتكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات) ولتوضيح كيفية بناء هذا المؤشر نفترض المثال الآتي:-

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية وكالآتي (C , B , A) وبسعر (160 ، 80 ، 20) على التوالي وبالتالي يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال الخطوات الآتية:

1- جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 ($\frac{20}{20}$).
2- الوزن النسبي للسهم (C)=1.
3- الوزن النسبي للسهم (A)= $\frac{20}{160}=\frac{1}{8}$.
4- الوزن النسبي للسهم (B)= $\frac{20}{80}=\frac{1}{4}$.

∴ قيمة المؤشر (يوم الأساس) = حاصل ضرب أسعار الأسهم × أوزانها النسبية

$$= 1\times 20+\frac{1}{4}\times 80+\frac{1}{8}\times 160$$

= 20+20+20 = 60،

إذ نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيم متساوية لكل سهم عند تكوينه وهي 20.

ولنفترض أن سعر السهم (B) قد ارتفع بنسبة (25%) أي ما يعادل (1.25×80=100) في اليوم الثاني مع افتراض بقاء أسعار الأسهم الأخرى ثابتة وعدم وجود اشتقاق لأسهم أخرى وعليه فإن:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني= $1\times 20+\frac{1}{4}\times 100+\frac{1}{8}\times 160$

= 20+25+20 = 65

∴ عائد السوق لليوم الثاني مقارنة باليوم الأول (الأساس)= $\frac{60-65}{60}$ =0.083

وهذا يعني أن ارتفاع سعر السهم (B) أدى إلى تغير عائد السوق بمقدار (0.083) نقطة، وبالتالي فإن اتجاه السوق اتجاه صعودي.

أما في حالة اشتقاق السهم (A) إلى أربعة أسهم فإن سعر السهم بعد الاشتقاق سيصبح= $\frac{160}{4}$ =40

والوزن النسبي للسهم (A)= $\frac{1}{2}=\frac{20}{40}$

وقيمة المؤشر في اليوم الثالث= $1\times 20+\frac{1}{4}\times 100+\frac{1}{2}\times 40$

= 20+25+22.5 = 67.5

وبالتالي فإن عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول (الأساس)= $\frac{60-67.5}{60}$ =0.125 نقطة وهكذا.

رابعاً:-المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبيRelative – Price Index

فكرة حساب ها المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلاً) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في (أساس المؤشر)[*]، ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو الأتي:

1- حساب السعر النسبي لكل مؤشر= $\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة الأقدم}}$.

2- حساب الوسط الهندسي للأسعار:-

الوسط الهندسي للأسعار=(السعر النسبي للسهم الأول × السعر النسبي للسهم الثاني × السعر النسبي للسهم الثالث × .....الخ) $\frac{1}{n}$

إذ أن n/ تعني عدد الأسهم.

3- حساب قيمة المؤشر=الوسط الهندسي × أساس المؤشر

وفي ما يأتي نتناول مثالاً توضيحياً افتراضياً لكيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي وكالآتي:-

ظهرت أسعار أربعة أسهم تستخدم في حسابها مؤشر موزون على أساس التناسبية (A ، B ، C ، E) والسعر في اليوم الأول (20 ، 35 ، 40 ، 18) على التوالي، والسعر في اليوم الثاني (22 ، 33 ، 45 ، 22) على التوالي، إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ (105)، وبالتالي فإنه يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم الثاني وباستخدام الوسط الهندسي للأسعار وكالآتي:-

- حساب السعر النسبي للسهم A = $\frac{22}{20}$ = 1.1.
- حساب السعر النسبي للسهم B = $\frac{33}{35}$ =0.94.
- حساب السعر النسبي للسهم C = $\frac{45}{40}$ = 1.12.
- حساب السعر النسبي للسهم E = $\frac{22}{18}$ 1.22.
- الوسط الهندسي=$\frac{1}{4}$ (1.1 × 0.94 × 1.12 × 1.22) =1.59.
- قيمة المؤشر=1.59 × 105=114.45.

∴ عائد السوق في اليوم الثاني بمقارنته باليوم الأساس= $\frac{105-114.45}{105}$=0.09 نقطة

وهكذا.

[*] أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من لدن الخبراء القائمين على بنائه وعادةً ما تعادل هذه القيمة (100) أو مضاعفاتها.

المطلب الخامس: حساب بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

أولا: مؤشر داوو جونز الصناعي(Dow Jones Industrial Average)

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث :

$DJIA_t$ = **قيمة المؤشر في الفترة** ***t***

P_{it} = **سعر السهم i في الفترة** ***t***

D_{adj} = **القاسم المعدل في الفترة** ***t***

ثانيا: مؤشر ستاندرد أند بور(Standard & Poor Index (500)

$$S\&P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

حيث :

P_{ib} = **قيمة المؤشر في الفترة** ***t***

Q_{it} = **عدد وحدات السهم** ***i*** **في الفترة*t***

Q_{ib} = **عدد وحدات السهم** ***i*** **في الفترة*b***

b = **فترة الأساس**

k = **رقم الأساس**

المطلب السادس: بعض مؤشرات البورصات العالمية:

أولا: مؤشرات الاسواق المالية الأمريكية:

- داو جونز :(Dow-Jones) يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك .

- ستاندرد أند بور :(S&P 500) ويحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.(400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).
- وهناك مؤشر S&P 100 ،S&P 400.

ثانيا: مؤشرات الاسواق المالية الاوربية:

انجلترا:

- Financial Times FT-30 :يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن .
- FTSE-100 :المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة .

ثالثا: فرنسا:

- مؤشر CAC40 :يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس .

رابعا: ألمانيا:

- مؤشر DAX :يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

مؤشرات الاسواق المالية الاسيوية

خامسا: اليابان:

- مؤشر Nikkei :يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

بعض مؤشرات الأسواق المالية الناشئة:

سنغافورة	OCBC Index
كوريا الجنوبية	KCS Index
تايلاند	SET Index
تايوان	TSE Index
هونج كونج	HANA SANG Index
إندونيسيا	JSE Index
ماليزيا	KLSE Index

مؤشرات الأسواق العربية

البحرين	BSE
مصر	CMA
الأردن	ASE
الكويت	KSE
لبنان	BSI
المغرب	MASI
عُمان	MSM
فلسطين	AL-QUDS
قطر	CBQ
السعودية	NCFEI
تونس	BVMT
الإمارات	NBAD
العراق	ISX

الفصل السابع
تحليل الاستثمار في الأسواق المالية

المبحث الأول: الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو الاستثمار في أصل مالي يعطي حق المطالبة بأصل حقيقي، ونتيجة لتعدد مجالاته والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى، فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى:

- تعريف الاستثمار المالي ومجالاته؛
- دوافع وأهداف الاستثمار المالي؛
- خصائص الاستثمار المالي.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار المالي ومجالاته

الاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.

وسوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى:

- تعريف الاستثمار المالي؛
- مجالات الاستثمار المالي.

أولا: تعريف الاستثمار المالي

أعطيت عدة تعاريف للاستثمار المالي منها:

يعرف بأنه: الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات....."

كما يعرف أيضا على أنه:" شراء حصة في رأس مال ممثلة بالأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة منوعة من أدوات الاستثمار.

ثانيا: مجالات الاستثمار المالي

تتمثل فيما يلي:

1- أدوات دين:

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزانة وشهادات الإيداع ....الخ، تعطي لحاملها الحق في الحصول عل فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

2- أدوات الملكية:

تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

3- أدوات مركبة:

تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

4- أدوات مشتقة:

تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

المطلب الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات، كما أن له عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها كل مستثمر.

وسيتم التطرق إلى ذلك من خلال ما يلي:

- دوافع الاستثمار المالي؛
- أهداف الاستثمار المالي.

أولا: دوافع الاستثمار المالي

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:

- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات؛ إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناتجة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل و يحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعيا وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.
- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار.
- تعدد الأدوات الاستثمارية؛ والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم

شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

ثانيا: أهداف الاستثمار المالي:

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:

1. تأمين المستقبل:

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينا، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

2. تحقيق أكبر دخل جاري:

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

3. تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.

4. حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:

إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

5.حماية الدخول من الضرائب:

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

6. تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو تخطئتها.

المطلب الثالث: خصائص الاستثمار المالي

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

1. للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة.

وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

2. تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.
3. تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.
4. لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

المطلب الرابع: شركات الإستثمار:

أولا: ماهية شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة ، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة...ألخ.

وليس من حقّ المستثمر أنّ يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، ويمكن القول أنذ شركة الإستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها.

ثانيا: تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

1- صناديق الأسهم العادية:

وتتكون من الأسهم العادية فقط، إلا أننا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا لاختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

2- صناديق السندات:

وتتكون من سندات فقط، قد تكون مرتفعة الجودة، وتولد عائدا منخفضا نسبيا ولكنها لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قد تكون متباينة من حيث الجودة والمخاطر والعائد.

3- الصناديق المتوازنة:

وتتمثل على مزيج من أسهم عادية و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت ومحدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنظمآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح، بمعنى أن القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

4- صناديق سوق النقد:

وهي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

تعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية عدة أشكال منها:

1. اذونات الخزينة.

2. الأوراق التجارية.
3. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

المطلب الأول: أدوات الاستثمار المالي في السوق النقدية

أولا:اذونات الخزينة Treasury Bills:

تعريفها: هي أوراق مالية قصيرة الأجل تصدر من قبل الحكومة وتباع عادة بطريقة المزايدة العلنية بخصم عن القيمة الاسمية التي تصدر بها وهكذا يكون ربح المستثمر هو الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة الاسمية للورقة.

ثانيا: الأوراق التجارية.

ثالثا: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية

كما وتأخذ الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم، السندات والمشتقات المالية.

وسيتم التطرق إليها في هذا المبحث من خلال ما يلي:

1. الأسهم؛
2. السندات؛
3. المشتقات المالية.

المبحث الثالث:

تقييم الاستثمار في الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

المطلب الأول: اذونات الخزينة

هي أوراق مالية قصيرة الاجل تصدر من قبل الحكومة وتباع عادة بطريقة المزايدة العلنية بخصم عن القيمة الاسمية التي تصدر بها، وهكذا يكون ربح المستثمر هو الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة الاسمية للورقة.

تصدر اذونات الخزانة من قبل الحكومة ويقوم البنك المركزي بتسويقها الى المستثمرين (افراد او شركات)، فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة وتحضى بثقة وسمعة عالية من قبل المستثمرين، وهي تعتبر معدومة المخاطر Free Default أي ان

الدولة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق, والعائد الذي يحصل عليه المستثمر يسمى بالعائد الخالي من المخاطرة Risk-Free Rate .
ويعتمد معدل الخصم في سوق النقد كأساس لخصم البنك في معاملاته المصرفية.

أولا: آلية حساب معدل الخصم(DY) Discount Yield

$$DY = \frac{FVB - BP}{FVB} \times \frac{360}{T}$$

DY : Discount Yield معدل الخصم
FVB: Face Value Bill القيمة الاسمية للاذونات
BP : Bill Price القيمة السوقية للاذونات
T : Time فترة استحقاق الاذونات

حساب القيمة السوقية للاذونات (BP) Bill Price

$$BP = FVB \times \left[1 - DY \times \frac{T}{360} \right]$$

مثال1: اشترى احد المستثمرين إذن حكومي بسعر (980د) والقيمة الاسمية هي(1000د)، ويستحق هذا الاذن بعد 90 يوم، احسب معدل العائد؟
الحل:

$$DY = \frac{FVB - BP}{FVB} \times \frac{360}{T}$$

$$DY = \frac{1000 - 980}{1000} \times \frac{360}{90} = 8\%$$

مثال2: افرض ان هناك اذن خزينة قيمته الاسمية(1000د) وباستحقاق (180 يوم). فإذا علمت ان معدل الخصم (7٪)، فما هو سعر بيع الإذن محددا قيمة الخصم Discount Value؟

الحل:

$$BP = FVB \times \left[1 - DY \times \frac{T}{360} \right]$$

$$BP = 1000 \times \left[1 - 0.07 \times \frac{180}{360}\right] = 965$$

Discount Value= 1000- 965= 35

المطلب الثاني: الأوراق التجارية.

هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، ويكون الحق للمستثمر الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق. وتقوم هذه الشركات بإصدار الأوراق التجارية بطريقيتين:

- الطريقة المباشرة: أي ان الشركة تقوم بتسويق الأوراق التجارية الى المستثمرين بشكل مباشر.
- الطريقة غير المباشرة: عن طريق اختيار وسيط يقوم بمهمة التسويق الى المستثمرين وهي الطريقة المعتمدة غالبا لدى الشركات غير المالية.

وتعتبر الأوراق التجارية اقل سيولة مقارنة بأذون الخزينة كما انها تعرض المستثمر الى مخاطر الائتمان.

مثال1: أصدرت إحدى الشركات الكبيرة ورقة تجارية قيمتها الاسمية (10000د) وباستحقاق (270 يوم). فما هو سعر الورقة اذا علمت انها بيعت بمعدل خصم (5٪).

الحل:

$$PP = FVB \times \left[1 - DY \times \frac{T}{360}\right]$$

$$PP = 10000 \times \left[1 - 0.05 \times \frac{270}{360}\right] = 9625$$

Discount Value= 10000- 9625= 375

مثال2:

افرض أن احد التجار قد اشترى ورقة تجارية من احد المستثمرين بعد مرور 180 يوم وكانت قيمتها الاسمية (10000د) وباستحقاق (270 يوم) وبمعدل خصم (6٪)، فما هو سعر الورقة؟

الحل:

$$PP = 10000 \times \left[1 - 0.06 \times \frac{90}{360}\right] = 9850$$

Discount Value= 10000- 9850= 150

المطلب الثالث: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

تعريفها: هي عبارة عن أوراق دين تصدرها المصارف التجارية الكبيرة والمؤسسات المالية التي تقبل الودائع للحصول على التمويل قصير الأجل، وتشير إلى أن حاملها له وديعة لدى المصرف أو المؤسسة المالية.

وهذه الأوراق المالية تصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدد مختلفة حسب مدة الوديعة ولكنها تكون دائما اقل من سنة. ويثبت عادة سعر الفائدة والذي يمكن ان يكون ثابتا Fixed Rate ، أو عائما Floating Rate.

وتوفر شهادات الإيداع للمستثمر صاحب الوديعة عدة مزايا:

- فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، وذلك عن طريق بيع هذه الشهادات مقابل تنازله عن جزء من العائد.
- تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية .
- الضمانة العالية لانخفاض مخاطر النكول لأصل المبلغ والفائدة.

مثال(1):

اشترى مستثمر شهادة إيداع بمبلغ 200.000دينار(قيمتها الاسمية) تستحق بعد 90 يوم، وبسعر فائدة مثبت عليها (5٪) ، المطلوب: حساب القيمة المستقبلية للشهادة، اذا احتفظ المستثمر بهذه الشهادة حتى تاريخ استحقاقها.

الحل:

FVNCD= 200000×(1+0.05×90/360)=202500

مثال(2):

افترض ان المستثمر احتفظ بشهادة الإيداع هذه لمدة (30 يوم) وقرر بعد ذلك بيعها في السوق الثانوي، احسب سعر البيع اذا كان الخصم لمدة 60 يوم هو(4٪) سنويا، ثم 6٪ سنويا.

الحل:

- في حالة عدم تغير سعر الفائدة (5%) يمكن بيع شهادة الايداع بالسعر التالي:

$$PVNCD_{(60days)}=\frac{202500}{[1+0.05\times(60\div 360)\ ]}=200826.45$$

- في حالة انخفاض سعر الفائدة الى 4% يمكن بيع شهادة الايداع بالسعر التالي:

$$PVNCD_{(60days)}=\frac{202500}{[1+0.04\times(60\div 360)\ ]}=201158.94$$

- في حالة ارتفاع سعر الفائدة الى 6% يمكن بيع شهادة الإيداع بالسعر التالي:

$$PVNCD_{(60days)}=\frac{202500}{[1+0.06\times(60\div 360)\ ]}=200495.05$$

المبحث الرابع:تقييم الاستثمار في الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: الأسهم:

يعرف السهم بأنه أداة ملكية Ownership ذو صفة مالية قابل للتداول و يحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم.

من مزايا الأسهم العادية بالنسبة للمساهم:

1. الحق في الاشتراك في ادارة المشروع، ويتضمن:
   - حق حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة المساهمة العادية منها وغير العادية.
   - حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والترشح لعضويته.
2. الحق في الحصول على حصة من الارباح.
3. الحق في مراقبة عمل الشركة والحق في التعرف على نشاطاتها والنتائج التي تحققها.
4. المسؤولية المحدودة Liability Limited في حال فشل الشركة تحدد الخسارة بمقدار حصة المساهم برأس المال فقط.

5. تعويضات حق الملكية Residual Claim أي حق الحصول على ما تبقى من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين.

من مزايا الأسهم العادية بالنسبة للشركات المصدرة:

1. لا تمثل عبئا ماليا على الشركة المساهمة لأنها لا تلتزم بدفع اية مدفوعات لحملة الأسهم(مثل الارباح).
2. تعتبر الأسهم وسيلة تمويل طويلة الاجل وان الشركة المساهمة غير ملزمة بدفع او رد قيمة الأسهم في موعد محدد.
3. توفر الأسهم ضمانا للدائينين، اذ ان ثقة الدائنين تزداد كلما ازدادت الأسهم العادية مقارنة بالديون.

عيوب الأسهم العادية للمساهم وللشركة المصدرة:

1. ان اصدار أسهم عادية جديدة يؤدي الى توسيع قاعدة المشاركة في الإدارة وبالتالي يؤدي الى فقدان السلطة الإدارية للمساهمين الاصليين بدخول مساهمين جدد.
2. ان العائد الذي يمكن ان يتحقق للأسهم العادية غير مؤكد (يرتبط العائد بتحقيق الشركة للأرباح وباتخاذ قرار من الشركة بتوزيع الارباح على حملة الأسهم).
3. الأرباح التي تقوم بتوزيعها الشركة المساهمة على حملة الاسهم العادية تكون خاضعة للضرائب (تفرض الضريبة قبل توزيع الارباح على المساهمين).

قيم الأسهم العادية:

هناك عدة أنواع من القيم يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساسها، ومن أهمها:

1. القيمة الاسمية par Value /or/ Nominal Value : وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم. وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم، وعادة تقوم الشركات المساهمة بتوزيع ارباحها على أساس نسبة مئوية في القيمة الاسمية للسهم الواحد.

القيمة الاسمية للسهم = رأس المال المصرح به/عدد الأسهم المصدرة

= 45.000.000/450.000.000 = 10

2. القيمة الدفترية Book Value /or/ Net Value : وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفاترها وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين، لذلك فان نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستثمرار.

القيمة الدفترية= إجمالي حقوق المساهمين/عدد الأسهم

(أو) // // = إجمالي الموجودات/ إجمالي المطلوبات

إجمالي حقوق المساهمين= إجمالي الموجودات – إجمالي المطلوبات

3- القيمة السوقية Current Value/or/Market Value: وهي القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق المالية، ويستعمل سعر السهم السوقي بشكل مرادف للقيمة السوقية.

ويعتبر السهم جيد اذا كان مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (السعر السوقي/القيمة الدفترية) اكبر من الواحد الصحيح.

4- القيمة العادلة الحقيقية Fair Value/or/ Intrinsic Value : وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة ومقسوم الارباح المتوقعة وتوزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الارباح. وهي كذلك عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على العائد المطلوب.

$$FairValue = \sum_{t=0}^{n} \frac{\mathrm{E}(CFt)}{(1+K)^t}$$

t=0 : today اليوم

n=العمر الافتراضي للشركة

$E(CF_t)$= Expected Cash-Flow التدفقات النقدية المتوقعة

K: Cost of Capital معدل العائد المطلوب

فإذا تحققت القيمة العادلة في سوق الاوراق المالية يكون بذلك السوق المالي في حالة توازن.

ويكون السهم ذو تسعير مضخم Over Priced عندما تكون القيمة السوقية **أعلى** من القيمة الحقيقية.

ويكون السهم ذو سعر مخفض Under Priced عندما تكون القيمة السوقية **اقل** من القيمة الحقيقية.

الى هنا

تقييم الأسهم العادية Common stock Valuation:

تعد عملية تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه المحلل المالي نظرا لصعوبة تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع ان يحصل عليها حملة الأسهم، أي تحديد حجم وتوقيت التدفقات والعائد المطلوب. لذلك يستخدم معظم المحللين نماذج لأغراض تحديد القيمة الحالية او ما يعرف بالقيمة الحقيقية.

ويمكن ان يحصلوا حاملي الأسهم العادية على نوعين من التدفقات خلال فترة الاحتفاظ بالسهم Holding Period :

أ) بشكل مقسوم ارباح نقدي Cash Dividend ويتحدد وفقا لقرارات ادارة الشركة.

ب) سعر بيع السهم المتوقع في نهاية فترة الاستثمار.

ويعتبر نموذج خصم مقسوم الارباح (DDM)Dividend Discount Model الذي قدمه (Willams) سنة 1938 من اكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي.

النموذج العام:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \ldots\ldots\ldots \frac{D_n}{(1+K)^n} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

P_0: Stock Fair Value القيمة الحقيقية للسهم العادي

D : Dividend مقسوم الارباح للسهم

K : Cost of Capital معدل العائد المطلوب

n= مدة الاحتفاظ بالسهم

P_n: سعر البيع في نهاية الفترة

مثال1:

افترض ان القيمة السوقية للسهم (A) هي (19د) في سنة 2010، اذا علمت ان التدفقات النقدية المتوقعة تكون كما يلي:

السنوات	مقسوم الارباح

2011	1.2
2012	1.5
2013	1.9
2014	2.3

وان سعر البيع المتوقع في سنة 2014 هو (26.7) دينار، ومعدل العائد المطلوب(15%)

المطلوب: احسب القيمة الحقيقية للسهم وحلل فرصة الشراء؟

الحل:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_n}{(1+K)^n} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

$$P_0 = \frac{1.2}{(1+0.15)^1} + \frac{1.5}{(1+0.15)^2} + .\frac{1.9}{(1+0.15)^3} + \frac{2.3}{(1+0.15)^4} + \frac{26.7}{(1+0.15)^4} = 20 > 19$$

بما ان القيمة الحقيقية اكبر من القيمة السوقية قان السهم ذو تسعير مخفض والقرار يكون هو شراء السهم.

اشتقاق نموذج خصم مقسوم الأرباح من النموذج العام :

هنالك العديد من النماذج لتقييم السهم العادي ، نذكر منها :

*** نموذج خصم مقسوم الأرباح ذو النمو الصفري**

Gordon Zero Growth Model

يفترض هذا النموذج أن الشركة تدفع مقسوم أرباح نقدي ثابت سنويا (معدل النمو في المقسوم يكون مساويا صفر) وبشكل مستديم والى ما لا نهاية.

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

مثال: توزع إحدى الشركات مقسوم أرباح ثابت نقدي بمقدار (3.6 د) سنويا للسهم الواحد . فما هي القيمة الحقيقية للسهم إذا علمت ان معدل العائد المطلوب (12 ٪).

$$P_0 = \frac{D}{K} = \frac{3.6}{0.12} = 30$$

***نموذج خصم الأرباح ذو النمو المستديم الثابت**

Gordon Constant Perpetual Growth Model

نظرا لعدم منطقية افتراض ثبات مقسوم الأرباح إلى ما لا نهاية وفقا للنموذج الصفري ، قدم Gordon نموذج لاحتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لمعدلات نمو ثابتة ومستديمة لمقسوم الأرباح حيث يفترض :

- ☒ أن الشركة تدفع مقسوم أرباح نقدي يزداد بمعدل نمو ثابت (Constant Growth: g) ابتداء من السنة الأولى ، يمتد إلى ما لا نهاية.
- ☒ نسبة مقسوم الأرباح اقل من معدل العائد المطلوب (k>g)

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g}$$

$$D_1 = D_0 \times (1+g)$$

D_0: Dividend at time 0 مقسوم أرباح الحالي

D_1: Dividend at time 1 مقسوم الأرباح المتوقع في نهاية السنة الأولى

مثال:

أذا بلغ مقسوم الأرباح بعنوان سنة 2009 لسهم إحدى الشركات (4 د) للسهم الواحد ، ويتوقع ان ينمو بمعدل ثابت 5٪ سنويا، فما هي القيمة الحقيقية (القيمة الحالية) السهم اذا علمت ان العائد المطلوب من قبل المستثمر 12٪.

الحل:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g}$$

$$P_0 = \frac{4 \times (1+0.05)}{0.12-0.05} = \frac{4.2}{0.07} = 60$$

إذا علمت أن القيمة السوقية للسهم (63د)وان المستثمر بحوزته 10 أسهم، فماذا سيكون القرار؟

بما ان القيمة السوقية أعلى من القيمة الحقيقية (60<63) اذن السهم ذو تسعير مضخم Over Priced.

سيكون **التوقع**: انخفاض الأسعار في الأجل القريب.

اما **القرار**: هو البيع الفوري للسهم قبل تحقق الانخفاض.

ملاحظة: بالإضافة الى نموذج خصم مقسوم الارباح (DDM) يمكن ان يستخدم المحلل المالي نموذج نسبة السعر السوقي الى ربحية السهم الواحد Price Earning Per Share Ratio الذي لا يستند الى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم.

$$MultiplierEarning = P/ER = \frac{MP}{EPS} = Times$$

Multiplier Earning مضاعف او مكرر الربح
MP: Market Price السعر السوقي
EPS: Earning Per Share ربحية السهم الواحد

$$EPS = \frac{NetIncome - \Pr eferredDividend}{NumberofCommonShares}$$

Net income صافي الربح
Preferred Dividend مقسوم الأرباح للسهم الممتاز
Number of Common Shares عدد الأسهم العادية

مضاعف الربح(نسبة السعر السوقي الى ربحية السهم الواحد):

يعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر للربح لتبرير السعر المدفوع بالسهم أي معدل النمو في ربحية السهم الواحد.

تصنف أسهم الشركات على أنها أسهم نمو اذا كان مضاعف الربح (P/ER) لشركة او قطاع ما اكبر من متوسط مضاعف الربح لسوق رأس المال.

ولذلك يستخدم المحلل المالي متوسط نسبة (P/ER) التاريخية للشركة(على سبيل المثال، الثلاث سنوات الأخيرة) مع الأخذ بالاعتبار ربحية السهم الواحد المتوقعة للتنبؤ بالسعر المتوقع في المستقبل.

$$P_1 = PER_A \ X \ EPS_0 X(1+g)$$

حيث:

P_1: Future Market Price السعر السوقي المتوقع للسنة القادمة
EPS_0: Present Earning Per Share ربحية السهم الحالية
PER_A: Average P/ER متوسط مضاعف الربح التاريخية
g : Growth rate معدل نمو الأرباح

مثال:

اذا علمت ان ربحية السهم الواحد الحالية لإحدى الشركات (3 د) ويتوقع ان تنمو بمعدل (7 ٪) سنويا وان سعر سهم الشركة يباع في السوق الان بسعر (30 د).
المطلوب: حساب مضاعف الأرباح والقيمة الحالية للسهم المتوقعة؟

الحل:

P/ER= (30/3)= 10 Times

P_1=10X3X(1+0.07)=32.1

تقييم الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة Hybrid تجمع بين صفات السند والسهم العادي، ويصنف ضمن حقوق الملكية في الميزانية ويحمل صفات من الأسهم العادية والسندات.

الخصائص المشابهة للسندات	الخصائص المشابهة للأسهم
الدخل ثابت	تصنف ضمن حقوق الملكية في الميزانية
لها قيمة اسمية	لها قيمة اسمية وليس لها تاريخ استحقاق
تدفع التوزيعات كنسبة من القيمة الاسمية	مخاطرها أعلى من السندات
لها الأولوية على الأسهم العادية	عوائدها أكيدة ولكن لايمكن تجميعها لعدة سنوات دون دفعها
مخاطرها اقل من الأسهم العادية	يمكن ان تحصل على توزيعات مثل الأسهم العادية

يتم تقييم الأسهم الممتازة على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من القيمة الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة السهم الممتاز نظرا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها.

ويمكن تطبيق نموذج خصم مقسوم الارباح ذو النمو الصفري لتحديد سعر السهم الممتاز نظرا لان ربحه يمثل ابدية عادية غير نامية.

$$P_{p;0} = \frac{D_p}{K_p}$$

$P_{p;0}$= Preferred Stock Price القيمة الحقيقية للسهم الممتاز

D_p= Preferred dividend مقسوم الارباح للسهم الممتاز

Kp= Required return on the Stock معدل العائد المطلوب

مثال:

اوجد سعر السهم الممتاز إذا علمت أن القيمة الاسمية للسهم هي(100د) للسهم الواحد ونسبة مقسوم الارباح (8%) ومعدل العائد المطلوب(10%).

$$P_{p;0} = \frac{100 \times 0.08}{0.1} = 80$$

المطلب الثاني: السندات Bonds؛

أولا: تعريفها: تعتبر السندات مصدرا من مصادر التمويل طويل الاجل الذي تلجأ اليه الحكومات (سندات الخزينةTreasury Bonds، وسندات البلديات Municipal Bonds) والشركات المساهمة(سندات الشركات Corporate Bonds) لسد الاحتياجات المالية الكبيرة. اذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب الى فئات وبقيم اسمية وتسويقها الى الجمهور. لذلك يترتب على اصدار السندات التزامات ثابتة Fixed Obligation على الجهة المصدرة واجبة الدفع عند الاستحقاق.

والسند هو أداة دين ذو صفة مالية قابل للتداول يعطي الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة (الحكومة او الشركات) للحصول على دفعات دورية منتظمة (الفائدة Coupon) خلال فترة الاستحقاق Maturity، وبنسبة ثابتة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السند.

ثانيا: خصائص السندات:

تشترك عموم السندات ببعض الخصائص والتي يمكن حصرها بالاتي:

- تصدر جميع السندات بقيمة اسمية وبفئات مختلفة مثلا 1000 د ومضاعفاتها.
- جميع السندات لها تاريخ استحقاق .
- للسندات فائدة دورية منتظمة، تمثل تدفق نقدي ثابت لحامل السند.
- جميع السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية، مما يجعلها اداة ادخارية (تدر فائدة) واداة استثمارية (حق البيع والشراء والاستفادة من تغير القيمة السوقية) في ان واحد.

ثالثا: مزايا السندات بالنسبة للمستثمر:

1. يمكن للمساهمين في رأس المال الحصول على عائد اكبر من التمويل عن طريق السندات(في حالة تحقيق الشركة عائد من الاستثمار للأموال المقترضة يزيد على معدل الفائدة على السندات)
2. تكون تكلفة السندات اقل من تكلفة الأسهم.
3. ان الفائدة على السندات يتيح للشركة التخفيف من العبء الضريبي.
4. توفر السندات إمكانية الاستعانة بأموال الغير واستخدامها دون مشاركتهم في إدارة الشركة.
5. زيادة موارد التمويل التي يمكن ان تتاح للشركة في الحصول على الأموال التي تحتاجها لممارسة نشاطها او لإجراء التوسعات فيها.

رابعا: أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم العادية

معيار المقارنة	السندات	الاسهم العادية
طبيعة الإدارة	أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق	اداة ملكية ومشاركة في راسمال الشركة
مستوى الدخل	ثبات الدخل واستمراريته	بخضع لقرار وسياسة توزيع الارباح
الاجل	ليس لحملتها المشاركة بقرارات الإدارة	حق الانتخاب والتصويت والمشاركة
القيمة الاسمية	تصدر بقيم اسمية مختلفة	تتحدد القيمة الاسمية وفق قانون الشركات
قابلية التحويل	يمكن ان يكون قابل للتحويل الى أسهم	لا يمكن ان يكتسب هذه الخاصية
المخاطرة	درجة مخاطرتها تكون اقل	درجة مخاطرتها اكبر من السندات

خامسا:تقييم السندات Bond Valuation:

يستخدم المستثمر تقنية القيمة الزمنية للنقود(القيمة الحالية السنوية) عند تقييم السندات، بناءا على خصم التدفقات النقدية التي يحصل عليها من كوبون Coupon السند (الفائدة الدورية التي تتأثر بالتوقعات التضخمية وخاصية الاصدارية والمصدر) والقيمة الاسمية عند الاستحقاق ، بمعدلات الفائدة السوقية السائدة وقت الخصم.

$$Bond\ \Pr ice = C \times \left[\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\right] + FV \times (1+r)^{-n}$$

Bond Price: سعر السند

C: Coupon Payment (كوبون) مبلغ الفائدة الدورية

FV: Face Value القيمة الاسمية

n: Time to Maturity المدة المتبقية من الاستحقاق

سادسا:العلاقة بين سعر السند ومعدل الخصم:

تبين الصيغة السابقة أعلاه انه يوجد علاقة عكسية بين سعر السند ومعدل الخصم.

الحالة الأولى:

فإذا تساوت معدلات الفائدة السوقية ومعدلات الكوبون على السند فان القيمة الحالية للسند(القيمة السوقية) تساوي القيمة الاسمية.

مثال:

سند قيمته الاسمية (1000د) وبمعدل الكوبون (8٪) سنويا، وبأجل استحقاق 10 سنوات، فإذا كانت أسعار الفائدة السوقية 8٪ (معدل الخصم) سنويا أيضا، فماهي القيمة السوقية للسهم؟

الحل:

Coupon=0.08 X 1000 = 80

$$Bond\ \Pr ice = C \times \left[\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\right] + FV \times (1+r)^{-n}$$

$$Bond\ \Pr ice = 80 \times \left[\frac{1-(1+0.08)^{-10}}{0.08}\right] + 1000 \times (1+0.08)^{-10} = 1000$$

الحالة الثانية:

إذا كان معدل الكوبون على السند اكبر من معدلات الفائدة السوقية فان القيمة الحالية للسند (القيمة السوقية) اكبر من القيمة الاسمية، ويباع السند بعلاوة Premium Bond .

مثال:

سند قيمته الاسمية (1000د) وبمعدل كوبون 8٪ سنويا، وبأجل استحقاق 10 سنوات، فإذا كانت اسعار الفائدة السوقية 6٪ (معدل الخصم)سنويا، فما هي القيمة السوقية للسهم؟

Coupon=0.08 x 1000 = 80

$$Bond\ \Pr ice = C \times \left[\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\right] + FV \times (1+r)^{-n}$$

$$Bond\ \Pr ice = 80 \times \left[\frac{1-(1+0.06)^{-10}}{0.06}\right] + 1000 \times (1+0.06)^{-10} = 1147.202$$

الحالة الثالثة:

إذا كان معدل كوبون السند اقل من معدلات الفائدة السوقية فان القيمة الحالية للسند (القيمة السوقية) اقل من القيمة الاسمية، ويباع السند بخصم Discount Bond.

مثال:

سند قيمته الاسمية (1000د) وبمعدل كوبون 8٪ سنويا، وبأجل استحقاق 10 سنوات، فإذا كانت اسعار الفائدة السوقية 9٪ (معدل الخصم)سنويا، فما هي القيمة السوقية للسند؟

Coupon=0.08 x 1000 = 80

$$Bond\ \Pr ice = C \times \left[\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}\right] + FV \times (1+r)^{-n}$$

$$Bond\ \Pr ice = 80 \times \left[\frac{1-(1+0.09)^{-10}}{0.09}\right] + 1000 \times (1+0.09)^{-10} = 935.823$$

المبحث الخامس: المحافظ الاستثمارية:

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الإستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورا فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية.
- المحفظة ذات الأصول الحقيقية.
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، وهو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

المطلب الثاني: أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية:

إن السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أولا: السياسة العمومية:

وهي سياسة يفضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

ثانيا: **السياسة الدفاعية:**

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الإستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل و التي تتكون أساسا من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...ألخ.

ثالثا: **السياسة المتوازنة:**

تعتبر هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين، و يراعي فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

المطلب الثالث: بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

أولا: مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى و مواصفاتها:

المحفظة الإستثمارية المثلى، هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان
ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي
ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

وانطلاقا من كون العائد والمخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

ثانيا: مفهوم العائد والمخاطرة:

سلطان العائد على الإستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

سلطان أمّا مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الإنحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقا لمدى تقلبهم لمخاطر الإستثمار إلى فئتين:

1- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظا إتجاه المخاطرة،

2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجها نحو المخاطرة.

ثالثا: الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

1- طريقة الرسم البياني:

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط، و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

2- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءا على المعادلات التالية:

- مقدار النمو الوسطي = $\frac{\text{أكبر عائد(خلال الفترة)} - \text{أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$

معدل النمو الوسطي = $\left[\frac{\text{مقدار النمو الوسطي}}{\frac{(\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد})}{2}} \times 100\right]$

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

3- طريقة المتوسط الحسابي:

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الانحراف المعياري.

4- **طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:**

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار و ذلك بالقيمة الحالية، و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN

$$VAN = \left(\sum \frac{R_t - D_t}{(1-K)^t} + \frac{S_t}{(1-K)^t} \right) - D_0$$

حيث:

Rt: الإيرادات K:معدل الفائدة Dt: المصاريف

D_0 : كلفة الإستثمار عند الشراء St: قيمة الإستثمار في نهاية الفترة

و لكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي = [VAN / كلفة الإستثمار] × 100

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار.

5 - **طريقة معدل المردود الداخلي:**

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، و نفترض هذه الطريقة أن الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم إختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

رابعا: مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

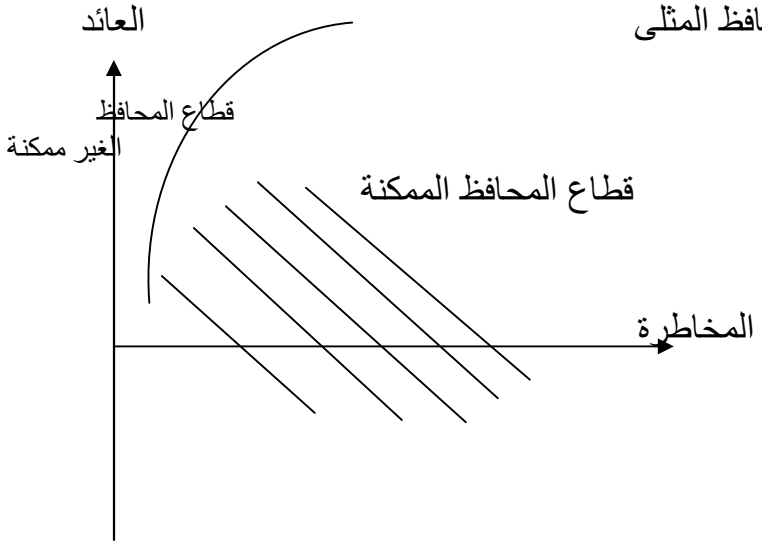
1- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

2- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

3- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

و لبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحنى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

الشكل II -1 : منحنى المحافظ المثلى



من الشكل I -1، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختارا لمستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

المطلب الثالث:اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

أولا: خصائص منحنيات السواء:

أ- اتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى (1)، فإنه سيضطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى (2).

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الاقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

ثانيا: فرضيات منحنيات السواء:

أ- **فرض عدم التشبع:**

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين استثمارين نختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

ب- **فرض كراهية المخاطرة:**

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.

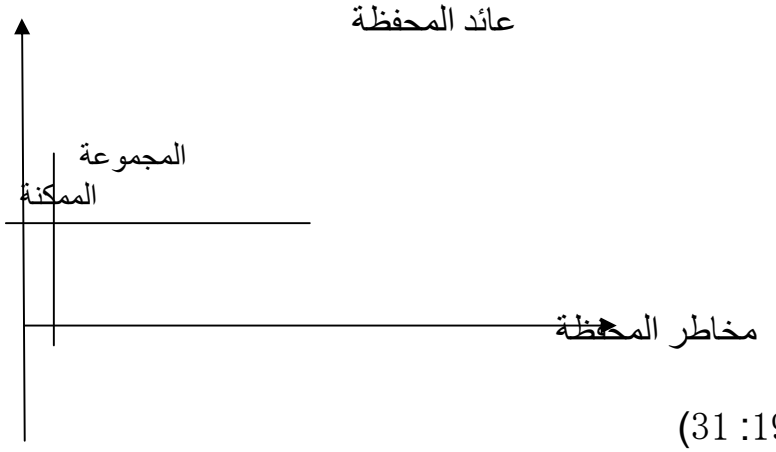
ثالثا: مفهوم الحدّ الكفء:

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفؤة شرطين:

أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفؤة " من الإستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

الشكل III-1 – المجموعة الكفؤة



المصدر: (هندي :1996: 31)

"ج"- تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج"، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد "ج"

"هـ" : نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "هـ" تحقق الشرط الأول " أ "

لكن «ب": لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

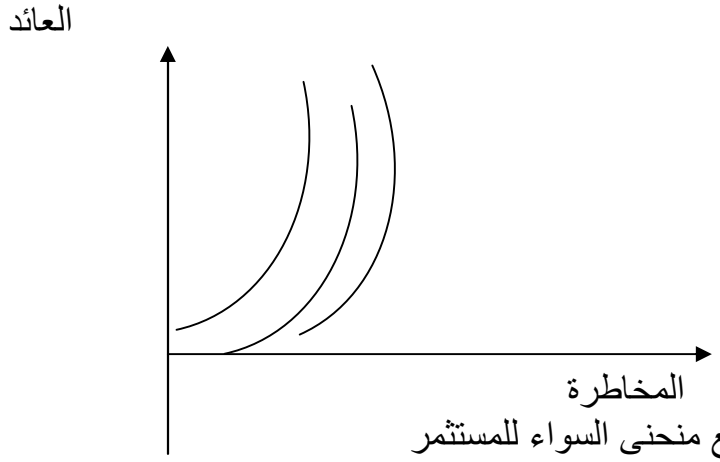
«د": تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر.إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذا بما أن النظرية تقتضي توافر الشرطين معا، حيث استبعدت "ب" في ظل الشرط الأول، و "هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفؤة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

رابعا:اختيار المحفظة المثلى:

الشكل III-2 المحفظة المثلى



و تتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر

المطلب الرابع - مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطرة:

أولا: مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

هنالك محفظة استثمارية تتكون من سهمين 1، 2، التوزيع الإحتمالي للعائد في كل منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم (F) 1	العائد من السهم 2
0. 5	0. 20	0. 20
0. 5	0. 10	0. 10

نحسب العائد المربح للسهم(أ) حسب العلاقة :

$$F^*_1 = \sum_{p=1} B_p \times F_p$$

$F^*_1 = (0.5 \times 0.2) + (0.5 \times 0.1) = 0.1 + 0.5 =$ 0. 15

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة :

$$R_p^* = \sum_{p=1} B_p (F_p - F^*)^2$$

$$R^*_p = 0.5(0.2-0.15)^2 + 0.5(0.1-0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

و بنفس الطريقة : $R^*_2 = 0.05$ $F^*_2 = 0.15$

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \sum_{p=1} K_p \cdot F^*_p$$

حيث K_p : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \times 0.15) + (0.5 \times 0.15) = 0.15$$

0.5 تعني 50% لأن المحفظة تتكون من السهمين 1، 2 بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة بافتراض معامل الإرتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 R_1)^2 + (k_2 R_2)^2 + (K_1)^2 \times (cov)(1,2) + (k_2)^2 \times (cov)(2,1)}$$

= 0 لأن معامل الإرتباط معدوم

$$R^* = \sqrt{(0.5 \times 0.05)^2 + (0.5 \times 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$$

قلت نسبة المخاطرة ب 15%.

ثالثا: عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الإستثمارية:

1ـ تنوع المخاطر الإستثمارية: و تصنف المخاطر إلى:

ـ مخاطر سوقية: و هي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

ـ مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، و سياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

2ـعدد أصول المحفظة: فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

3ـ معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

ـ من حيث نوع الإرتباط:

فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الوول ستريت ، عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

ـ من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط:

تتراوح بين +1 و -1 ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الارتباط و قوة معامله.

ففي حالة الارتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجبا و قويا ، لأن عملية التنويع ما هي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما، فالتنويع يكون موجبا ومفيدا في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعمل في اتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أن عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق ، والتي يمكن التنبؤ بها ، وذلك عن طريق معامل β ، فكيف يكون ذلك ؟؟

رابعا: التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β :

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو $dF = A + (\beta \times dF.S)$

dF: معدل التغير في عائد المحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الإستثمار.

A : ثابت المعادلة.

β : يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- إذا كان المعامل $\beta = 1$ ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20٪ بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20٪ كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

و نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم إحلال أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، و في حالة الإنكماش يتم العكس.

مثال: لنأخذ محفظة تتكون من 4 أصول مالية حسب الجدول التالي:

بيان أصول المحفظة	القيمة V	معامل β
سهم A	1000	0.75
سهمB	1000	1.25
سهمC	1000	1.40
عملات أجنبية	500	0.2

نحسب معامل β المرجح $\beta^* = \Sigma V \beta / \Sigma V$

$$= \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times0.2)}{1000+1000+1000+500} = 1$$

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل β^* وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل β منخفض بأصل آخر ، وليكن السهم D بقيمة 500 بعامل β =-3

$$\beta^* = \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times3)}{3500} = 1.4$$

إذا سيترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب 10% و ذلك ب 10% × 1.4 = 14%

رغم أنّ كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ ،إلا أنّ هناك ضوابط و قيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة.

المطلب الخامس:خصائص محافظ الأوراق المالية :

أولا: ضوابط و قيود تكوين محافظ الأوراق المالية:

1. **ضوابط وقيود زمنية:** أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا، طويلا، متوسطا، لمدة سنة ....).
2. **ضوابط وقيود مالية ورأسمالية:** وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.
3. **ضوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة:** وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.
4. **ضوابط وقيود ضريبية والتزامية:** كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها ومن ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة.
5. **ضوابط و قيود الأخطار و المخاطر:** يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

ثانيا:العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:

1- **معدل الفائدة و سعر الورقة المالية:** إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة ، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التب تطرح في

السوق لأول مرة، ومقارنة العائد عليها بالعائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

2- **مدى التقلبات في معدل الفائدة:** يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد ، ولكن أيضا بمدى الإستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

3- **مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها:** فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظرا لما تحققه من ربح رأسمالي.

4- **تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود:** في حالة التضخم، الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد ، لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية و الوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

ثالثا: الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

1- **الإعتبارات الزمانية والمكانية:** حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الاحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها، وكمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان ، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

2- **مستوى جودة الورقة المالية:** ويتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية وترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

3- **السياسات المالية والنقدية للدولة:** كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي الجاري والإستثماري، وسياسات الانكماش وتعقيم الكتلة النقدية، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

4- **عمليات معالجة الأخطار:** تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:

أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.

ب- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

جـ- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

د- عمليات تنويع الأخطار ، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر

وتسهيلا لإدارة مثل هذا النوع من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الإستثمار.

الفصل الثامن
أساليب تحليل أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: التحليل الأساسي Fundamental Analysis
المبحث الثاني: التحليل الفني Technical Analysis

المبحث الاول: التحليل الأساسي Fundamental Analysis

هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها. والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة والتي تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره. ويسمى أصحاب هذا التحليل (Fundamentalists).

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين. المدخل الأول هو التحليل الكلي فالجزئي (Macro-Micro Approach) أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-Down Analysis) ويتضمن ثلاثة مراحل: المرحلة الأولى، التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق رأس المال. المرحلة الثانية، تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي أو أسباب أخرى. المرحلة الأخيرة، التحليل على مستوى المنشآت بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الواعدة والتي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

أما المدخل الثاني فيستند إلى التحليل الجزئي فالكلي (Micro-Macro Approach) أو التحليل من أسفل إلى أعلى (Bottom-Up Analysis).

أ. تحليل الظروف الاقتصادية:

يشمل تحليل الظروف الاقتصادية على تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم. فضمن السياسة المالية (Fiscal Policy) تعتبر الضرائب ذات آثار إيجابية وسلبية على أداء المنشآت وأسعار أسهمها، حيث إن تخفيض معدل الضرائب على أرباح المنشآت من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضا ذو آثار إيجابية وسلبية على المنشآت. أما فيما يخص السياسة النقدية (Monetary Policy) ، ولاسيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة (سياسة نقدية توسعية) من شأنه تخفيز وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة إنتاج وأرباح الشركات.

كذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم (Inflation)، فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار.

أما تحليل حجم الناتج القومي (GDP) فيعتبر أيضاً ضرورياً، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Economic Activity) يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

ب. تحليل ظروف الصناعة:

1. تعريف الصناعة:

- طبيعة المنتج التي تقدمه.
- مصدر المنافسة التي تواجهه.
- تصنيف الصناعات: صناعات متنامية، صناعات مرتبطة بالدورات، صناعات دفاعية، صناعات متنامية ومرتبطة بالدورات وغيرها.
- مدى تدخل الحكومة في شؤونها:
  * صناعات مملوكة للحكومة بالكامل.
  * صناعات مملوكة للحكومة ملكية جزئية.

2. اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة:

- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:
  * التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر.
  * مدى الاستقرار في نمو المبيعات عبر الزمن له أهمية خاصة.
  * قياس الربحية من خلال عدد من النسب المالية.

- حجم الطلب وحجم العرض:
  * من المهم تعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير.
  * هل الطاقة المحتملة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب.
  * ينبغي التعرف على إمكانية الصناعة في تمويل التوسع. إذا ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فإن ذلك يعد نذيراً بدخول منتجين جدد، وبالتالي احتدام المنافسة مما قد يترك آثاراً عكسية على ربحية المنشآت الموجودة وعلى أسعار أسهمها تبعاً لذلك.

- ظروف المنافسة:
  * للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول منشآت جديدة أم لا.
  * هنالك ثلاثة موانع رئيسية للمنافسة: تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف، مزايا الحجم الكبير.

- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:
  * ضرورة تحليل نصيب (Share) المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادةً ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومي (Per-Capita Income) (أمثلة: الحاسوب الآلي، الإلكترونيات المنزلية،...).
  * ينبغي معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب (Demand Elasticity).

- تأثير الحكومة:
  * مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة وقدرتها على تنمية علاقات دولية مثمرة تسهم في النهوض بالصناعة.

* تدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبي أو تشجيع الاستثمار.

- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح:

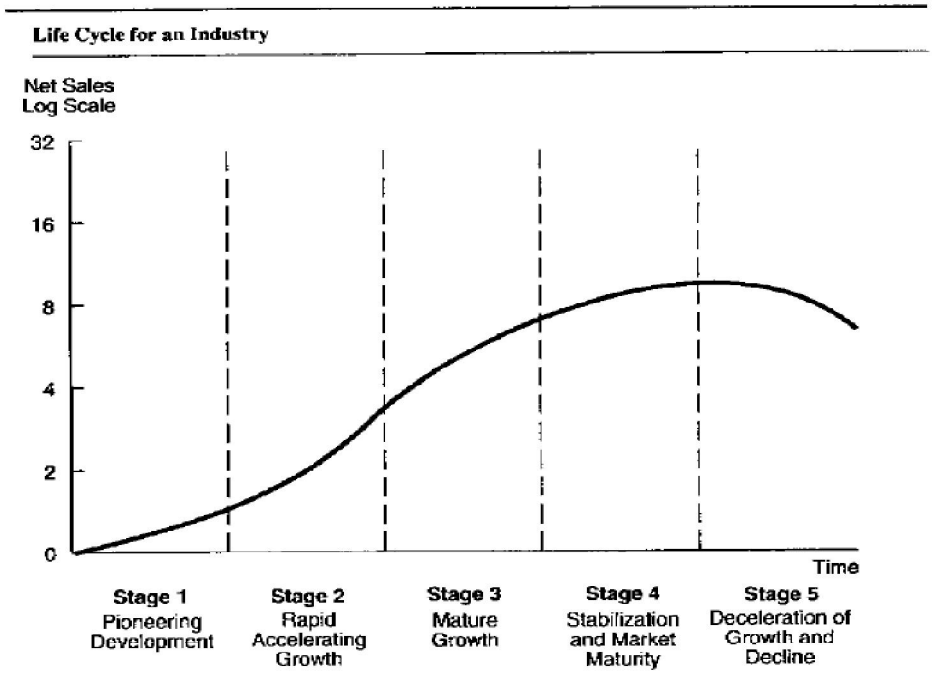
* ضرورة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة. إذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للمنشأة، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً.

3. أدوات تحليل ظروف الصناعة:

من أكثر أدوات تحليل الصناعة شيوعاً: تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

أ. دورة حياة الصناعة: (أنظر الرسم البياني)

- مرحلة الظهور :ولادة منتج جديد، المبيعات عند حدها الأدنى، عدم التأكد بشأن المنتج بانتظار إدخال المزيد من التحسينات، المزيد من البحوث، حملات إعلانية، المنافسة في حدها الأدنى، خسائر محتملة.
- مرحلة النمو السريع: ظهور نماذج مختلفة من المنتج، تزايد حجم المبيعات، تزايد الأرباح المتولدة، مزيد من الاستثمار (أرباح مدورة). قرب نهاية تلك المرحلة تدخل منشآت جديدة، وبالتالي يزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، انخفاض معدل نمو المبيعات وتتبع السوق.
- مرحلة النضوج: نهاية سنوات النمو السريع، تشبع تام للسوق، يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي. يصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة. اشتداد المنافسة السعرية وانخفاض هامش الربح.



- مرحلة الاستقرار أو الأفول: تتسم تلك المرحلة باستقرار أو تدهور الوحدات المباعة وذلك باختلاف الصناعة، وتتضاءل فرص الاستثمار المتاحة.
- تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل المحترف أو حتى المستثمر العادي من تصنيف الصناعة الوطنية وفقاً للمرحلة التي تمر بها.
- ضرورة توخي الحذر في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.
- الاستثمار في مرحلة النمو السريع يعد قراراً صائباً في أحوال كثيرة إلا أنه على المستثمر توخي الحذر وذلك لأن أسعار أسهمها تكون مبالغاً فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه.
- يكون أفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضوج أو الاستقرار رغم تميز عائداتها بدرجة أقل من النمو.

ب. التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

- يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس التي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع).
- من الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) والذي يقضي أولاً بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة).

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 Y + b_3 P_z$$

حيث: D_x = القيمة المطلوبة من سلعة
a = قيمة ثابتة
P_x = سعر الوحدة
Y = دخل المستهلك
P_z = أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة
b_1, b_2, b_3 = المعاملات الواجب تقديرها، تسمى المعالم

ج. التنبؤ بمعدل نمو الربحية:

- ينبغي توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

د. تحليل المركز المالي للمنشأة:

1. تحليل القوائم المالية للمنشأة: الميزانية العمومية للشركة، وقائمة الأرباح والخسائر.

2. النسب المالية: نسب السيولة، نسب النشاط، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق المساهمين ROE ونسب الربحية.
3. تحليل المخاطر: مخاطر النشاط، التقلب في المبيعات، درجة الرفع المالي (الدين إلى الأصول، الدين إلى صافي رأس المال، الدين إلى القيمة السوقية للأصول) ونسبة تغطية الفوائد (نسبة الإيرادات قبل الفوائد والضرائب إلى الفوائد).
4. تحليل ربحية السهم:

$$\text{ربحية السهم} = Y = \frac{R - D}{n}$$

صافي الربح بعد الضريبة = R
توزيعات الأسهم الممتازة = D
المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية = n

- يمكن تحليل الأسهم العادية باستخدام المؤشرات التالية:

1. ربحية السهم (Earning Per Share)

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع على الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

2. صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد (Book Value Per Share)

$$\text{صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد} = \frac{\text{صافي القيمة الدفترية لأصل الشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

3. معدل سعر السهم/ ربحية السهم (Price-Earning Ratio)

$$\text{معدل السعر/ الربح} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

المبحث الثاني: التحليل الفني Technical Analysis

يركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم. والهدف هو اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.

1. فلسفة التحليل الفني:

- إن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- إن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد.
- يعطي السوق وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر، فإن سلوك أسعار الأسهم تميل عادةً إلى التحول في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت.
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير في العلاقة بين العرض والطلب.

2. الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي:

- يبتعد التحليل الفني كثيراً عن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الأساسي.
- لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق الذي هو الدعامة الأساسية التي ترتكز عليها أسواق رأس المال.
- لا أحد يمكنه أن ينكر بعض أساسيات التحليل الفني، فسعر السهم شأنه في ذلك شأن سعر أي سلعة أخرى يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب.
- إن قوى العرض والطلب يحكمها متغيرات عديدة بعضها رشيد وبعضها غير رشيد، غير أن المتغيرات غير الرشيدة لا يمكن لتأثيرها أن يستمر، وأن التأثير طويل الأجل مرجعه المتغيرات الرشيدة وحدها.

3. أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق:

- يقصد بتلك الأدوات التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه (صعوداً أو نزولاً). وهنالك ثلاثة مقاييس: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهة النظر المضادة، مقاييس المستثمر المحترف.

أ. مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين (Investor Sentiment) : وهي تعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم. من أبرز تلك المقاييس:

* مؤشر بارون (Barrons's Confidence Index) :

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times 100 > 100$$

- إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود، فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل، وأن التوقيت ملائم للشراء، والعكس صحيح.
- عيوب مؤشر بارون أنه يركز على جانب الطلب على السند كمحدد للعائد بينما يتجاهل عوامل أخرى كحجم المعروض النقدي.

* مؤشر المستويات العليا والدنيا (High-Low Index) :

$$\text{صفر} < \text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{R}{R+R^*} < 1$$

حيث
R : عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل.
R^* : عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

- إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح، يكون ذلك دليلاً على أن عدداً أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر.
- عندما تكون قيمة المؤشر أقل من 0.1 فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أما إذا كانت قيمته أكبر من 0.9 فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها للانخفاض.
- يعطي المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار وما إذا كان قرار بالبيع أو بالشراء.

* مؤشر الارتفاع والانخفاض (Advance-Decline Ratio) :

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عائد الأسهم التي حققت صعوداً}}{\text{عائد الأسهم التي حققت صعوداً أو هبوطاً}}$$

- عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشراً على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته.
- إذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته، وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع.

ب. مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion) : تعتمد وجهة النظر هذه على اعتقاد أن هنالك مجموعة من المستثمرين عادةً ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول. وتقضي الاستراتيجية الناجحة معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوئها تتخذ قرارات عكسية.

- من تلك المقاييس: مؤشر توازن الكميات الكسرية.

$$\text{Odd-Lot Balance Index} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

- إذا كان المؤشر أكبر من الواحد صحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم.
- إن المعلومات تصل إلى صغار المستثمرين متأخرة، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمراً محتملاً، ولا يستجيبون بالسرعة الكافية لورود المعلومات.
- وعادةً ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها.

ج. مقاييس المستثمر المحترف (Professional Investor) :

- نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين = $\frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$

* في بورصة نيويورك يبلغ المتوسط التاريخي لتلك النسبة 0.55، فعندما تصل النسبة المحسوبة إلى حوالي 0.6 فإن الفنيين يفسرونها باحتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، عندما تكون 0.65 هنالك انخفاض مؤكد. عندما تكون 0.45 احتمال أن تأخذ طريقها نحو الصعود، عندما تكون 0.4 من المؤكد ستتجه نحو الصعود.
* مؤشر ناجح لتوقيت قرار الاستثمار، ولكن يصعب على المستثمر العادي الاستفادة به.

- مؤشر الكميات الكبيرة = Big Block Index = $\frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$

* الصفقات الكبيرة تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار ويتولاها مديرون محترفون يحققون عوائد متميزة، وبالتالي فإن السير على هداهم يمكن أن يكون أمراً مثمراً.
* يتراوح المؤشر بين صفر وواحد. وكلما اقترب المؤشر من صفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد صحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.

4. أدوات التحليل الفني:

- هنالك بعض الفنيين أو ما يطلق عليهم برا سمي الخرائط (Chartist) يعتقدون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً، يمكن من خلاله التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل.
- هنالك أدائين رئيسين هما: مؤشر القوة النسبية للسهم، وخرائط الأعمدة البيانية.

أ. خريطة القوة النسبية: هنالك عدة مؤشرات قد يكون حساب القوة بنسبة سعر السهم إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو نسبة إلى مؤشر السوق (أنظر المثال والرسم البياني).

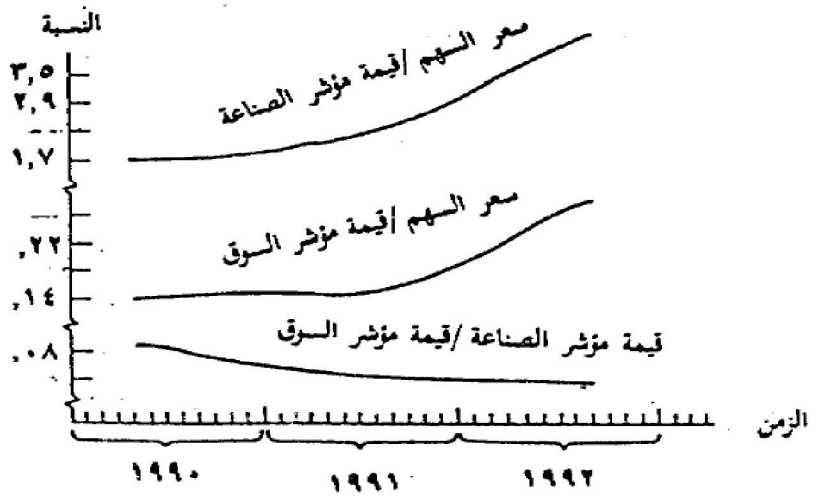
مثال:

كيفية حساب القوة النسبية للسهم

Year	S	I	M	S/I	S/M	I/M
1999	30	17	210	1,78	0,144	0,081
2000	36	18	250	2,00	0,144	0,072
2001	73	30	385	2,43	0,190	0,071

S: Annual Average Market Value of the Stock.
I: Industry Index.
M: Market Index.

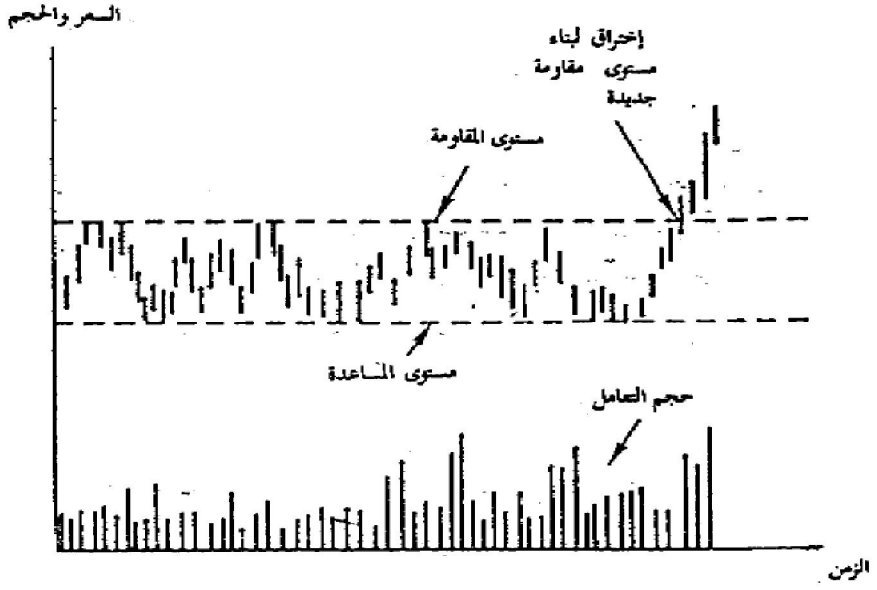
القوة النسبية للسهم



ب. خرائط الأعمدة البيانية:

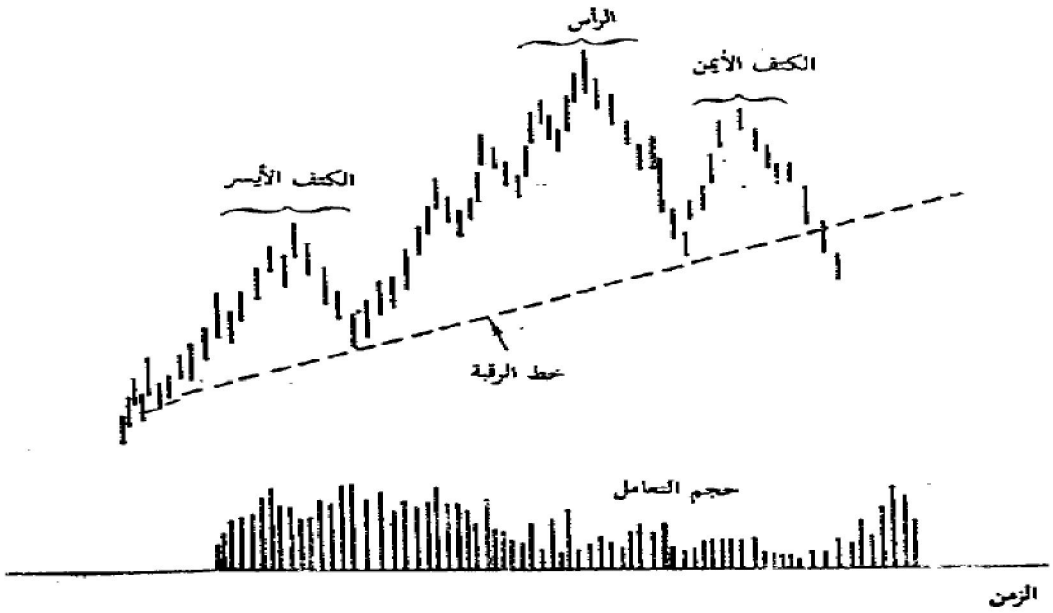
- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة (Support & Resistance) (أنظر الرسم البياني):
  - * المستوى المساعد هو مستوى سعر متدني، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيراً.
  - * مستوى المقاومة فهو مستوى عالي للسعر، واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيراً.
  - * توقيت سعر البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة.
  - * توقيت قرار الشراء يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة.

خريطة المستويات المساعدة والمقاومة



- خريطة الرأس والأكتاف (Head & Shoulder Move) (أنظر الرسم البياني):
  - * ارتفاع مضطرد في الأسعار يتبعه انخفاض ثانوي (الكتف الأيسر).
  - * ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر، يتبعه انخفاض في السعر يصل إلى أعلى قليلاً من المستوى المتدني الذي وصل إليه الكتف الأيسر، ولكنه أقل قليلاً من مستوى قمة الكتف الأيسر (الرأس).
  - * زيادة في حجم الصفقات بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس. وتفشل هذه الزيادة أن تصل بالأسعار إلى مستوى قمة الرأس ثم تأخذ في الهبوط مكونة الكتف الأيمن.
  - * حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة الذي يمثل خط التماس أدنى مستوى سعري للرأس والأكتاف. وتعد هذه النقطة مؤشراً ملائماً لقرار البيع.

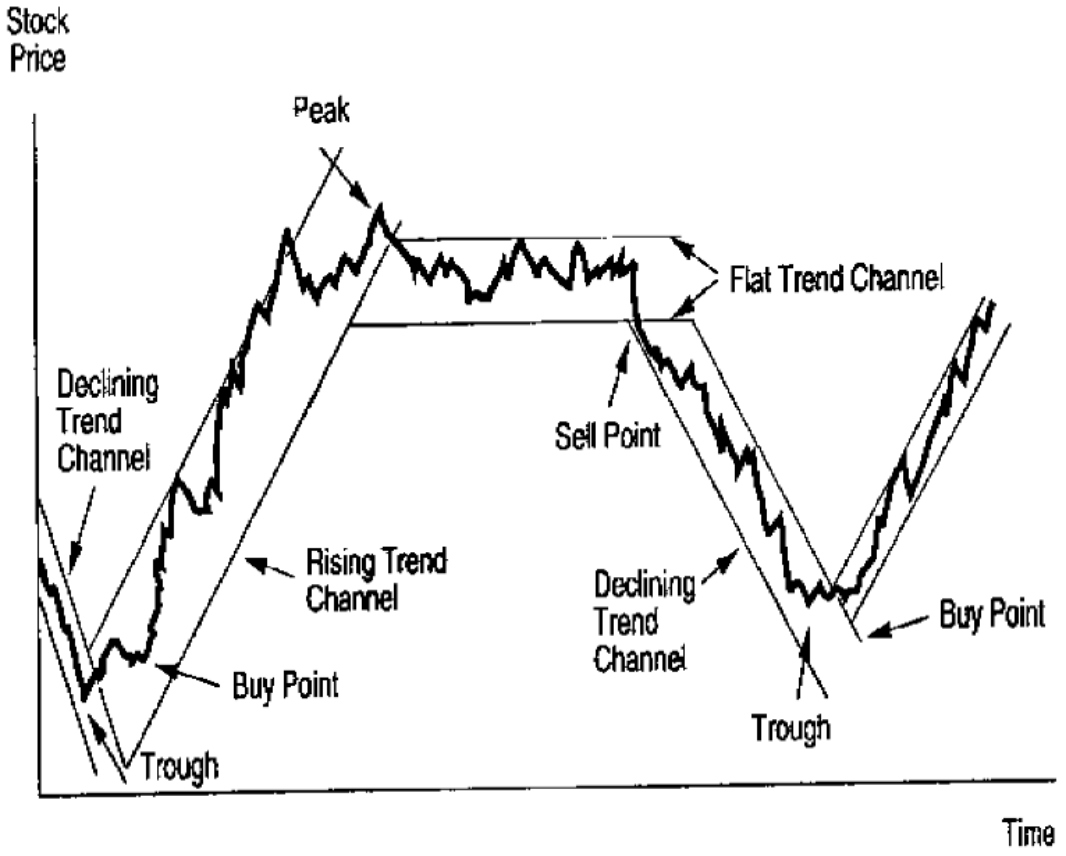
خريطة الرأس والأكتاف



5. مزايا وعيوب التحليل الفني:

- المزايا:
  - * السهولة والسرعة.
  - * سهولة تعلمها وتطبيقها.
  - * المعلومات تتاح يومياً وبانتظام.
- عيوبه:
  - * نتائج التحليل الأساسي عادةً ما تكون أفضل من نتائج التحليل الفني.
  - * المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم، أما المحلل الفني فعليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.

Typical Stock Market Cycle



الفصل التاسع
سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الاول: سوق بغداد للأوراق المالية

أولا: البدايات والتأسيس

ثانيا: أنواع السوق المالي العراقي

ثالثا: أهم المعلومات والمؤشرات لسوق بغداد للأوراق المالية

رابعا: شركات الاستثمار المالي

المبحث الثاني: تنظيم سوق العراق للأوراق المالية

أولا: أهداف السوق

ثانيا: مجلس محافظي السوق

ثالثا: آلية التداول

رابعا: مؤشرات التداول المتحققة في عام 2006

خامسا: انجازات سوق العراق للأوراق المالية

سادسا: خطط وبرامج السوق المتوقعة

سابعا: مميزات سوق العراق عن سوق بغداد للأوراق المالية

المبحث الثالث: تقييم سوق العراق للأوراق المالية

المطلب الاول: اتجاه مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

المطلب الثاني: مشكلات ومعوقات سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الاول: سوق بغداد للأوراق المالية

أولا: البدايات والتأسيس:

تأسس سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون المرقم 24 لسنة 1991[1] ويتمتع السوق بالشخصية المعنوية وبالاستقلال المالي والإداري وهو مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وانما يهدف الى تنظيم ومراقبة تداول الاوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وصحته وسهولته وسرعته ودقته لحماية الاقتصاد الوطني ومصلحة المتعاملين وتنظيم مهنة الوساطة في التعامل بالأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف المعنية والسبل الكفيلة لحماية مصالحها المشروعة وتنمية الادخار وتطوير الوعي الاستثماري عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وقد أصدرت وزارة المالية في 1996/12/22 النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية استنادا للفقرة ج من البند اولا من المادة 26 من قانون سوق بغداد ويقتصر التداول في السوق على حوالات الخزينة وجميع السندات الصادرة من حكومة العراق والأسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية التي يقرر مجلس السوق قبول تداولها في السوق وكذلك تم إصدار التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية استنادا للبند (اولا-د) من المادة 26 من قانون السوق، وقد افتتح السوق رسميا في 1992/3/23.

ثانيا: أنواع السوق المالي العراقي

1. سوق الإصدارات (السوق الأولية):

وهو السوق المتخصص بتسويق الإصدارات الجديدة من الإدارة المالية، وفي العراق يتم تأسيس الشركات الجديدة بموجب قانون الشركات وإجراءات التأسيس مبنية في الفصل الثاني من القانون أعلاه، ويكتتب المؤسسون في الشركة المساهمة بنسبة لا تقل عن 20٪ ولا تزيد على 51٪ من راس مالها الاسمي وتطرح الاسهم الباقية للاكتتاب في احد المصارف العراقية ولا تقل مدة الاكتتاب عن ثلاثين يوما ويكون المصرف مسؤولا عن صحة الاكتتاب والقيمة الاسمية للسهم دينار واحد ولا يجوز إصداره بقيمة اسمية أعلى او ادنى ويشرف على هذه الإجراءات مسجل الشركات في وزارة التجارة وليس للادارة المالية اي علاقة بالموضوع.[2]

2. السوق الموازي:

ويتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية وتمارس أعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لاي جهة رقابية رسمية محددة.

3. سوق التداول(السوق الثانوي):

وهي محصورة في سوق بغداد للأوراق المالية والية إدارته والتعامل به محدد بموجب قانون السوق ونظامه الداخلي وتعليماته ويتم التداول عن طريق الوسطاء وكل العمليات التنفيذية مرهونة

[1] حسن النجفي، ، سوق بغداد للأوراق المالية، بغداد، مطبعة النجفي ،1992، ص80.
[2] نفس المصدر السابق.

بهم.

4. السوق المباشر:

وهو مصطلح يطلق على عمليات تداول الاوراق المالية بين الشركات الاستثمارية من دون الوسطاء، حيث تنتقل الأوراق من جهة الى أخرى دون وسيط وبدون عمولة وتتم هذه العمليات على شكل حجوم كبيرة وعن طريق التحويل ولإدارة محافظهم ولحسابهم فقط.

ثالثا: أهم المعلومات والمؤشرات عن سوق بغداد للأوراق المالية[1]:

يتم تداول أسهم 97 شركة مساهمة ومختلطة منها 34 شركة صناعية و22 شركة زراعية و33 شركة خدمية و8 شركات مصرفية، يبلغ مجموع رؤوس أموال الشركات المدرجة في سوق بغداد اكثر من 19 مليار دينار وهي تقابل 19 مليار سهم وبلغت القيمة السوقية للشركات 419,639 مليار دينار ويبلغ معدل عدد الاسهم المتداولة شهريا بحدود 200 مليون سهم وبحجم تداول 2500 مليارين ونصف دينارا شهريا تقريبا وبلغ عدد شركات الوساطة 48 شركة منها 18 مكتب وساطة تابعة للمصارف الحكومية والخاصة وان حجم التداول السنوي لعام 1999بلغ 29892523000 دينارا وعدد الاسهم المتداولة 37144837 سهما.

رابعا: شركات الاستثمار المالي:

شركات الاستثمار المالي مؤسسات مالية هدفها تمكين المستثمرين والمدخرين من ضم الاموال التي لديهم الى أموال الغير لاستثمارها في أنواع مختلفة من أسهم وسندات الاستثمار، او استثمار أموالها في المساهمة بتأسيس شركات جديدة في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي. لقد تأسست شركات الاستثمار المالي في العراق على وفق أحكام المادة 9 من قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 والتي تنص على ما يأتي:

1ـ شركة الاستثمار المالي شركة يكون نشاطها الاساس توجيه المدخرات نحو التوظيف والاستثمار في الأوراق المالية العراقية من اسهم وسندات وحوالات خزينة وفي ودائع ثابتة .

2ـ تعد شركة الاستثمار من المؤسسات المالية الوسيطة لاغراض قانون البنك المركزي العراقي المرقم 64 لسنة 1976 ويعتبر البنك الجهة القطاعية المختصة بنشاطها ويمارس سلطة الاشراف والرقابة عليها وفق نظام يصدر لهذا الغرض خلال مدة 180 يوما من تاريخ هذا القانون في الجريدة الرسمية. وفي 10 اب 1998 أصدر مجلس الوزراء نظام الاستثمار المالي المرقم 5 لسنة 1998 ولقد نصت المادة 4 منه على ما يأتي: للشركة بموافقة البنك المركزي العراقي ممارسة الأعمال الاتية :

1. شراء وبيع حوالات الخزينة وسندات الحكومة والأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المسموح بتداولها في سوق بغداد للأوراق المالية.
2. استثمار جزء من أموالها في شركات أخرى على وفق أحكام قانون الشركات.
3. ادارة المحافظ الاستثمارية لحسابها او لحساب الغير وحسب رغبات أصحابها المشروعة والاتفاقات المعقودة معهم .
4. اصدار سندات قرض وشهادات ايداع على وفق اسعار الفائدة المقررة من البنك وبما لا يتجاوز

[1] دراسات في الاقتصاد العراقي، تأليف مجموعة من الباحثين ،بغداد، نشر بيت الحكمة ، عام 2002، ص259.

الحدود المنصوص عليها في قانون الشركات.

5. اقراض الشركات التي تساهم بها عن طريق ترويج السندات التي تصدرها تلك الشركات على وفق احكام قانون الشركات.
6. استثمار جزء من أموالها على شكل ودائع ثابتة لدى المصرف ، ولقد نصت المادة 6 من النظام على ما يأتي:

(للبنك ان يعين نوع الموجودات الواجب الاحتفاض بها من الشركات بوصفها وعاءا استثماريا تتناسب مدته ومخاطره مع طبيعة الالتزامات المترتبة عليها وبما يحافظ على سلامة وضع الشركة المالي وقدرتها على الايفاء بالتزاماتها مع مراعات حكم البند ثالثا من المادة 32 من قانون الشركات).

وعدت الاوراق المالية حسب قانون سوق بغداد للاوراق المالية المرقم 24 لسنة 1991 (السندات التي تصدرها الحكومة او دوائرها ومنشات القطاع الاشتراكي وحوالات الخزينة واسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية او اية أوراق مالية عراقية او غير عراقية يتقرر التعامل بها في السوق على وفق أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه).

ان أول شركة استثمارية مالية عراقية تم تأسيسها في العراق كانت شركة الأمين للاستثمار المالي(شركة مساهمة خاصة) برأس مال (100)مليون دينار في 1999/4/28 وتأسست شركة الأيام للاستثمار المالي بالرأسمال نفسه أعلاه ومنحت إجازة الاستثمار في 1999/10/9 وهكذا تعاقب تأسيس الشركات الاستثمارية حيث تأسست شركة الخيمة والزوراء والوئام والقمة .[1]

المبحث الثاني: سوق العراق للأوراق المالية

تأسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم 74 في 18 نيسان 2004 وباشر نشاطه في اول جلسة تداول له في 24 حزيران 2004 وقد جاء في وثيقة التأسيس حول تنظيم وأهداف السوق ما ياتي:

أولا: تنظيم السوق:

1. يكون المركز الرئيسي للسوق في بغداد وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية اخرى.
2. تكون مسؤولية السوق محدودة بالأصول المملوكة له ولا تشمل الاصول المملوكة للأعضاء.
3. لن يكون السوق مسؤولا عن اية التزامات ترتبت او قد تترتب على سوق بغداد للاوراق المالية.
4. السوق شخصية معنوية مستقل ماليا واداريا عن الحكومة العراقية ولن تكون هناك اية سلطة اشرافية لمسجل الشركات في وزارة التجارة على السوق ولا يتطلب الامر ان يسجل في وزارة التجارة. ومع ذلك لا يؤثر هذا الحكم في التزامات السوق اتجاه هيئة الاوراق المالية بالنسبة لتنظيم الرقابة مع ما ينسجم وتعليمات الهيئة طبقا لقانون الاوراق المالية المؤقت وله حق تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات .

[1] سوق العراق للاوراق المالية، قسم العلاقات العامة، دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية لسنة 2006.

5. للسوق حق رفع الدعاوى امام المحاكم او الهيئات التحقيقية او امام اية سلطة اخرى على ان يمثل بواسطة رئيس مجلس المحافظين او بواسطة شخص مخول من قبله .
6. السوق منظم تنظيما ذاتيا مستقلا عن الحكومة ووزارة المالية لا يستهدف الربح وتعود ملكيته للاعضاء، ويجب ان تكون تعاملاته التجارية المشتركة مع الغير بطريقة تجارية لا تتناقض مع القانونين المؤقت والدائم والنظام الداخلي والتعليمات الاخرى للسوق والهيئة.

ثانيا: أهداف السوق:

1. تنظيم وتدريب اعضائه والشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به.
2. تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها أمينة، فعالة، تنافسية، وتتسم بالشفافية .
3. تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة ومنتظمة وفعالة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات .
4. تنظيم تعاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة.
5. تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار.
6. توعية المستثمرين العراقيين والأجانب بشان فرص الاستثمار في السوق.
7. جمع وتحليل ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف.
8. التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والأسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
9. القيام بخدمات ونشاطات ضرورية أخرى لدعم أهدافه.

ثالثا: مجلس محافظي السوق

شكل مجلس المحافظين عام 2004 بموجب قانون الاوراق المالية المؤقت وتم تسمية أعضائه من قبل مجلس الحكم العراقي ونشرت في الوقائع العراقية بالعدد المرقم 3983 الصادر في نيسان 2004 وكان لهم الدور الأساسي في تأسيس وافتتاح السوق واستمراره بأداء أعماله بعد استحصال موافقة هيئة الاوراق المالية على إجازة مزاولة النشاط ، ويتم تعيين اعضاء المجلس عن طريق الاقتراع السري كل سنة ويتكون من تسعة اعضاء ومهمتهم الرئيسية هي تنظيم السوق ورسم السياسة العامة له والاشراف على نشاطاته.

رابعا: مؤشرات التداول المتحققة في عام 2006: [1]

1ـ بلغ عدد الشركات المتداولة أسهمها 84 شركة مساهمة مثلت القطاعات الاتية:
17شركة مصرفية 3شركات تامين 9شركات استثمار مالي 11شركة خدمية 27شركة صناعية 10 شركات صناعية وفندقية 7شركات زراعية .
من اصل 93 شركة مدرجة موزعة على أساس 18 شركة مصرفية 4 شركات تامين 9 شركات

[1] سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2006.

استثمار مالي 13 شركة خدمية 29 شركة صناعية 10 شركات سياحية 10 شركات زراعية.

2ـ بلغ عدد الجلسات التي عقدت في السوق 92 جلسة تداول بمعدل جلستين أسبوعيا، وقياسا بعدد جلسات عام 2005 البالغة 94 جلسة انخفض العدد بنسبة 2٪ ، وكان من المخطط زيادة عدد الجلسات الا ان كثرة العطل وحضر التجوال حال دون تنفيذ ذلك.

3ـ بلغ عدد الاسهم المتداولة 57974 مليار سهم، اي بمعدل 630 مليون سهم للجلسة الواحدة، مرتفعا عن عدد الاسهم المتداولة عام 2005 البالغة 55600 مليار سهم بنسبة 4٪.

4ـ بلغ حجم التداول 146891 مليار دينار اي بمعدل 1596 مليار دينار في الجلسة الواحدة محققا انخفاضا نسبته 60٪ قياسا بعام 2005 الذي بلغ فيه الحجم 366 مليار دينار.

5ـ واخيرا بلغ عدد العقود المنفذة 38 الف عقد اي بمعدل 420 عقد في الجلسة الواحدة وقياسا بعدد عقود عام 2005 البالغة 55 الف عقد انخفض العدد بنسبة 29٪ .

6ـ ارتفع عدد الاسهم المسجلة في سوق العراق من 432 مليار سهم كما في 2005/12/31 للشركات المدرجة البالغ عددها 85 شركة الى 774 مليار سهم كما في 2006/12/31 للشركات المدرجة البالغ عددها 93 شركة وبنسبة ارتفاع 79٪ .

7ـ انخفضت القيمة السوقية للأسهم المتداولة(market capitalization) من 3160 مليار دينار عام 2005 اي ما يعادل 2 مليار دولار الى 1949 مليار دينار عام 2006 اي ما يعادل 1380 مليار دولار اي بنسبة انخفاض 38٪.

خامسا: انجازات سوق العراق للأوراق المالية

1ـ لغرض الإفصاح عن المعلومات ولتغطية نشاط السوق فقد قام باصدار جريدة اسبوعية مالية تسمى (سوق المال).

2ـ ولأجل تنشيط عمليات التداول وتشجيع الاستثمار في الاوراق المالية فقد قام بتخفيض عمولة الوسيط المالي من 1٪ الى 0،006٪ الامر الذي ادى الى النجاح الفعلي في زيادة الاستثمار في السوق.[1]

3ـ اصدار النشرات اليومية والتي بلغ عددها 92 نشرة ، والتقارير الشهرية بواقع 12تقرير ، اضافة الى اصداره التقارير السنوية ، وكذلك اصدار دليل الشركات المساهمة العراقية الذي ضم في مكوناته تحليل مقارن للمركز المالي للشركات المساهة المدرجة في السوق.

4ـ تنفيذ برامج تدقيقية وتفتيشية على نشاط اقسام المساهمين في الشركات المساهمة المدرجة وشركات ومكاتب الوساطة في السوق واحالة المقصرين الى التحقيق الاداري والى لجنة الانضباط .

5ـ النجاح بالانضمام الى الاتحاد الاوروبي الاسيوي للبورصات الذي يضم ثلاثين بورصة اوروبية واسيوية وعربية وذلك في عام 2005/5/19.

6ـ ولتعزيز موقع السوق في العالم ولخلق وسائل اكثر للافصاح فقد قام السوق بانشاء موقعين للمعلومات والبيانات على شبكة المعلومات الدولية(الانترنت) وباللغتين العربية والانكليزية احدهما على موقع الاتحاد الاوروبي الاسيوي للبورصات (feas) تنشر فيه كافة نشاطات السوق والتداول اليومية والشهرية والسنوية وبجهود الاقسام العلاقات العامة والايداع المركزي والحاسبة

[1] سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام 2006 ، ص9.

الالكترونية وبالعنوانين(www.isx-iq.net) و (www.feas.iraqse).

7ـ اصدار مؤشر السوق لاسعار الاسهم المتداولة (ISX Price Index) وفق مقاييس صندوق النقد العربي .

8ـ عقد الاتفاق مع مصرف الاستثمار العراقي لادارة بنك المقاصة والتسويات المالية بين السوق والوسطاء والمستثمرين .

9ـ الاهتمام بالنشاط الاعلامي الخاص بسوق العراق للاوراق المالية من خلال وسائل الاعلام المرئية والمسموعة والمقروءة وذلك عبر التغطية الاعلامية لجلسات التداول من خلال القنوات الفضائية الاتية: العراقية الفضائية، بغداد الفضائية، عشتار السومرية، الديار، بلادي، قناة الشرقية، الحرة، القناة الفرنسية الاولى، العربية(برنامج اسواق العراق)، والمحطات الاخبارية مثل: (BBC)، رويتر، (CNBC) ، راديو دبي ، العراق اليوم ،(Time Magazine) ، واما الصحافة فهي: مجتمع الاعمال، الحياة اللندنية، الصباح، المشرق، العدالة، نشرة غرفة تجارة بغداد ، المواطن، الدستور، المؤتمر.

سادسا: خطط وبرامج السوق المتوقعة:

1ـ استحداث ادوات مالية جديدة للتداول بالتعاون مع المؤسسات ذات العلاقة.

2ـ البدا بتطبيق الانظمة الالكترونية والانتقال من اسلوب التداول اليدوي الى اسلوب التداول الالكتروني لاول مرة في تاريخ الاسواق المالية في العراق.

3ـ فتح فروع لسوق العراق في الاقاليم والمحافظات العراقية الكبيرة وربطها الكترونيا مع السوق لتمكين كافة العراقيين من التداول في البورصة .

4ـ فتح فروع لشركات الوساطة في الاقاليم والمحافظات وفي الدول المجاورة لتحقيق التوسع المطلوب في المهنة.

5ـ زيادة عدد جلسات التداول من 3 ايام في الاسبوع الى 5 ايام في الاسبوع.

6ـ تنفيذ القانون المرقم 13 لسنة 2006 لغرض تمكين المستثمرين غير العراقيين من التداول في السوق وفق ضوابط سوق العراق للاوراق المالية وهيئة الاوراق المالية العراقية.

7ـ ان يكون للسوق دور أساسي في تنفيذ عمليات خصخصة شركات القطاع العام بعد صدور قانون الخصخصة في العراق.

8ـ التعاقد مع إحدى الفضائيات لنقل وقائع جلسة التداول مباشرة الى كافة المستفيدين والمستثمرين.

9ـ عقد اللقاءات والندوات مع شركات الاستثمار المالي والمستثمرين والشركات المساهمة.

10ـ المشاركة في المؤتمرات والندوات المحلية والعربية والدولية وتوثيق اواصر التعاون والتطوير وتبادل الخبرات ، وبدء برامج تدريبية وتطويرية بالتعاون مع الاتحادات العربية والدولية.

سابعا: مميزات سوق العراق عن سوق بغداد للاوراق المالية

ان سوق العراق للأوراق المالية بعد تأسيسه عام 2004 وخلال فترة عمله القصيرة قد امتاز بحزمة من الإصلاحات والتغييرات التي جعلته مختلفا نوعا ما عن سوق بغداد للأوراق المالية وسوف نوجزها في النقاط الاتية.

1) تغير الهيكل الإداري للسوق: تتكون ادارة سوق بغداد للأوراق المالية من

هيكل إداري مرتبط بوزارة المالية ويشغل إدارته مديرا عاما وأربع مدراء يديرون الأقسام الأربع التي يتكون منها السوق ، اما في سوق العراق للأوراق المالية فقد أصبح منفصلا إداريا عن وزارة المالية، وادارة السوق المتمثلة بالمدير العام تم الاستعاضة عنها بمجلس المحافظين المكون من تسعة أعضاء ينتخبون بشكل دوري ويمثلون الأطراف المشاركة في السوق وهم كالأتي:

- ☒ رئيس المجلس.
- ☒ وممثل للشركات المساهمة في السوق.
- ☒ وممثل للوسطاء.
- ☒ وممثل لاتحاد وسطاء أوراق المال في العراق.
- ☒ وخبيرا لتكنولوجيا المعلومات.
- ☒ وثلاث خبراء مستقلين.
- ☒ والمدير التنفيذي.

أن هذه التشكيلة سوف تضمن اتخاذ قرارات تعكس مصالح ووجهات نظر جميع المشاركين في السوق وليس الامر في السابق حيث ان القرار يتركز في شخص المدير العام.

2) تغير الهيكل التنظيمي: ان الهيكل التنظيمي لسوق بغداد كان مرتبطا بمسجل الشركات في وزارة التجارة عن طريق منح الرخص لشركات الوساطة وبوزارة المالية باعتبار ان السوق تابعا إداريا لها حيث يتلقى التعليمات والأوامر، أما في سوق العراق فالأمر أصبح مختلفا ، فلم يعد هناك ارتباطا تنظيميا لا بوزارة التجارة ولا بوزارة المالية ، اذ أصبح الهيكل التنظيمي الهرمي للسوق كالأتي:

- ☒ الهيئة العامة لسوق الاوراق المالية
- ☒ مجلس المحافظين
- ☒ المدير التنفيذي للسوق
- ☒ مركز الإيداع العراقي
- ☒ سبعة أقسام إدارية.

وهذا الشكل التنظيمي يضمن الإدارة الذاتية للسوق على أسس اقتصادية سليمة وإبعاد عامل التأثير السياسي من قبل الحكومة على السوق.

3) اتحاد وسطاء الأوراق المالية: في عهد سوق بغداد كان مسجل الشركات في وزارة التجارة هو المسؤول عن منح إجازات شركات الوساطة المالية في السوق اما في سوق العراق فقد تغير هذا الأمر، اذ أصبح السوق هو المسؤول عن إعطاء هذه الإجازات وبذلك تم فك الارتباط بين الوسطاء وتأثير التدخل الحكومي في طريقة إعطاء

الإجازات، ومن ثم قيامهم في تأسيس اتحادا خاصا بهم لغرض إيصال مقترحاتهم ووجهات نظرهم الى السوق عن طريق هذا الاتحاد، الذي تأسس في شهر أيلول في عام 2004 تحت عنوان (اتحاد وسطاء الأوراق المالية) في العراق ولأول مرة ضمن اجراءات انتخابية وديمقراطية، ونظرا لأهمية الدور الذي من المؤمل ان يلعبه الاتحاد فقد قام مجلس محافظي سوق العراق بدعمه عن طريق تبرعه بمبلغ عشرة ملايين دينار، حيث يسعى كل من السوق والاتحاد الى رسم صورة حقيقية للتعاون من خلال تذليل كافة المشاكل الآنية وبحث سبل تطوير النشاط المستقبلي خصوصا في مجال التدريب والتطوير وسن التشريعات الملائمة لحماية حقوق المتعاملين بالأوراق المالية.[1]

المبحث الثالث: تقييم أداء سوق العراق للأوراق المالية

من اجل تقييم سوق العراق للأوراق المالية فسوف نتبع في ذلك منهجين، منهج تحليلي قائم على أساس المعطيات الواردة في الفصل الأول، ومنهج مقارن قائم على أساس معطيات الفصل الثاني، وسوف نتناول أربعة مطالب في هذا الفصل، الاول يتناول تحليل سوق المال العراقي، والثاني يتناول تحليل البيئة الاقتصادية العراقية، والثالث يتناول عوامل تنشيط سوق المال العراقي، والرابع يتناول عوامل إصلاح البيئة الاقتصادية العراقية.

المطلب الأول: أداء سوق العراق للأوراق المالية

أولا: المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيرات في الاسواق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ، ويقيس المؤشر تحرك أسعار الأسهم او السندات او الصناديق، الأمر الذي يعكس اتجاه السوق. يكشف مؤشر الأسهم عن الاتجاه العام في سوق راس المال وبعبارة أخرى يقود المستثمر إلى معرفة كيفية اداء السوق بوجه عام، فالمؤشر مقياس شامل لاتجاهات السوق حيث يبين تحركات أسعار سوق الأسهم بصفة عامة، ولذا فان المؤشر بالنسبة للمستثمر هو معيار قياس مستوى سوق الأسهم ككل وفي المقابل قياس كل من الأسهم على انفراد او الحكم عليه ، اذن فالمؤشرات هي ادوات يستعملها المستثمرون في كل انحاء العالم، في الاسواق المتقدمة والنامية على السواء. وهناك طرق عديدة لحساب هذه المؤشرات والاكثر شيوعا هي طريقة الرسملة السوقية اي تقيس لنا القيمة السوقية لتلك الشركات، ومن اشهر تلك المؤشرات الدولية هو (داوجونز، ستاند اند بور ونازداك) في الولايات المتحدة، و(الكاك) في فرنسا،

[1] التقرير السنوي الاول لسوق العراق للأوراق المالية، ص6.

و(داكس) في المانيا، و(نيكاي) في اليابان.

جدول رقم (20): تطور أداء سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة()

البيان	1994	1995	1996	1997	1998	1999	نسبة التغيير بين 1998-1999
القيمة السوقية مليون $							21.49
قيمة الأسهم المتداولة مليون $							0.16
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم							25.08
عدد الشركات المدرجة							13
معدل دوران الأسهم %							-17.48
المؤشر المركب للصندوق							9.78

المصدر:سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي، 2009، ص:.

المطلب الثاني: مشكلات سوق العراق للأوراق المالية

يعاني سوق المال العراقي مشاكل كثيرة، فهي لا تتصل فقط بالعوامل الذاتية للسوق وإنما بالعوامل الخارجية أيضا، فبالنسبة للعوامل الداخلية(الذاتية) يمكن تلخيصها بالتالي:

1. انخفاض حجم السيولة المتدفقة للسوق.
2. عدم وجود أدوات مالية متنوعة للتداول.
3. انخفاض مستوى وعي المستثمرين.
4. ضعف الاستثمار المؤسسي.
5. انخفاض مستوى الخبرة والمعرفة الفنية لدى الوسطاء، وكذلك عدم وجود كادر فعال لإدارة السوق وتنميته نحو الأفضل لضعف الخبرة لديهم ولعدم تطابق اختصاصاتهم الدراسية مع طبيعة عمل السوق، وكذلك إتباع أساليب بدائية في عمل وادارة السوق.

أما المشكلات أو العوامل الخارجية للسوق فهي تتعلق بـ:

تخلف القطاع المصرفي.

1. سلبيات السياستين المالية والنقدية وعدم التنسيق بينهما.
2. الطبيعة الهيكلية لنفقات وإيرادات الميزانية العامة وسياسة سعر الصرف،
3. الانخفاض في مستوى الناتج السلعي والخدمي المحلي.
4. تراجع كبير في الإنتاج الزراعي.
5. عدم وجود تشريعات حديثة تنظم عمل كل من السوق المالي والقطاع المصرفي وقطاع

الأعمال، وجود بنية اقتصادية تحتية تقريبا مدمرة، فالكثير من المصانع والمعامل متوقفة عن الإنتاج تقريبا اما بسبب قطع الغيار المتهالكة لتلك المصانع او بسبب عدم وجود طاقة كهربائية لها.

ان جميع العوامل الأنفة الذكر تؤثر بمجملها على قطاع الأعمال بحيث يؤدي الى تراجع انتاج هذا القطاع وبالتالي تراجع إيراداته ومن ثم تراجع القطاع المالي الذي يؤثر بدوره على نشاط سوق المال نحو عدم التنامي وخلق حالة الركود لديه. ان الفئات المشتركة والمؤثرة في سوق المال العراقي هي أولا الشركات المساهمة وثانيا المستثمرون وثالثا الوسطاء ورابعا ادارة السوق ، وسوف نتناول مشكلات وسلبيات كل منها في مواضيع مستقلة. اما العامل الخامس وهو البيئة الاقتصادية العراقية فسوف نفرد لها مبحثا خاصا لتحليلها باعتبارها الاقتصاد الحاضن لسوق المال العراقي.

أولا: طبيعة الشركات المساهمة:

ابتدأت فكرة الشركات المساهمة في العراق مع ولادة قانون الشركات العراقي الصادر في عام 1983(حيث قسم هذا القانون الشركات العراقية الى خمسة أنواع وهي مساهمة ومختلطة وتضامنية وذات مسؤولية محدودة وبسيطة) وكانت فكرة الدولة آنذاك ان تعمل على بناء الشركات الكبيرة القادرة على المشاركة في تنفيذ مشاريع التنمية الوطنية في العراق ومن ثم يتم تسليمها الى القطاع الخاص كليا بحيث تصبح شركة خاصة ذات ملكية مساهمة او جزئيا ذات ملكية مختلطة (وقد حرصت الدولة على ان لا تكون تلك الشركات ذات ملكية عائلية) وقد جرى التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية لبيع وتداول أسهم تلك الشركات.

وهكذا تم انشاء سوق بغداد للاوراق المالية لهذا الغرض، وكانت العملية مرتبطة في حينها بالخصخصة اي تحويل ملكية شركات القطاع العام من الدولة الى القطاع الخاص .

ان عملية التحويل في تلك الفترة رافقها مشكلتين رئيسيتين وهي مشكلة الاقتصاد العراقي الذي يعاني من سلبيات كثيرة بسبب الحروب ، ومشكلة الحصار الذي افقد العراق القدرة على التفاعل مع الخارج ، فلا استيراد ولا تصدير ولا اتصال حضاري او تقني ، بحيث انعكس الامر سلبا على قطاع الأعمال وبالتالي توليد تأثيرات انعكاسية على الشركات المساهمة التي لم تؤدي دورها كما يجب في الاقتصاد العراقي بسبب العوامل الأنفة الذكر، بحيث ادى الامر الى هبوط حاد في مستويات الانتاج ومن ثم انخفاض ايرادات تلك الشركات وبالتالي انخفاض مستويات ارباحها ، الامر الذي قاد الى ضعف اقبال المستثمرين بالطلب على شراء اسهم تلك الشركات وعدم ازدهارها. ومن مشاكل قطاع الاعمال في العراق عموما والشركات المساهمة خصوصا هو ضعف التمويل، اذ ان تمويل الشركات يعتمد على راس مالها المساهم (الاسمي) وارباحها المحتجزة وعلى القروض، فاذا ما ارادت زيادة راس مالها الاسمي عن طريق اصدار أسهم جديدة، فان ذلك سوف يؤدي الى هبوط في الأسعار السوقية للأسهم بسبب انخفاض عائد السهم، الا اذا ما قامت الشركة المصدرة بزيادة موجودات الشركة بنفس نسبة الزيادة في اصداراتها الجديدة، الامر الذي لا تستطيع تحمل تكاليفها، وإذا ما أرادت ان تزيد تمويلها عن طريق زيادة نسبة الارباح المحتجزة فمن الصعوبة عندها زيادة تلك النسبة بسبب ان الأرباح بالأساس منخفضة، فيبقى امامها التمويل عن طريق القروض والذي يأخذ شكلين، أما عن طريق اصدار سندات القرض او عن طريق طلب القروض المباشرة من المصارف التجارية، فبالنسبة للطريقة الاولى وهي السندات لا يوجد سوقا لها في العراق،

بدليل لا وجود لتداول اي نوع من السندات في سوق العراق للأوراق المالية، واما طلب القروض من المصارف التجارية فهو مقصور على القروض القصيرة الأجل في الأغلب، وتمتنع المصارف عن تقديم قروض طويلة الآجل التي تحتاجها تلك الشركات، والسبب في ذلك هو تعثر كثير من الديون التي قدمتها المصارف التجارية في الفترات الزمنية السابقة، ولا يخفي ما للقروض من دور مهم في دفع عجلة الإنتاج وفي زيادة التشغيل اذا ما عرفنا ان بعض الشركات تعتمد 50٪ في عملياتها الإنتاجية على القروض. وعليه سوف نستشف من ذلك ان الشركات العراقية تواجه مشكلة تمويل، الامر الذي يحد من توسع عملياتها الانتاجية وتنامي حجم تلك الشركات. الأمر الاخر نرى كثيرا من شركات القطاع العام بعد انهيار الدولة عام 2003 قد اهمل دورها فلا نرى لها نشاطا في واقع الانتاج العراقي بل أصبحت مجمدة وافرادها يتقاضون الرواتب دون عمل وهي قادرة على المسير والتواصل في عملياتها الإنتاجية ، فلو قامت الدولة ببيعها الى القطاع الخاص كشركات مساهمة ويتم تداول أسهمها في السوق المالي لانتفع من تلك الشركات كل من القطاعين المالي والسلعي، ولاسيما ان تلك الشركات تعتبر ضخمة حيث نفذت مشاريع كبيرة في العراق مثل بناء الجسور والطرق والبنايات الكبيرة وبناء الاحياء السكنية وغيرها من المشاريع ذات الحجم الكبير، ولكن ما نراه هو الإجحاف بدور تلك الشركات ولم ياخذ اي قرار بشانها الى الان.

ثانيا- المستثمرون في الأصول المالية:

يبلغ عدد المستثمرين في الأصول المالية في مصر اكثر من نصف مليون مستثمر طبقا لتقديرات بعض المحللين، اما في العراق فيقل عن هذا العدد وبكثير(لم نعثر على اية تقديرات رقمية لعدد المستثمرين في الأصول المالية في العراق)، من خلال ملاحظاتنا للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية نجد ان عدد المستثمرين قليلا، وإنهم لا يمتلكون وعيا استثماريا، وان الاستثمار الفردي هو الصفة الغالبة وهناك شبه غياب للاستثمار المؤسسي. بالنسبة لقلة عدد المستثمرين في الأصول المالية في العراق نراه مرتبطا بالحالة الاقتصادية في العراق من انتعاش واستقرار نسبي في الاقتصاد او حالة من الركود او التضخم او كليهما اي التضخم الركودي (stagflation)، فالحالة الاقتصادية السائدة في البلد هي التي توجه حركة الاستثمار، والنظرية الكينزية توضح ذلك: [1]

ان الثروة يتم الاحتفاظ بها في احد أشكالها الثلاث اما بأصول حقيقية او مالية او نقدية ، فعند الاحتفاظ بالثروة بصيغة أرصدة نقدية مودعة في البنوك بسعر فائدة محددة مع وجود مستوى عالي من التضخم ، فسوف يعزف المستثمرين عن الاحتفاظ بثروتهم بشكل أرصدة نقدية في تلك البنوك بسبب ارتفاع مستوى التضخم عن سعر الفائدة، واما في حالة الاحتفاظ بالثروة بشكلها المالي اي أصول مالية فان الظرف الاقتصادي الأنسب لها هو تمتع البلد بحالة الانتعاش الاقتصادي، لان المشروعات الاقتصادية سوف تحقق عوائد مرتفعة في تلك الحالة، ويصبح من غير المناسب عندها الاحتفاظ بأصول مالية في فترتي الركود والتضخم الغير طبيعيين بسبب انخفاض عوائد الأصول المالية ويتجه حينها التفكير بالاحتفاظ بالثروة بأصول حقيقية.

ان ما نشهده في العراق هو حالات مرتفعة وغير طبيعية من التضخم، بحيث جعلت حركة الاستثمار تتجه نحو الاحتفاظ بالثروة بهيئة اصول حقيقية من عقارات واراضي ومعادن ثمينة،

[1] Mishkin, Frederic, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, USA, Addison Wesley Longman, Inc., 5th Ed,1997, P555.

بحيث قلصت الاستثمار في الأصول المالية فضلا عن الأصول النقدية، وعليه يجب التأثير على العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الحالة الاقتصادية في العراق بحيث تهيا الأرضية المناسبة لتوفير المناخ الملائم لحركة الاستثمار المالي ومن ثم دفع المستثمرين نحو الاستثمار في السوق المالي. الامر الاخر ان الكثير من المستثمرين الماليين في العراق يفقدون القواعد الأساسية للاستثمار المالي، اذ انهم لا يقتنون الاوراق المالية على أسس علمية صحيحة، بل ان الإشاعات والمحاكات والقرارات الارتجالية الغير مدروسة هي التي تحرك طرق اقتنائهم للأصول المالية، وقد جرت محاولات لفتح دورات تعليمية لغرض تزويد المستثمرين بالمعلومات الملائمة لتوظيفها في اختيار الاستثمار الأمثل ، لكن تلك الدورات لم تكن ذات ابعاد تعليمية فاعلة ومؤثرة في واقع السوق المالي، بسبب ان من ذهب الى تلك الدورات لم يكونوا ليهضموا موادها التعليمية بشكل صحيح والسبب الأخر افتقار مناهج التعليم في العراق الى مواد علمية مختصة بدراسة أسواق المال، إضافة الى ما ذكر لا توجد اهتمامات من قبل الحكومة العراقية لرفع مستوى الوعي الاستثماري لدى الأفراد وحتى لدى المؤسسات الاستثمارية ، حيث لا وجود لمعاهد مختصة ولا مؤسسات دراسات مختصة ولا جمعيات ولا اتحادات تعنى بموضوع أسواق المال وبالتالي بمستثمري الاوراق المالية.

ثالثا: وسطاء الأوراق المالية:

الوسطاء هم من يتوسطو بين بائعي الاوراق المالية وبين مشتريها لقاء عمولة ما تقررها ادارة السوق، بحيث ينوبون عن المتاجرين في الاوراق المالية في عملياتهم التداولية وتولي عملية انتقال ملكية تلك الاوراق من البائعين الى المشترين او بالعكس . من المعلوم ان العراق حديث عهد بأسواق المال ولم تكن له خبرة عملية وتاريخية كالتي في الأسواق المالية الأخرى، ولذا سنجد ان اغلب الوسطاء ان لم يكن جميعهم لا يقوموا بتقديم خدمات الى زبائنهم من قبيل القدرة على تحليل السوق من حيث التحليل المالي او الأساسي او الفني ولا يقدموا تحليلا عن الاقتصاد العراقي باعتباره البيئة الاقتصادية لسوق المال العراقي ولا من قبيل معرفة تأثير المتغيرات الاقتصادية الخارجية على مستوى الاقتصاد المحلي، فمثلا عندما يتكبد بعض المستثمرين خسائر باهضة ويتوجهون بالأسئلة الى الوسطاء ستكون الإجابة دائما (السوق هكذا يرتفع وينخفض)، دون ان يقدموا تحليلا علميا لزبائنهم عن حركات التداول في السوق، فالمشكلة إذن نحن إمام وسطاء لم يتم تعليمهم في دورات تعليمية وتدريبية جيدة لهذا الغرض، على العكس مما نجده في أسواق الدول الأخرى، فهناك الدورات التدريبية وهناك من تلقى تعليمه من جامعات مرموقة في العالم وهناك من له خبرة دولية مكتسبه وهناك متابعة الدولة لمستوى أداء الوسطاء ين ووجود مواقع انترنت لمكاتبهم وشركاتهم توضح للعميل كيفية الاتصال بهم ومساعدتهم على اقتناء الاوراق المالية الاجود والأنسب، بينما لا تجد مثل تلك الخدمات يقدمها الوسطاء العراقيون لزبائنهم. ومن سلبيات سوق المال العراقي هو عدم تناسب عدد الوسطاء مع حجم نشاط السوق، اذ في بداية نشاط السوق حدد مجلس ادارة السوق عدد الوسطاء ب(15) وسيطا تم اختيارهم بعد اجتيازهم دورة خاصة ومركزة حول طبيعة عمل السوق والإجراءات التي تتطلبها عمليات تداول الأسهم داخل القاعة بما فيها تنظيم عقد تحويل ملكية الاسهم مع الأخذ بنظر الاعتبار المستوى العلمي والاجتماعي للوسيط ولظروف خاصة تم مضاعفة عدد الوسطاء وعلى اثر إجازة المصارف الخاصة أيضا حتى بلغ عددهم (51) وسيطا مقابل(93)شركة مساهمة. والاهم من ذلك هو انخفاض المستوى العلمي للممارسين للوساطة بعد ترويج معاملة بيع شركات ومكاتب الوساطة لأشخاص ابعد ما

يكون اختصاص بعضهم عن نشاط سوق المال حيث نجد اليوم من بين المالكين لشركات الوساطة ربات بيوت ومهندسين متقاعدين وغيرهم. إضافة الى اشتراك بعضهم في ممارسات المضاربة غير المشروعة اذ تفشت هذه الظاهرة ولا تزال مستمرة وبشكل سافر لدرجة تم تشخيصها والحديث عنها من قبل صغار المستثمرين الموجودين في السوق نتيجة الخسارة التي لحقت بهم، بعد ان عمد المضاربون الى تخفيض أسعار الأسهم خاصة أسهم الشركات الصناعية وذلك بهدف الاستحواذ عليها خلافا لواقع حركة أسعار الأسهم السائدة في السوق للسنوات الماضية حيث ترتفع الأسعار عادة في الأشهر الأولى من كل سنة مالية بسبب قرب مواعيد انجاز الحسابات الختامية للشركات ، ومن عناصر السوق التي ساهمت بشكل رئيسي في ابراز هذه الظاهرة الخطيرة بعض إدارات المصارف الخاصة التي لها شركة استثمار مالي حيث يتم التنسيق وبإشراف ادارة المصرف مع مكتب الوساطة وادارة شركة الاستثمار المالي التابعين لها فضلا عن بعض مكاتب الوساطة الخاصة، بدليل ان ممارسة هذه المضاربة تزامنت مع اجازة ونشاط شركات الاستثمار المالي وبالتالي الخروج عن الأهداف التي تأسست من اجلها بوصفها من مؤسسات السوق.

رابعا ـ إدارة السوق:

اذا ما أردنا ان نعقد مقارنة ما بين سوقي العراق ومصر الماليين فالتباين في تقديم الخدمات وفي اجراءات الرقابة على كل من الشركات المساهمة وشركات الوساطة وفي مستوى استخدام ادوات التقنية الحديثة سوف تكون واضحة، فمثلا هناك افتقار كبير لكثير من الارقام والمؤشرات والبيانات والبحوث والدراسات عن نشاطات السوق والتي تذكرها وتبينها ادارات الاسواق الاخرى سواء كانت أسواقا محلية أو عالمية، وهناك موقع الكتروني واحد هو موقع سوق العراق للاوراق المالية الذي ينقل النشاطات المتواضعة لسوق الاسهم العراقية ولا يوجد غيره. [1] وهو موقع متواضع جدا وشحيح في تقديم المعلومات المالية عن بلد كبير مثل العراق ، وهذا ان دل على شيء فإنما يدل على محدودية نشاط هذا السوق وعلى ضعف مستوى الأداء الإداري للسوق الذي أحوج الى ما يكون للتطوير ورفع مستوى ادائه لكي يكون لائقا بمستوى اقتصاد مثل العراق . وهناك أمرا اخر هو مستوى الترويج والدعاية للسوق المصري لغرض جذب الأنظار اليه وفي كل مكان سواءا محليا او دوليا ، بينما مستوى الدعاية للسوق العراقي ضعيف جدا، ليس دوليا فقط بل محليا ايضا ، اي ان ادارة السوق لا تحاول ان تجذب عددا اكبر من المستثمرين عن طريق استخدام طرق ترويجية لغرض التعريف بالسوق ودوره في عمليات الاستثمار المحلي باستخدام مدخرات المواطنين وتعبئتها في اصول مالية . اما في الاسواق العربية نجد ايضا قسم متخصص في الاختيار الدقيق للعاملين فيه ومتابعة تطوير كوادره العاملة ورفع مستوى ادائهم العلمي وذلك عن طريق معهد متخصص انشا لهذا الغرض لتقديم اداء افضل لبورصاتهم وهي تضع نفسها بذلك في منافسة مع البورصات العالمية، بينما لا نجد في البورصة العراقية قسم متخصص في متابعة تطوير كوادره الوظيفية ولا محاولة إيجاد وسائل لتطوير مستوى الكادر الوظيفي في حين تجده احوج ما يكون لا يجاد هكذا قسم او هكذا وسائل.

[1] بالحقيقة يوجد هناك موقعين الكترونيين لسوق العراق للأوراق المالية لكن المعلومات المتداولة فيهما لا تختلف عن بعضهما فهي نفس المعلومات المتداولة على عكس المواقع المصرية التي تقدم معلومات اضافية في كل من مواقعها بالشكل الذي يغطي احتياجات المستثمرين من المعرفة بأحوال السوق المالي المصري.

خامسا: البيئة التشريعية المالية: