



المادة التحضيرية  
لاختبار هيئة السوق المالية - 1 (CME-1)  
الخاص في  
(الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية)

الجزء الثاني: عمليات الأوراق المالية

الطبعة الثانية

رقم الإصدار: 6.00

تاريخ الإصدار: فبراير 2018 م

٣ هينة سوق المالية ، ١٤٣٤ هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

هينة سوق المال  
المادة التحضيرية لاختبار هينة سوق المالية 1 - CME الخاص  
في ( الشهادة العامة للتعامل في الاوراق المالية - الجزء الثاني :  
عمليات الاوراق المالية. / هينة سوق المال -. الرياض ، ١٤٣٤ هـ  
ص. ص. ؛ .سم

ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٩٠٤٠٣-٣-٠

١- الاوراق المالية ٢- الاستثمار - قوانين و تشريعات ٣-  
الاسواق المالية أ.العنوان

ديوي ٣٣٢,٦٤٢  
١٤٣٤/١٤٢

رقم الإيداع: ١٤٣٤/١٤٢  
ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٩٠٤٠٣-٣-٠

## المادة التحضيرية لاختبار الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية الجزء الثاني : عمليات الأوراق المالية

تنوه هيئة السوق المالية بأن هذا الكتاب يُعدّ كتاباً إرشادياً تعليمياً فقط، ولا تتحمل هيئة السوق المالية مسؤولية أي شخص يقوم بالإتجار به أو استثماره بأي شكل كان.

وفي الوقت الذي بُذل فيه كل جهد ممكن لضمان دقة المعلومات الواردة فيه، فإن هيئة السوق المالية لا تتحمل أي خسارة تنجم عن تعامل أي شخص أو إحجامة عن التعامل نتيجة اتباعه ما ورد في هذا الكتاب. وتود الهيئة التأكيد أن هذه المادة العلمية لا تعد مرجعاً قانونياً، ويجب الاعتماد دائماً على نسخ اللوائح والقواعد المنشورة على موقع الهيئة.

إن حقوق هذا الكتاب كافة محفوظة لهيئة السوق المالية. ولا يمكن إعادة إصدار كل أو جزء من هذا الكتاب أو تخزينه بشكل يمكن استعادته أو نقله بأي شكل أو بأية وسيلة، سواء عن طريق إلكتروني أم آلي أم عن طريق النسخ أم التسجيل أم غيره دون الحصول على إذن مسبق من هيئة السوق المالية.

**تحذير :** إن أي عمل غير مآذون فيه يتعلق بكل أو بأي جزء من مادة هذا الكتاب يخول هيئة السوق المالية رفع دعوى مدنية بإلحاق أضرار.

هناك خارطة تعليمية ملحقّة في نهاية هذا الكتاب تحتوي على مجمل المنهج الدراسي. الرجاء ملاحظة أن الاختبار يعتمد على المنهج الدراسي.

# المحتوى

## الجزء الثاني: عمليات الأوراق المالية

### 1 الأسواق المالية: التنظيم والإدارة

#### المقدمة

- 1.1 تنظيم وعمل أسواق الأوراق المالية
    - 1.1.1 دور الأسواق المالية وأهدافها
    - 2.1.1 السوق الفورية (الحاضر) والسوق المستقبلية
  - 2.1 السوق الفورية
    - 1.2.1 سوق النقد
    - 2.2.1 سوق رأس المال
  - 3.1 أوامر المستثمرين
    - 1.3.1 مقدمة
    - 2.3.1 أنواع الأوامر
  - 4.1 المعاملات الهامشية
    - 1.4.1 الشراء الهامشي
    - 2.4.1 البيع على المكشوف
  - 5.1 السوق المالية السعودية
    - 1.5.1 مقدمة
    - 2.5.1 السوق الأولية
    - 3.5.1 السوق الثانوية
  - 6.1 مقارنة التداول في السوق المنظم (البورصة) بالتداول في السوق الغير المنظم
  - 7.1 أنماط السوق
  - 8.1 حفظ الأوراق المالية
- أسئلة المراجعة

## 2 مؤشرات الأسواق المالية

### المقدمة

#### 1.2 مؤشرات القيمة في الأسواق المالية

##### 1.1.2 مؤشرات أسواق المال الرئيسية

##### 2.1.2 حساب المؤشرات

#### 2.2 مؤشرات الجودة في الأسواق المالية

##### 1.2.2 الخصائص المرغوبة في الأسواق المالية

##### 2.2.2 النشاطات غير المرغوبة في الأسواق المالية

### أسئلة المراجعة

## 3 أدوات الاستثمار و الأوراق المالية

### المقدمة

#### 1.3 أدوات سوق النقد

#### 2.3 أدوات أسواق رأس المال

#### 3.3 أدوات الاستثمار بالمملكة العربية السعودية

#### 4.3 الاستثمارات الدولية

### أسئلة المراجعة

## 4 البيئة الاقتصادية

### المقدمة

#### 1.4 الاقتصاد: الناتج المحلي الإجمالي

##### 1.1.4 قياس الناتج المحلي الإجمالي

##### 2.1.4 الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي

##### 3.1.4 الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والاسمي

#### 2.4 التذبذب الاقتصادي: البطالة والتضخم

##### 1.2.4 الدورات الاقتصادية

##### 2.2.4 مؤشرات الدورات الاقتصادية

##### 3.2.4 البطالة

4.2.4 التضخم

3.4 السياسة المالية

1.3.4 السياسات المالية

4.4 النظام النقدي والمصرفي

1.4.4 تعريف عرض النقود

2.4.4 أسعار الفائدة

3.4.4 السياسة النقدية

5.4 الصرف الأجنبي والاقتصاد العالمي

1.5.4 سوق العملات الأجنبية

2.5.4 أنظمة أسعار الصرف

3.5.4 محددات قيمة العملة

4.5.4 ميزان المدفوعات

أسئلة المراجعة

5 أساسيات القوائم المالية

المقدمة

1.5 المفاهيم الأساسية

1.1.5 الميزانية العمومية

2.1.5 قائمة الدخل

3.1.5 قائمة التدفقات النقدية

4.1.5 المتطلبات التنظيمية

أسئلة المراجعة

6 تحليل القوائم المالية

المقدمة

1.6 التحليل النسبي للقوائم المالية

1.1.6 الميزانية العمومية النسبية

2.1.6 قائمة الدخل النسبية

2.6 تحليل النسب المالية

- 1.2.6 تحليل (نسب) السيولة
- 2.2.6 نسب المديونية
- 3.2.6 نسب الربحية
- 4.2.6 نسب القيمة السوقية

#### أسئلة المراجعة

### 7 الإجراءات المالية و الإدارية

#### المقدمة

- 1.7 الأحداث الإلزامية
- 1.1.7 أنواع الأرباح الموزعة
- 2.1.7 أسهم المنحة
- 3.1.7 تجزئة الأسهم
- 4.1.7 سياسة توزيع الأرباح
- 2.7 الإجراءات الاختيارية
- 3.7 مصطلحات الأرباح الموزعة
- 4.7 حسابات
- 5.7 مواضيع متفرقة
- أسئلة المراجعة

### 8 الأسس الكمية للتحليل الاستثماري

#### المقدمة

- 1.8 القيمة الزمنية للنقود
- 1.1.8 الفائدة المركبة (القيمة المستقبلية)
- 2.1.8 الخصم (القيمة الحالية)
- 3.1.8 الدفعات السنوية
- 2.8 معدلات العائد الكلي
- 1.2.8 معدل العائد متعدد الفترات
- 2.2.8 العائد المتوقع

### 3.8 مخاطر الاستثمار

#### أسئلة المراجعة

#### الملحق

### 9 تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم المقدمة

#### 1.9 مقدمة في تقييم الأوراق المالية

##### 1.1.9 مقدمة

##### 2.1.9 دورة حياة الصناعة

##### 3.1.9 الصناعات الدفاعية والدورية

##### 4.1.9 التقييم باستخدام توزيعات الأرباح

#### 2.9 مضاعفات الأسعار

##### 1.2.9 مضاعفات (مكررات) السعر المختلفة

#### 3.9 التحليل الفني

##### 1.3.9 ملامح التحليل الفني

#### أسئلة المراجعة

#### الملحق

### 10 تقييم الأصول: أدوات الدين

#### المقدمة

#### 1.10 ملامح أدوات الدين

##### 1.1.10 أنواع سندات الشركات

##### 2.1.10 حساب سعر السند

#### 2.10 مخاطر الاستثمار في السندات

##### 1.2.10 المخاطر التي تواجه المستثمرين في السندات

##### 2.2.10 الاستثمار في السندات المصدرة خارج المملكة العربية السعودية

#### 3.10 تقييم أدوات الدين

##### 1.3.10 العلاقة بين سعر السند وفائدته



2.3.10 العلاقة بين سعر السند وأجله  
3.3.10 السندات الصفرية

### أسئلة المراجعة

## المشتقات 11

### المقدمة

#### 1.11 أنواع المشتقات وأدواتها

1.1.11 أنواع عقود المشتقات

#### 2.11 العقود الآجلة

1.2.11 ملامح العقود الآجلة

#### 3.11 العقود المستقبلية

1.3.11 ملامح العقود المستقبلية

2.3.11 الهامش والتسوية اليومية

3.3.11 الاختلافات بين العقود المستقبلية والآجلة

#### 4.11 عقود الخيار

1.4.11 ملامح عقود الخيار

#### 5.11 عقود المبادلة

1.5.11 عقود المبادلة لأسعار الفائدة

### أسئلة المراجعة

## أسس اتخاذ القرار الاستثماري 12

### المقدمة

#### 1.12 بيئة الاستثمار

1.1.12 مكونات العائد المطلوب

2.1.12 المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر

3.1.12 علاوة التضخم

4.1.12 علاوة المخاطر

5.1.12 العلاقة بين العائد والمخاطر

## 2.12 مقدمة في إدارة المحافظ

1.2.12 التنويع

2.2.12 حساب المخاطر والعائد للمحفظة

## 3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

1.3.12 المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة (Systematic & Unsystematic)

2.3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

3.3.12 معدل العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

### أسئلة المراجعة

## 13 صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التحوط

### 1.13 أساسيات صناديق الاستثمار

1.1.13 الخصائص العامة لصناديق الاستثمار

2.1.13 مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار

3.1.13 الرسوم

4.1.13 صافي قيمة الأصل

5.1.13 صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة

6.1.13 أنواع الصناديق طبقاً للمكونات

7.1.13 أنواع الصناديق بناءً على أهدافها

### 2.13 مقاييس أداء صناديق الاستثمار

### 3.13 صناديق المؤشرات المتداولة

1.3.13 أساسيات صناديق المؤشرات المتداولة

2.3.13 مقارنة صناديق المؤشرات المتداولة بصناديق الاستثمار

### 4.13 صناديق التحوط

### أسئلة المراجعة

## 14 أدوات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة

### المقدمة

### 1.14 عقود المشاركة

1.1.14 الشروط الأساسية

2.1.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.1.14 حقوق العميل ومسؤولياته

#### 2.14 عقود المضاربة

1.2.14 الشروط الأساسية

2.2.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.2.14 حقوق العميل ومسؤولياته

4.2.14 فئات عقود المضاربة

#### 3.14 اتفاقيات المرابحة

1.3.14 الشروط الأساسية

2.3.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.3.14 حقوق العميل ومسؤولياته

#### 4.14 عقود أخرى محددة

1.4.14 تعاملات بيع السلم

2.4.14 المبيعات النقدية والائتمان

3.4.14 عقود الاستصناع

4.4.14 عقود ايجار الأصول الإنتاجية

#### أسئلة المراجعة

## 15 عمليات الاندماج، الاستحواذ، إعادة الهيكلة والطروحات الأولية

### المقدمة

#### 1.15 أساسيات الاندماج والاستحواذ

1.1.15 تعريف الاندماج والاستحواذ

2.1.15 أنواع الاندماج

3.1.15 أنواع الاستحواذ

#### 2.15 إعادة الهيكلة

#### 3.15 الطرح الأولي

#### أسئلة المراجعة

16 أساسيات الالتزام في الأسواق المالية  
المقدمة

1.16 تعريف الالتزام

2.16 أهمية الالتزام

3.16 الالتزام ووظائف الرقابة

4.16 تنمية ثقافة الالتزام

5.16 أعباء ومنافع الالتزام

1.5.16 أعباء الالتزام وتكاليفه

2.5.16 منافع الالتزام

أجوبة أسئلة المراجعة

دليل المنهج التعليمي

## الأسواق المالية: تنظيمها وإدارتها

يغطي هذا الدليل التعليمي مساحةً واسعةً من المعرفة التي لا يستغني عنها كل من يعد العدة لمستقبله المهني في عالم الاستثمار والأسواق المالية في المملكة العربية السعودية. وتغطي المادة العلمية مجالات ذات علاقة بالأسواق المالية مثل أدوات الاستثمار، وأساسيات القوائم المالية وتحليلها، والإطار الاقتصادي، وتمويل الشركات، صناديق الاستثمار، والاستثمارات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، غير أن عمق المعرفة والفهم المطلوب يختلف باختلاف المواضيع التي يتناولها هذا الدليل، ولذا لكي نحدد المعرفة الموضوعية المطلوبة لدى أي متدرب بصورة أوضح، حُددت أهداف مخرجات تعليمية لكل مجالات الموضوعات الرئيسية. وقد تم تحديد وتعريف مستويات التغطية فيما يختص بمعالجة المواضيع الرئيسية لأطر مواصفات المحتويات. ويمكننا فيما يلي تحديد المهارات المعرفية التي ينبغي أن يمتلكها المتدرب، ويجب أن يتم اختبارها في الاختبار، وهي على النحو التالي:

**المعرفة:** القدرة على تذكر المادة التي سبق تعلمها، كالحقائق، والمعايير، والأساليب، والمبادئ، والإجراءات المحددة (أي القدرة على التحديد، والتعريف، والسردي)

**الفهم:** القدرة على استيعاب معنى المادة (القدرة على التصنيف، والشرح، والتمييز بين الأشياء)

**التطبيق:** القدرة على استخدام المادة المتعلمة في مواقف جديدة وملموسة (القدرة على العرض، والتوقع، والحل، والتعديل، وربط الأمور بعضها ببعض).

**التحليل:** القدرة على تفكيك أو حل المادة إلى أجزاء أو عناصر صغيرة، بحيث يمكن فهم بنيتها التنظيمية، وكذلك القدرة على التعرف على العلاقات الاعتيادية، والتمييز بين الأنماط السلوكية، وتحديد العناصر المتعلقة بصحة الحكم على الأشياء (أي المفاضلة، والتقدير، والنظام).

## أنماط الأسئلة

### مغلقة الجذر

الجذر (الجزء الذي يشكل السؤال) عبارة عن جملة تامة، وبالتالي يختتم بعلامة استفهام. والاختيارات (خيارات الإجابة) يمكن أن تكون جملاً تامة أو غير تامة.

مثال: أي مما يلي يمكن أن يصف السندات؟

- (أ) أوراق مالية طويلة الأجل
- (ب) أوراق مالية قصيرة الأجل
- (ج) لا تصدرها إلا الحكومات
- (د) دائماً تتداول بين البنوك

### مفتوحة الجذر (إكمال الجملة)

الجذر في هذه الحالة عبارة أو جملة خبرية غير تامة، والخيارات هي تتمة الجملة.

مثال: تمثل الأرباح الموزعة توزيعات للأرباح على .....

- (أ) المساهمين الحاليين في الشركة فقط
- (ب) مساهمي الشركة، والموردين، والدائنين
- (ج) المساهمين، والإدارة، ومجلس إدارة الشركة
- (د) الملاك، والموظفين، والجهات الحكومية المعنية

### أسلوب الأكثر/الأقل/الأفضل

هذا النوع من أسئلة الخيارات المتعددة يتطلب اختيار إجابة إما أن تكون أفضل أو أسوأ من غيرها من الإجابات الأخرى. ويعتمد التقييم المزمع على أساس المعلومات أو المعطيات المذكورة في الجذر.

مثال: أي مما يلي يعد الوصف الأفضل لوجه من أوجه سهم عادي صادر عن شركة ما؟

- (أ) مطالبة ملكية صادرة إلى المساهمين برأس المال.
- (ب) مطالبة ملكية صادرة إلى المساهمين بجميع الأموال (رأس المال، المقرضين) للشركة.
- (ج) يخول حامله الحصول على مبلغ منتظم من التوزيعات بنهاية كل سنة.
- (د) له أولوية في المطالبة على جميع الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها الشركة.

### نمط "ما عدا" أو "غير"

عادةً ما يستخدم هذا النمط من الأسئلة عندما تكون الغاية اختيار الإجابة التي تمثل استثناءً للمبدأ أو القاعدة الواردة في الجذر.

مثال: تهتم الشركات بقضية تكلفة تمديد الدين لجميع الأسباب التالية ما عدا:

- (أ) التأخر الزمني في تسلم الدفعات.
- (ب) تكلفة السلع الإضافية التي يجب إنتاجها أو جلبها.
- (ج) مخاطر عدم السداد.
- (د) التكاليف الإدارية المرتبطة بتمديد الدين.

### الخيارات المتعددة المركبة (أسلوب "الأرقام الرومانية")

يستخدم هذا النوع من الأسئلة عندما يكون هنالك أكثر من إجابة واحدة صحيحة.

مثال: أي أداتين من الأدوات التالية تتداول في أسواق النقد؟

- i - القبولات المصرفية
  - ii - أذونات الخزينة
  - iii - كمبيالات الخزينة
  - iv - السندات الأوروبية
- (أ) i و ii و iii
- (ب) i و ii و iv
- (ج) ii و iii و iv
- (د) ii و iv

### الخيارات المتعددة المركبة (الأرقام العادية):

- i - الأوراق التجارية أوراق مالية قصيرة الأجل
  - ii - تدفع الأسهم العادية فائدة ثابتة
- (أ) (i) صحيح و (ii) خاطئ
- (ب) (i) خاطئ و (ii) صحيح
- (ج) كلاهما صحيح

(د) كلاهما خاطئ



## الهيكل التعليمي:

### الجزء الثاني: عمليات الأوراق المالية

- |   |                                    |    |   |
|---|------------------------------------|----|---|
| 1 | الأسواق المالية: التنظيم و الإدارة | 9  | تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم                             |
| 2 | مؤشرات الأسواق المالية             | 10 | تقييم الأصول: أدوات الدين                                     |
| 3 | أدوات الاستثمار و الأوراق المالية  | 11 | المشتقات  |
| 4 | البيئة الاقتصادية                  | 12 | أسس اتخاذ القرار الاستثماري                                   |
| 5 | أساسيات القوائم المالية            | 13 | صناديق الاستثمار، وصناديق المؤشرات المتداولة، و صناديق التحوط |
| 6 | تحليل القوائم المالية              | 14 | أدوات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة                    |
| 7 | الإجراءات المالية و الإدارية       | 15 | عمليات الاندماج، والاستحواذ وإعادة الهيكلة والطروحات الأولية  |
| 8 | الأسس الكمية للتحليل الاستثماري    | 16 | أساسيات الالتزام في الأسواق المالية                           |

# 1 الأسواق المالية : التنظيم والإدارة

## المقدمة

### 1.1 تنظيم أسواق الأوراق المالية وعملها

#### 1.1.1 دور الأسواق المالية وأهدافها

#### 2.1.1 السوق الفورية (الحاضر) والسوق المستقبلية

### 2.1 السوق الفورية

#### 1.2.1 سوق النقد

#### 2.2.1 سوق رأس المال

### 3.1 أوامر المستثمرين

#### 1.3.1 مقدمة

#### 2.3.1 أنواع الأوامر

### 4.1 المعاملات الهامشية

#### 1.4.1 الشراء الهامشي

#### 2.4.1 البيع على المكشوف

### 5.1 السوق المالية السعودية

#### 1.5.1 مقدمة

#### 2.5.1 السوق الأولية

#### 3.5.1 السوق الثانوية

### 6.1 مقارنة التداول في السوق المنظم (البورصة) مع التداول في السوق الغير المنظم

### 7.1 أنماط السوق

### 8.1 حفظ الأوراق المالية

## أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الدليل. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يقدم هذا الفصل نظرة عامة حول الهدف من وجود الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق بالإضافة إلى بعض خصائص الأسواق الكفوة والفعالة.

### 1.1 تنظيم وعمل أسواق الأوراق المالية

#### 1.1.1 دور وأهداف الأسواق المالية

**هدف تعليمي 1.1.1 – فهم الأهداف والدور الذي تؤديه الأسواق المالية في عجلة الاقتصاد**

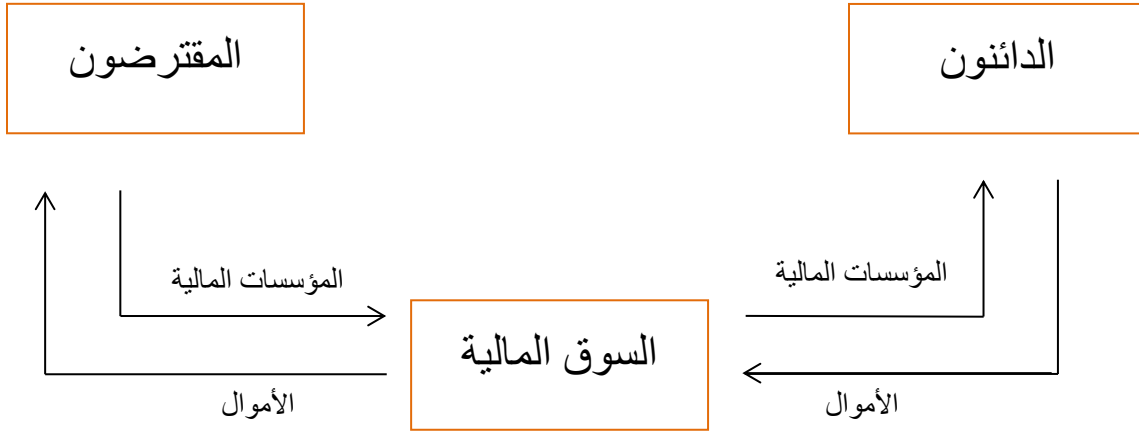
يحتاج أي اقتصاد منتج إلى شركات تنتج بضائع وخدمات للاستهلاك المحلي أو للتصدير الخارجي ، هذه الشركات بدورها تحتاج إلى موارد مالية تساعد على تمويل العملية الإنتاجية. إن الأسواق المالية هي التي تربط حاجة تلك الشركات للموارد المالية بالمستثمرين الذين يرغبون في تقديم الموارد اللازمة على شكل استثمارات.

ينشأ النظام المالي لتسهيل عملية تصميم وبيع وتبادل الأموال والاستثمارات المالية. ونظام التبادل المالي نوعان: مباشر وغير مباشر. وفي نظام التبادل (التمويل) المباشر يبيع المقترضون (مصدرو الأدوات المالية) الأوراق المالية مباشرة للدائنين (المشترين). ويشمل المقترضون الحكومات المركزية والحكومات المحلية والشركات. ويشمل الدائنون في المقابل الأفراد والمؤسسات المالية وغير المالية وحكومات البلدان الأخرى.

أما في نظام التبادل (التمويل) غير المباشر فتقوم المؤسسات المالية مثل البنوك بتسهيل انتقال الأموال بين المقترضين والمقرضين (الدائنين) بالاقتراض من الدائنين ومن ثم إتاحة الأموال للمقرضين. وتسمى هذه المؤسسات المالية بمؤسسات الوساطة وتشمل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار. وينبغي ملاحظة أن النظام المالي يرتبط بقوة بالنظام الاقتصادي. ودور النظام المالي يتمثل في تسهيل عملية الإنتاج والتوظيف والاستهلاك. ويمكن التعبير عن هذه العمليات بيانياً بالشكل التالي:

## عملية التدفق غير المباشر للأموال

شكل 1 - أ



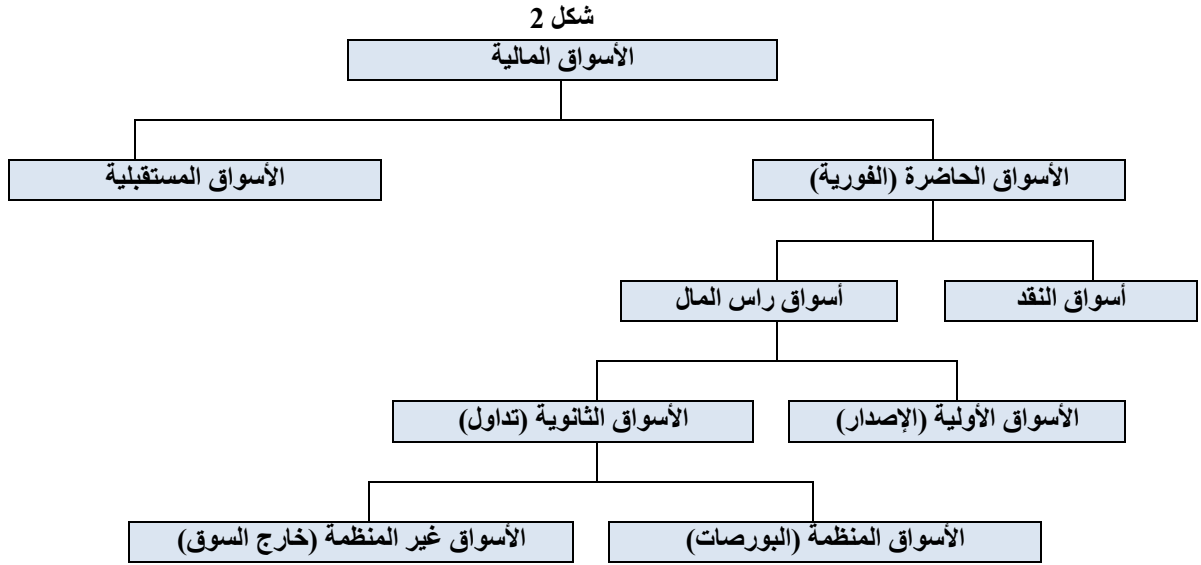
## عملية التدفق المباشر للأموال

شكل 1 - ب



يمكن تعريف الاستثمار ببساطة بأنه الالتزام الحالي بتوفير أموال أو أي موارد أخرى للاستثمار مع توقع الحصول على مكاسب مادية مستقبلية مقابل المال المستثمر. والاستثمار يمكن أن يكون على شكل أصول مالية أو أصول حقيقية (عينية)، وتؤدي الأصول المالية مثل الأسهم والسندات دوراً حيوياً في ربط المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم (استثمارها) مع الشركات التي تحتاج للموارد المالية لتمكين الشركات من أداء عملها وخدمة الاقتصاد. ومن ناحية أخرى، فإن الأصول الحقيقية هي تلك الأصول مثل العقارات والمصانع والمعدات التي تشتريها الشركات بهدف إنتاج بضائع وخدمات للمستهلكين. وبالإضافة إلى ربط الشركات مع المستثمرين، تؤدي الأسواق المالية أيضاً دوراً لا يقل أهمية عن الدور السابق في المساعدة على تقييم وتبادل الأصول المالية والأصول الحقيقية.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية كما في الرسم التالي إلى:



\* سنتطرق إلى تفاصيل الأسواق المالية ضمن الأجزاء التالية.

## 2.1.1 السوق الفورية "الحاضرة" والسوق المستقبلية Spot and Futures Market

هدف تعليمي 2.1.1 – فهم السوق الفورية وأهمية السوق المستقبلية بين الأسواق المالية

السوق الفورية هي السوق التي تتم فيها عمليات الشراء والبيع بموجب التسليم الفوري للسلع والعملات. أما السوق المستقبلية فهي المقابل فهي السوق التي تُتداول فيها العقود المستقبلية بأنواعها. وتُتداول في هذه السوق السلع و المشتقات المالية أو مزيج منهما. ومن أمثلة أسواق وبورصات العقود المستقبلية: بورصة شيكاغو للتداول، وبورصة شيكاغو التجارية. ويتم في هذا الفصل استعراض مكونات السوق الفورية، أما السوق المستقبلية فيتم استعراضها في الفصل الحادي عشر الخاص بالمشتقات المالية.

### 2.1 السوق الفورية

كما سبق القول فإن السوق الفورية هي السوق التي تباع فيها البضائع والسلع ويتم التسليم فيها فوراً. وتضم السوق الفورية نوعين هما سوق النقد وسوق رأس المال

### 1.2.1 سوق النقد Money Market

هدف تعليمي 1.2.1 – فهم أهمية سوق النقد كجزء من السوق الفورية "الحاضرة"

سوق النقد هي السوق التي يجري فيها تداول الأصول المالية ذات الأجل القصيرة (وهي الأدوات المالية التي تستحق خلال أقل من عام لإتمام عملية السداد مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع.. الخ). ومعظم التداولات في سوق النقد توجد على شكل فئات كبيرة - مليون دولار فأكثر - على وجه العموم، ولذا فهي غير متاحة لصغار المستثمرين. ومع ذلك، بوسع المستثمرين الأفراد أن يدخلوا هذه السوق من خلال صناديق الاستثمار المشترك المتوافرة في السوق. إن وجود صناعات السوق مثل كبرى البنوك التجارية وشركات الوساطة وتجار سوق النقد يسهل من عملية تداول أدوات سوق النقد. وهنا يقوم السماسرة بشكل رئيس بدور الوسيط من خلال الجمع بين رغبات المشتريين المحتملين والباعة مقابل عمولة عن خدماتهم. ومن جهة أخرى، يقوم التجار بدور فعال في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال استعدادهم للشراء (بسعر الطلب) والبيع (بسعر العرض) اعتماداً على حاجات العملاء.

وفيما يلي بيان بأهم الأدوات المتاحة في سوق النقد

- أذونات الخزينة Treasury Bills
- شهادات الإيداع Certificates of Deposits (CDs)
- الأوراق التجارية Commercial Papers
- القبولات المصرفية Bankers' Acceptances
- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements (REPOs)

## 2.2.1 سوق رأس المال The Capital Market

هدف تعليمي 2.2.1 – فهم أهمية سوق رأس المال كجزء من السوق الفورية "الحاضرة"

- السوق الأولية للإصدارات الجديدة
- السوق الثانوية لتبادل الأوراق المالية

### مقدمة

إن سوق رأس المال هي ذلك الجزء من السوق الذي تُداول فيه الأصول المالية طويلة الأجل (أوراق مالية تستحق لفترة طويلة - أكثر من عام - لإتمام السداد مثل السندات الحكومية وسندات الشركات والأسهم... الخ). ويمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى قسمين رئيسيين هما: السوق الأولية، والسوق الثانوية.

### السوق الأولية The Primary Market

إن السوق الأولية هي قطاع من السوق المالية تُصدر فيه الأوراق المالية الجديدة، وعادة ما يشار إليه بسوق الإصدارات الجديدة. وتغطي الشركات من خلال السوق الأولية حاجاتها من الأموال التي تريد الحصول عليها من خلال إصدار (بيع) أوراق مالية ذات آجال طويلة مثل الأسهم والسندات لمستثمرين محتملين. ومع ذلك، فإن إصدار وتسويق هذه الأوراق المالية مهمة متخصصة يتعهد بمسؤوليتها مؤسسات مالية خاصة تسمى بنوك الاستثمار. وفيما يلي أمثلة لبعض مصارف الاستثمار العالمية المعروفة: جولدمان ساكس، وميريل لنش، وكريديتس سويس وفيرست بوسطن.

يلعب بنك الاستثمار ببساطة دور الوسيط بين المستثمرين المحتملين للأوراق المالية (المشترين) من جهة وما بين الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية من جهة أخرى. ويكون إصدار أوراق مالية جديدة بواسطة بنك الاستثمار أحد شكلين: فقد يكون دور بنك الاستثمار هو الالتزام بتصريف الإصدار كاملاً إذ يضمن البنك بيع الأوراق المالية (متعهد تغطية)، وقد يكون دور بنك الاستثمار بذل أقصى جهد لتسويق الإصدار دون التعهد بالتغطية بحيث تعاد الأوراق المالية غير المباعة إلى الشركة المصدرة.

ولكي يلعب بنك الاستثمار دوره بالشكل الأمثل، فإن عليه القيام بالوظائف الأربع التالية:

- 1 - مهمة استثمارية: تتطلب تقديم المشورة إلى عملائه فيما يتعلق بحجم وسعر الإصدار وتوقيته المناسب وتوفر بدائل مالية أخرى.
- 2 - عملية إصدار الأوراق المالية وتسجيلها: وتشتمل على الوفاء بعدة متطلبات قانونية ونظامية طبقاً لقواعد ولوائح منظمات السوق المالية (مثلاً هيئة البورصات والأوراق المالية في الولايات المتحدة SEC أو هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية CMA).
- 3 - مهمة ضمان شراء الأوراق المالية المصدرة: إذ يشتري بنك الاستثمار الأوراق المالية من شركة الإصدار ومن ثم يعيد بيعها إلى العامة بحيث يسدد بنك الاستثمار (متعهد التغطية) مقدماً القيمة الإجمالية للكمية التي يضمنها إلى مصدر الأوراق المالية. أما إذا كان الدور الذي يؤديه البنك مقصوراً على بذل أقصى جهد لتسويق الإصدار Best Effort ففي هذه الحالة يوافق بنك الاستثمار على مساعدة مصدر الأوراق على بيع الإصدار إلى الجمهور مقابل عمولة متفق عليها وبالتالي تعاد الأوراق المالية غير المباعة إلى الشركة المصدرة للأوراق المالية.
- 4 - مهمة التوزيع: وهنا يقوم بنك الاستثمار بالتسويق والتوزيع الفعلي للإصدار إلى جمهور المكتتبين "العامة".

وفي معظم البلاد العربية، تقوم المصارف التجارية بمهام ودور بنوك الاستثمار. وعموماً يقتصر دور بنك الاستثمار في حالة عدم التعهد بالتغطية (أقصى جهد) على الترويج للأوراق المالية إذ لا يكون هناك التزام قاطع من جهة بنك الاستثمار ببيع كل أو بعض الإصدار. وفي الآونة الأخيرة بدأ هناك اتجاه لإنشاء بنوك استثمارية في بعض البلدان العربية بما فيها المملكة العربية السعودية.

## السوق الثانوية Secondary Market

إن السوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها شراء وبيع (تداول) الأوراق المالية التي تم إصدارها بالفعل ما بين المستثمرين. وهذه التعاملات لا تغير من الكمية الإجمالية للأوراق المالية المصدره من قبل الشركات، وما يحدث هو فقط تحويل ملكية الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر بحيث توفر السوق الثانوية الآلية التي من خلالها يتمكن المستثمر من تحويل استثماره في الأوراق المالية من استثمار طويل الأجل إلى استثمار قصير الأجل.

## السوق المالية السعودية

يتم التداول في السوق الثانوية للأسهم في المملكة العربية السعودية من خلال شبكة إلكترونية تربط المصارف وشركات الوساطة بوحدة التداول المركزية (Central Trading Unit)، ويشار إلى الشبكة الإلكترونية والبنيات التحتية المساندة لها بنظام (تداول). وبمقدور نظام تداول أن يقوم آلياً بجميع عمليات التداول التي تشمل إصدار الأوامر وعمليات المطابقة والتسوية وتحويل الملكية، بالإضافة إلى توفير آخر المعلومات حول أسعار الأسهم وأحجام التداول ومعلومات محددة حول الشركات المدرجة في السوق.

## 3.1 أوامر المستثمرين Investors Orders

هدف تعليمي 3.1 – التعرف على أنواع الأوامر المتاحة للمستثمر واستخدامها ومزايا وعيوب كل منها

### 1.3.1 مقدمة

يمكن أن يختلف نوع الأمر الذي يضعه المستثمر من خلال الوسيط بحسب حجم الأمر وتوقيته والسعر وطريقة التنفيذ.

عادة ما يقوم العملاء بإدخال أوامرهم سواء كانت أوامر شراء أم أوامر بيع من خلال الوسيط. إن عدد الأسهم المراد شراؤها أو بيعها لكل أمر غالباً ما يكون مئة سهم أو مضاعفاته وهو ما اتفق على تسميته بالأوامر غير الكسرية (Round Lot Orders). في حين تسمى الأوامر بشراء أو بيع أقل من مائة سهم بالأوامر الكسرية (Odd Lot Orders). إن أوامر البيع أو الشراء الكسرية تتسبب بتكلفة تعامل أعلى من غيرها من الأوامر غير الكسرية وذلك لسببين: الأول يتعلق بمتوسط العمولة للسهم الواحد، ففي أوامر الشراء أو البيع الكسرية تتجاوز العمولة للسهم الواحد نظيرتها للأوامر غير الكسرية، أما السبب الثاني فيتعلق برسم إضافي-فارق- لأمر الشراء الكسري في حين يقتطع الرسم الإضافي في حالة أمر البيع.



### 2.3.1 أنواع الأوامر Types of Orders

لكي ينفذ الوسيط أمر العميل بكفاءة يتعين عليه أن يتلقى تعليمات محددة وواضحة من العميل بحيث تتم ترجمة هذه التعليمات على شكل أنواع مختلفة من الأوامر:

#### أمر السوق Market Order

إن أمر السوق هو أسهل أنواع الأوامر التي يستطيع العميل أن يصدرها. وبمقتضى هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من الوسيط أن ينفذ العملية المطلوبة بأسرع ما يمكن بحيث تحدّد كمية الأمر فقط على أن يتم التنفيذ بأفضل الأسعار المتاحة في السوق، وهو أدنى سعر في حالة أمر الشراء (أي أدنى سعر من أوامر العرض) وأعلى سعر في حالة أمر البيع (أي أعلى سعر من قائمة أوامر الطلب). ولأن الأمر يقتضي التنفيذ بأفضل الأسعار المتوافرة في السوق، وليس بناءً على سعر محدد، فإن تنفيذ الصفقة لن يتعدى دقائق معدودة.

#### الأمر محدد السعر Limit Order

في حالة الأوامر محددة السعر، يحدد العميل كلاً من الكمية المطلوبة (شراءً أو بيعاً) والسعر الذي يرغب في التنفيذ بناءً عليه. وهكذا لا يفعل الوسيط شيئاً سوى الانتظار حتى تسنح الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم المراد شراؤه إلى أو يهبط دون السعر المحدد. وكذلك الحال بالنسبة إلى أمر البيع محدد السعر فيجب أن يتساوى سعر السهم في السوق أو يتجاوز السعر المحدد للبيع. وقد لا تنفذ الأوامر محددة السعر إطلاقاً في حالة عدم بلوغ سعر السهم في السوق السعر المرجو وبالتالي ينتهي الأمر بانتهاء مدة صلاحيته. وعليه فإن لكل أمر مدة صلاحية محددة يدخلها الوسيط بناءً على طلب العميل وهي الفترة الزمنية القصوى التي يبقى الأمر منتظراً فيها في السوق. فمثلاً قد تكون مدة صلاحية الأمر (شراءً أو بيعاً) يوماً واحداً، وهذا يعني أن الوسيط سيبقى محتفظاً بالأمر حتى نهاية يوم التداول ومن ثم يلغى الأمر إذا لم ينفذ قبل نهاية يوم التداول.

#### أمر التنفيذ أو الإلغاء Fill or Kill Order

يعد أمر التنفيذ أو الإلغاء (Fill or kill order) أحد أنواع الأوامر محددة السعر. وفي هذه الحالة يطلب العميل تنفيذ كمية أمره كلياً أو جزئياً بحسب السعر المحدد والجزء غير المنفذ من الأمر يلغى تلقائياً ولا ينتظر في السوق إطلاقاً.

#### أمر إيقاف الخسارة Stop Loss Order

إن أمر إيقاف الخسارة هو أمر بيع أو شراء شبيه بأمر السوق محدد السعر أعلاه، سوى أن الصفقة لا تنفذ ما لم يبلغ سعر السهم حداً معيناً. وبالتالي يتم إدخال أمر بيع إيقاف الخسارة لتفادي مزيد من الخسارة عندما يصل سعر السهم أو ينحدر إلى أدنى من السعر المحدد. بينما يتم إدخال أمر شراء إيقاف الخسارة عندما يصل إلى أو يتجاوز سعر السهم المحدد. وكما يوحي اسمه، فإن هذا النوع من الأوامر يُقصد منه وضع حد لخسارة المستثمر. فبافتراض أن مستثمراً كان قد اشترى سهماً بمبلغ مائة ريال سعودي وانتابه خوف من أن السعر سوف يهبط في المستقبل. ولتفادي ذلك يضع أمر بيع لوقف الخسارة عند سعر 95 ريالاً أعلى سبيل المثال مما يعني أن عملية البيع ستتم على هذا السهم إذا بلغ سعر السوق 95 ريالاً فأقل، وبالتالي سوف تحدد خسارة المستثمر بحد أعلى بقيمة خمسة ريالات للسهم في حالة أن السوق بدأ في الانحدار إلى هذا المستوى السعري.

على أن تحديد مبلغ الخسارة لا يمكن ضمانه إذ يصبح أمر وقف الخسارة أمر سوق بمجرد أن يصل السهم إلى السعر المحدد فأقل، ففي بعض الأحيان يمكن أن تهبط الأسعار بسرعة وربما لا يتمكن الوسيط من اللحاق بها، فيتعين على الوسيط أن يبيع بسعر أقل من 95 ريالاً.

#### أمر الإيقاف المحدد Stop – Limit Order

يعالج أمر الإيقاف المحدد مساوئ أمر إيقاف الخسارة أعلاه المتمثلة في حالة عدم التأكد من مبلغ الخسارة وذلك من خلال الجمع ما بين ميزات أمر وقف الخسارة وأمر البيع أو الشراء المحدد.

فمثلاً، إذا قام مستثمر ما بشراء سهم بسعر 50 ريالاً وانتابه خوف من أن هبوطاً مفاجئاً سيحدث لهذا السهم، فمن الممكن أن يصدر المستثمر أمر إيقاف خسارة محدد عند سعر 49 ريالاً وبما لا يقل عن 47 ريالاً. هذا يعني أن عملية البيع ستبدأ بمجرد هبوط السعر إلى مستوى 49 ريالاً أو أقل ولكن عملية البيع ستوقف إذا انحدر سعر السوق إلى ما دون مستوى 47 ريالاً.

#### 4.1 المعاملات الهامشية

عندما تقصر الأموال الخاصة بالمستثمر عن تمكينه من شراء ورقة مالية يرغب في إضافتها إلى محفظته المالية، فإن السوق يساعد في هذه الحالة بتمكين المستثمر من شرائها بالهامش. وأيضاً عندما يرغب المستثمر في بيع ورقة مالية لا يملكها، فيمكنه اقتراضها من مستثمر آخر عبر السمسار وبيعها على المكشوف. ويبين الجزء التالي هذين النوعين من المعاملات.

#### 1.4.1 الشراء الهامشي Margin Purchase

**هدف تعليمي 1.4.1 – فهم خصائص الشراء الهامشي**

ملاحظة: هذا الموضوع عرضة لأسئلة حسابية بسيطة

في حالة الشراء الهامشي، يقترض المستثمر جزءاً من كلفة الشراء من الوسيط، ومن ثم يقترض الوسيط المبلغ من أي مصرف آخر بفائدة مقطوعة وهي عادة ما تسمى سعر فائدة الطلب (Call money rate)، وسعر فائدة الطلب غالباً ما يكون واحداً في المائة زائداً معدل الخصم على أدونات الخزينة الأمريكية أو ما يعادلها في الدول الأخرى. ويجب أن تكون جميع الأوراق المالية المشتراة على الهامش مسجلة باسم الوسيط كضمانة إضافية للقرض. ويحدد الهامش الأولي (أي أقصى ما يمكن أن يسدد بواسطة المستثمر) بواسطة المصرف المركزي بالتعاون مع الجهات المنظمة للأسواق المالية في الدولة ويمكن أن يختلف من بلد لآخر. فمثلاً يبلغ سقف الاقتراض للتداول الهامشي في بورصة نيويورك حالياً 50% من سعر الشراء، وهذا يعني أن 50% على الأقل من سعر الشراء يجب أن يسدد نقداً بواسطة المستثمر (الهامش الأولي). فإذا ما هبط سعر الأسهم المشتراة على أساس الشراء الهامشي إلى أقل من سعر معين وهو الهامش الموجود في حساب العميل أقل من الهامش المطلوب الحفاظ عليه في حساب العميل "هامش الصيانة" Maintenance Margin، فإن الوسيط ربما يستدعي المستثمر لتغذية حسابه وإضافة أموال جديدة لإعادته إلى حدود الهامش المطلوب وإلا قام الوسيط ببيع الأسهم المدرجة باسمه أصلاً، المثال التالي يوضح هذه العملية.

## مثال 1.1

اشترى مستثمر 100 سهم من أسهم شركة XYZ بالهامش والتي يتم تداولها في الوقت الراهن بسعر 50 ريالاً سعودياً للسهم الواحد. ولنفترض أن الهامش الأولي بلغ 50% فيما بلغ هامش الصيانة 35%. إذن فإن المستثمر سيساهم بـ 2,500 ريال (50% من المبلغ الإجمالي المطلوب وهو 5000 ريال) ويقترض الـ 2,500 ريال المتبقية من الوسيط، مع افتراض أن سعر الفائدة هو 10% سنوياً. فإذا ارتفع سعر السهم بنسبة 20% إلى 60 ريالاً في نهاية السنة وباع المستثمر أسهمه عند هذا السعر ومن ثم قام بسداد القرض من عائد بيع الأسهم بنسبة فائدة للوسيط، سيحصل المستثمر على عائد بنسبة 30%

$$0.3 \text{ أو } 30\% = \frac{2,500 - 2,750 - 6,000}{2,500}$$

لاحظ كيف أن ارتفاع سعر السهم بنسبة 20% أدى إلى ارتفاع العائد بنسبة 30% لصالح المستثمر. هذا يبين كيف يمكن لعملية الشراء الهامشي أن تزيد من قدرة الرفع المالي للمستثمر Leveraging.

أما إذا هبط سعر السهم بنسبة 20% إلى 40 ريالاً للسهم، فإن خسائر المستثمر ستبلغ 50%.

$$-0.5 \text{ أو } -50\% = \frac{2,500 - 2,750 - 4,000}{2,500}$$

سيقوم الوسيط بحماية مساهمته في القرض من خلال استدعاء المستثمر لضخ مزيد من الأموال إذا هبط سعر السهم عن حد معين وبالتالي هبط رصيد الهامش بحيث أصبح أدنى من هامش الصيانة البالغ في هذا المثال 35%. ولكي نحسب السعر الذي يمكن عنده الطلب من المستثمر تغذية حسابه "سعر التدخل" يمكن تطبيق المعادلة التالية بحيث يتم إيجاد المتغير (س) الذي يرمز لسعر التدخل

$$0.35 = \frac{100 \text{ س} - 2,500}{100 \text{ س}}$$

البسط في المعادلة أعلاه يمثل ما دفعه المستثمر في العملية والمقام هو قيمة كامل الأسهم المملوكة. ولإيجاد (س) فإننا نحصل على سعر (38.46) ريالاً، وهو سعر السهم الذي سيتم عنده طلب الاستدعاء "سعر التدخل".

## 2.4.1 البيع على المكشوف (Short Selling)

هدف تعليمي 2.4.1- فهم عملية البيع على المكشوف

غالباً ما يشتري المستثمرون الأسهم توقعاً منهم لارتفاع أسعارها في المستقبل. لكن إذا ما توقع المستثمر هبوطاً في سعر الأسهم فإن بإمكانه بيع الأسهم الآن (أو اقتراض الأسهم من خلال الوسيط ومن ثم بيعها) من أجل شرائها في المستقبل متى ما انخفض سعرها. وتسمى هذه العملية بالبيع على المكشوف حيث يحقق المستثمر الربح فقط في حالة انخفاض السعر وبالتالي يمكنه شراء الأسهم التي اقتترضها بسعر أقل، إلا أن على المستثمر أن يقوم بدفع توزيعات الأرباح التي تعود للسهم المقترض - إن وجدت - خلال الفترة التي تم فيها اقتراضه السهم.

وعادة ما تُشترط إجازة البيع على المكشوف لسهم معين بعد أن يكون سعر هذا السهم قد تغير بشكل إيجابي (Up-tick) وذلك تقديراً لحدوث عمليات مضاربة شديدة على السهم. بالإضافة إلى ذلك، تؤكد معظم التشريعات ضرورة أن تبقى حصيلة البيع على المكشوف في حساب خاص باسم المستثمر. وقد يطلب الوسيط من المستثمر الحفاظ على رصيد من النقد أو أي ضمانات كافية لضمان أي خسارة تترتب في حالة ارتفاع سعر السهم.

### مثال 2.1

افترض أن أحد العملاء قام بعملية بيع على المكشوف لـ 100 سهم بسعر السهم الدارج بالسوق وهو 50 ريالاً. وقد نفذ الوسيط العملية مطالباً بهامش مبدئي بواقع 50% من العميل (بناءً عليه فإن العميل مطالب بوضع هامش نقدي أو أي ضمانات كافية بما يعادل 2,500 ريال). فإذا ما هبط سعر السهم إلى 30 ريالاً، فإن بإمكان المستثمر شراء الـ 100 سهم ومن ثم تغطية عملية البيع عن طريق إحلال الـ 100 سهم المشتراة مكان الأسهم المقترضة، ومن ثم تحقيق أرباح بواقع 2000 ريال. ولكن إذا ما ارتفع سعر السهم إلى 70 ريالاً، فإن الوسيط قد يطلب من المستثمر أن يودع هامشاً نقدياً أو أن يقوم بشراء الأسهم وإحلالها محل الأسهم المباعة، مما قد يؤدي إلى خسارة بواقع 2,000 ريال بالنسبة للمستثمر.

## 5.1 السوق المالية السعودية

هدف تعليمي 5.1- فهم خصائص السوق المالية السعودية

### 1.5.1 مقدمة

تعد سوق الأسهم السعودية كبرى أسواق إقليم الشرق الأوسط. ويقوم عدد من الأشخاص المرخص لهم (شركات الاستثمار والوساطة) بدور بنوك الاستثمار لمساعدة المصدرين على بيع الأسهم في السوق الأولية. ويحصر التداول في السوق الثانوية حالياً في تداول الأسهم والسندات والصكوك وصناديق المؤشرات من خلال نظام إلكتروني سيتم وصفه لاحقاً في هذا الجزء من الفصل.

وفي السوق المالية السعودية تُتداول أسهم الشركات المحلية السعودية، ومع أن عدد الشركات المدرجة قليل نسبياً، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية كبيرة نسبة إلى حجم الشركات الفردية.

ويُعامل مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي كالمواطنين السعوديين فيما يخص تداولات سوق رأس المال (فيما عدا الاكتتابات الأولية التي تتاح فقط للمواطنين السعوديين)، ولا يسمح للأجانب غير المقيمين بالتداول في الأسهم المدرجة مع أن لهم الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق عبر صناديق الاستثمار، واتفاقيات مبادلة الأسهم وصناديق المؤشرات المتداولة. أما الأجانب المقيمون بالمملكة فيسمح لهم بالتداول المباشر في كل المنتجات المالية والأسهم في معظم الشركات (ما عدا شركة مكة وطيبة وجبل عمر). وهناك نسبة معتبرة من الأسهم القائمة تملكها الدولة أو كبار المستثمرين ولا تُتداول بالسوق. وبنهاية الربع الأول من عام 2011 بلغت نسبة الأسهم المتداولة 41.09% من مجموع الأسهم. ويبين الجدول (1-2) المؤشرات الرئيسية للسوق المالية السعودية.

## جدول 2-1

مؤشرات السوق المالية السعودية بنهاية العام 2010

عدد الشركات المدرجة	146
رسملة السوق (مليار ريال سعودي)	1325.4
السندات والصكوك (مليون ريال)	7000
اتفاقيات مبادلة الأسهم (مليار ريال)	24.8
عدد صناديق الاستثمار	267
أصول صناديق الاستثمار (مليار ريال)	94.7
صناديق المؤشرات المتداولة (مليون ريال)	74.2

\* المصدر: هيئة السوق المالية السعودية (التقرير السنوي 2010)

### 2.5.1 السوق الأولية

يوجد في السوق الأولية عدد من شركات الاستثمار المسجلة (الأشخاص المرخص لهم) والذين رُخص لهم في مساعدة الشركات في إصدار الأوراق المالية الجديدة. وتحدد اللوائح التي أصدرتها هيئة السوق المالية الحد الأقصى والأدنى لعدد الأسهم التي يمكن للمستثمرين الأفراد الاستثمار فيها. وفي حالة وجود طلبات اكتتاب فائضة، توزع الأسهم بطريقة تناسبية على أساس نسبة الأسهم التي تم طلبها في المقام الأول.

### 3.5.1 السوق الثانوية

أحسن ما توصف به السوق الثانوية أنها سوق مزاد يقوم فيه المستثمرون بإدخال الكميات والأسعار التي يودون الشراء أو البيع عندها. ويتم تجميع كل الأوامر وإدراجها في وحدة تداول مركزية. يوفر نظام تداول سوق أوامر مستمرة، وبمعلومات محدثة لأخر لحظة عن الأسعار والحجم وبيانات عن الشركات المدرجة.

ويركز نظام تداول على كل الأسهم المحلية في سوق واحدة. ويربط النظام كل الأشخاص المرخص لهم بوحدة التداول المركزية عبر شبكة عالية السرعة. ويتطلب النظام من المستثمر الذي يرغب في التداول فتح حساب تداول مع أحد الأشخاص المرخص لهم في المملكة. ويجب أن تتم كل التداولات عبر الشركات المسجلة لدى هيئة السوق المالية في قائمة الأشخاص المرخص لهم في مزاوله نشاط التعامل إذ أنها تمثل السماسرة المصرح لهم في السوق. وحالما يتم المستثمر فتح حسابه يمكنه طلب أوامر بيع أو شراء من خلال شركة الوساطة ويدخله الموظف الذي يتسلم الأمر إلى النظام. يقوم النظام ألياً بتسجيل وعرض أوامر الشراء تنازلياً من السعر الأعلى إلى السعر الأدنى، وأوامر البيع تصاعدياً من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى. وإذا طابق سعر بيع لشركة ما سعر شراء لهذه الشركة يقوم النظام تلقائياً بمطابقة الأمر وإنفاذ عملية التداول التي يتم خلالها إسناد ملكية السهم إلى المشتري وتحويل المبالغ إلى حساب البائع.

### 6.1 مقارنة التداول في السوق المنظمة "البورصة" مع التداول في السوق غير المنظمة (Over the Counter)

هدف تعليمي 6.1- فهم الاختلافات والمحاسن والمساوئ للتداول

- في الأسواق المنظمة "البورصات"
- في الأسواق غير المنظمة (Over the Counter)

للتداول في السوق الثانوية شكل من اثنين: التداول في السوق المنظمة "البورصة"، والتداول في السوق غير المنظمة. وفي حالة التداول في البورصة، تشرف البورصة على التداول، ويتم التأكد من الالتزام بلوائحها. وتعد بورصة نيويورك خير مثال، حيث يجمع كل المتداولين في مكان واحد لشراء وبيع الأوراق المالية. ويقوم الأفراد المستثمرون الذين يرغبون في شراء أو بيع ورقة مالية في بورصة نيويورك بالاتصال بعضو فيها "وسيط مرخص" يقوم بدوره بتنفيذ عملية التداول نيابة عنهم. وتضع البورصة الأحكام والقوانين المنوعة التي تحكم آلية وقت تنفيذ عمليات التداول وتوفر أيضاً البنية التحتية لمراقبة وتسوية كل التعاملات.

أما العمليات التي تتم خارج البورصة فهي تعرف أيضاً بأنها تتم في السوق غير المنظمة (Over the Counter). ولا تتم هذه العمليات في موقع محدد ولكنها غالباً ما تتم خلال شبكات الاتصال، التي تتكون من خطوط الهاتف وأجهزة الحاسب والوسائل الإلكترونية الأخرى التي تربط بين السماسرة والتجار من جهة والمستثمرين من جهة أخرى. ويسجل تجار الأوراق المالية الأسعار التي يشترون ويبيعون عندها مختلف الأوراق المالية على الشبكة، ويمكن أن يقوم المستثمرون الراغبون في التداول بتنفيذ عملياتهم إما بشكل مباشر أو من خلال سمسار يقوم بدوره بالاتصال بالتجار نيابة عنهم.

ولكن السوق غير المنظمة لا تملك آلية لوقف الارتفاع أو الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية، اللذين يمكن أن يحدثا نتيجة لخلل مؤقت بين العرض والطلب.

وفي الأسواق المنظمة تعالج هذه الاختلالات بواسطة سلطات البورصة من خلال إيقاف التداول في ورقة مالية معينة لإتاحة المجال لبائعين ومشتريين إضافيين لإعادة التوازن للسوق كذلك تستخدم بعض الأسواق المالية آلية لتحديد سقف للحركة اليومية في استثمار الأوراق المالية.

## 7.1 أنماط السوق Market Styles

هدف تعليمي 7.1- فهم خصائص ومحاسن ومساوئ السوق

- الأسواق القائمة على الأوامر
- الأسواق القائمة على الأسعار
- التداول بصفة أصيل
- التداول بصفة وكيل

يمكن أن تعمل الأسواق المالية على مبدأ الأوامر أو على مبدأ السعر؛ ففي حالة الأسواق القائمة على مبدأ الأوامر يفصح المشترون والبائعون المحتملون للأوراق المالية عن عدد الأوراق المالية التي يريدون شراءها أو بيعها وعند أي مستوى سعري. ويقابل نظام التداول أمري البيع والشراء معاً لمطابقة متطلباتهم. وتطبق معظم البورصات شكلاً أو بعض أشكال نظام التداول القائم على مبدأ الأوامر، مثل بورصة نيويورك وبورصة لندن، في حين يطبق عدد قليل من البورصات نظام التداول القائم على مبدأ السعر، ففي نظام مبدأ السعر تمكن البورصة المؤسسات المالية من القيام بدور صانع السوق. ويلزم صانعو السوق بتوفير سعري بيع وشراء لأوراق مالية معينة خلال ساعات عمل السوق الرسمية.

ولتحقيق أرباح يقوم صانعو السوق بعرض سعر أقل لشراء الورقة المالية (سعر الشراء) وسعر أعلى لبيع الورقة المالية. ويعرف الفرق بين سعري البيع والشراء "بالهامش السعري للبيع والشراء" (Bid Ask Spread).

وتتمثل أهم ميزات نظام عرض الأسعار التي يمتاز بها عن نظام الأوامر في مقدرة هذا النظام على التداول طوال يوم التداول. ويرجع ذلك إلى أن صانعي السوق ملزمون بعرض الأسعار "البيع والشراء" وهم جاهزون للتداول في حد أدنى من الأوراق المالية على الأقل مما يعطي مزيداً من السيولة لهذا النظام. أما في السوق القائمة على نظام الأوامر، فإنه ربما يواجه مشكلة شح السيولة إذا توقف تدفق أوامر البيع والشراء.

وتتمثل عيوب نظام العرض السعري في أن المستثمرين حقيقة يقومون بتسديد تكلفة توفر السيولة من خلال الفرق "الهامش" بين سعري البيع والشراء (Spread) وذلك مقارنة بنظام الأوامر الذي تتم فيه مطابقة أوامر البيع والشراء بناءً على عوامل العرض والطلب.

وفي كلا النظامين، يمكن للشركات القيام بدور الأصيل أو الوكيل. فإذا قامت شركة بدور الوكيل فإنها تقوم بعملية التداول نيابة عن عميل مقابل عمولة. أما الشركات التي تقوم بدور الأصيل فإنها تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لنفسها، مثل صانعي السوق في نظام عرض الأسعار. ومن الواضح أن الشركات التي تقوم بدور الأصيل تتحمل مخاطر أعلى من تلك التي تقوم بدور الوكيل.

## 8.1 الحفظ Custody

هدف تعليمي 8.1 - فهم وظائف ومحاسن وعيوب أنواع الحفظ التالية:

- العالمية • Global
- الإقليمية • Regional
- المحلية • Local
- أمناء الحفظ الفرعيين • Sub - custodians

يعني الحفظ في الأسواق المالية العناية والاهتمام باستثمارات الآخرين، ولكن هذا الأمر يتطلب أكثر من توفير السلامة لهذه الاستثمارات، إذ يتطلب كذلك نوعاً من الإدارة؛ فعلى سبيل المثال: إذا كانت الاستثمارات عبارة عن أسهم، فهناك أرباح تتسلم، وحقوق تصويت يجب أن تمارس، وإجراءات شركات أخرى مثل إصدارات العلاوة وإصدارات المنح ينبغي معالجتها. وتقع على عاتق أمين الحفظ مهمة التواصل مع المستثمر حول هذه الأمور. وعند اختيار أمناء حفظ لمحفظه استثمارية عالمية، توجد هناك عدة خيارات:

### أمين حفظ عالمي

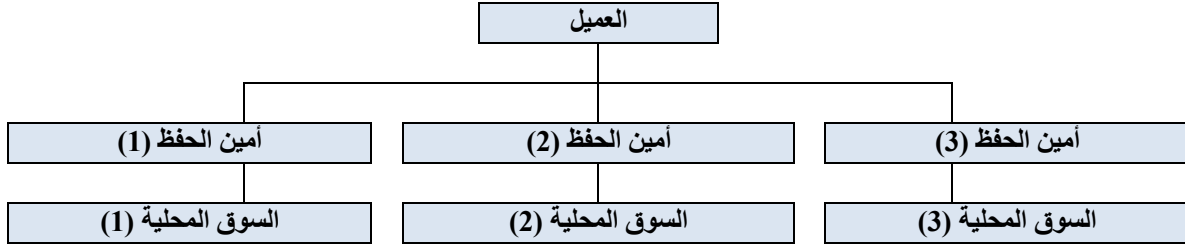
ويعني خيار أمين الحفظ العالمي أن العميل يستخدم أمين حفظ واحداً لكل المحفظة. ولهذه الطريقة حسنة تتمثل في أنها تجعل للعميل نقطة اتصال واحدة، فيما يقوم أمين الحفظ العالمي بتقديم تقرير مجمع. ويقوم أمين الحفظ عادة باستخدام وكلاء فرعيين (أمناء حفظ فرعيين)، في كل بلد لضمان حد أدنى من الخبرة.



### أمين الحفظ المحلي

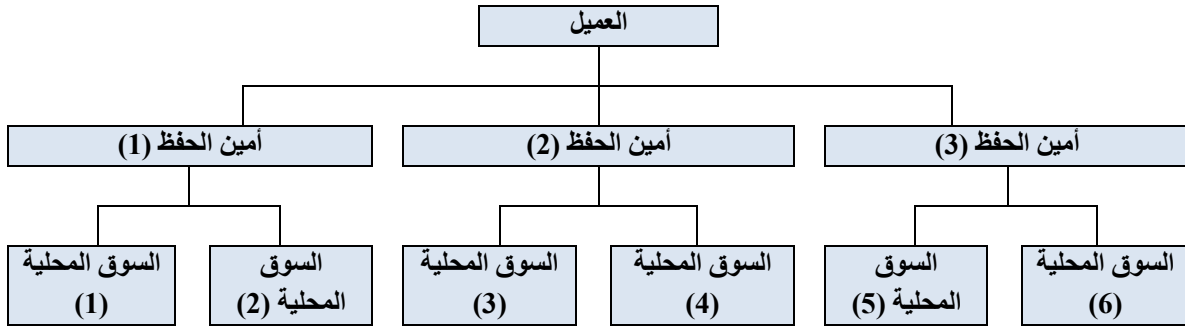
وفي المقابل يوجد خيار أمين الحفظ المحلي ويتم فيه اختيار أفضل أمين حفظ متاح في كل قطر. وميزة هذا البديل أن العميل يمكنه الاعتماد على الخبرة المحلية لأمين الحفظ. أما مساوئ هذا البديل فتتمثل في أن العميل يقع على عاتقه القيام بكثير من الأعباء الإدارية نتيجة لتعدد أمناء الحفظ.





#### أمين الحفظ الإقليمي

ويمثل الخيار الثالث وسطاً بين خيارَي أمين الحفظ العالمي والمحلي. ومع نظام أمين الحفظ الإقليمي يقوم العميل بتعيين أمين حفظ واحد لكل مجموعة من الأقطار. وهذا التنظيم يوفر خبرة أكثر من نظام الحفظ العالمي، في حين يحتاج إلى متابعة إدارية أقل من جانب العميل كما في حالة الحفظ المحلي، علاوة على أنه يوفر للمستثمر القدرة على مقارنة مستوى الخدمات والمفاوضة على الرسوم والعمولات



أسئلة للمراجعة: الأسواق المالية : التنظيم والإدارة

- 1 - إن العمل الأساسي للأسواق المالية هو:
- (أ) جمع أصحاب الأموال الذين يرغبون في إقراض غيرهم من الناس ممن يريدون اقتراض تلك الأموال  
(ب) ضمان قلة التقلبات في دورة الأعمال التجارية  
(ج) ضمان عدم لجوء الحكومات إلى طباعة أو إصدار الأموال  
(د) كل من (أ) و (ب) مما سبق
- 2 - أي مما يلي يمكن أن يوصف بأنه يتضمن تمويلاً مباشراً؟
- (أ) تداول سهم شركة ما في سوق غير منظمة  
(ب) شراء الناس لأسهم في صندوق استثماري  
(ج) قيام مدير صندوق تقاعد بشراء ورقة تجارية في السوق الثانوية  
(د) ليس مما سبق
- 3 - أي مما يلي يمكن أنه يوصف بأنه يتضمن تمويلاً غير مباشراً؟
- (أ) اقتراض شركة ما من أحد البنوك  
(ب) شراء الناس لأسهم في صندوق استثماري  
(ج) شراء شركة لورقة تجارية في سوق ثانوية  
(د) كل ما سبق
- 4 - أي من العبارات التالية تصح عن ملامح الدين والأوراق المالية:
- (أ) كلاهما يمكن أن يكون أدوات مالية طويلة الأجل  
(ب) كلاهما يتضمن مطالبة على أرباح الجهة المصدرة (في شكل فوائد وتوزيعات)  
(ج) كلاهما يسمح للشركة بجمع الأموال  
(د) كل ما سبق
- 5 - أي مما يلي تعد أدوات مالية طويلة الأجل؟
- (أ) شهادة إيداع قابلة للتداول  
(ب) قبول مصرفي  
(ج) سند خزينة أمريكي  
(د) إذن خزينة أمريكي

- 6 - أي مما يلي تعد أدوات مالية قصيرة الأجل؟  
 (أ) شهادة إيداع قابلة للتداول  
 (ب) قبول مصرفي  
 (ج) سند خزينة أمريكي  
 (د) كل من (أ) و(ب) مما سبق
- 7 - أي من الأدوات التالية لا تتداول في أسواق النقد؟  
 (أ) القبولات المصرفية  
 (ب) اتفاقيات إعادة الشراء  
 (ج) الأوراق التجارية  
 (د) ليس مما سبق
- 8 - أي من الأدوات التالية تتداول في سوق رأس المال؟  
 (أ) أوراق مالية لهيئات حكومية أمريكية  
 (ب) شهادات إيداع مصرفية قابلة للتداول  
 (ج) اتفاقيات إعادة الشراء  
 (د) الأوراق التجارية
- 9 - تعد بورصة نيويورك بشكل رئيس:  
 (أ) سوقاً ثانوية  
 (ب) سوق مزاد منظمة  
 (ج) سوقاً موازية  
 (د) كل من (أ) و(ب) صحيح
- 10 - أي مما يلي يصلح لأن يكون مثلاً على عملية أو معاملة في سوقٍ أولية؟  
 (أ) إصدار شركة مدرجة لأسهم إضافية جديدة  
 (ب) إصدار شركة لسندات جديدة  
 (ج) أن يطلب مستثمر ما من وسيطة شراء 1000 سهم من أسهم شركة سابك العادية  
 (د) كل من (أ) و(ب) صحيح
- 11 - عندما يقوم متعهد التغطية في عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام بشراء الأسهم من الشركة المصدرة، ويتحمل مخاطر بيع تلك الأسهم للجمهور، فإن هذا الأمر يعرف بـ:  
 (أ) تعهد والتزام قاطع بالتغطية  
 (ب) تعهد بالتغطية خاضع للتفاوض  
 (ج) تعهد بالتغطية بأفضل ما بالوسع (ببذل أفضل الجهود)  
 (د) تعهد بالتغطية تنافسي
- 12 - أي مما يلي يشير إلى بيع سهم مقترض من مستثمر آخر؟  
 (أ) أمر إيقاف الخسارة  
 (ب) تداول الهامش  
 (ج) بيع على المكشوف  
 (د) أمر محدد السعر

13 - في أمر السوق، يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ عملية أو معاملة يريد لها: (1) بأسرع ما يمكن - (2) بسعر محدد - (3) بأدنى (أعلى) سعر في حالة الشراء (البيع).

- (أ) فقط (1)  
(ب) (1) و(2) فقط  
(ج) (1) و(3) فقط  
(د) (2) و(3) فقط

14 - اشترى مستثمر 60 سهماً في شركة (س) التي تتداول أسهمها حالياً بـ 80 ريالاً للسهم. لنفترض أن الهامش الأولي 50% و هامش الوقاية 35%، وأن الوسيط يطلب 10% سنوياً على القرض. ولنفترض الآن أن سعر السهم ارتفع بنسبة 15% إلى 92 ريالاً بنهاية السنة. قام المستثمر ببيع أسهمه وأنهى العملية مع وسيطه. ما مقدار العائد الذي حققه المستثمر؟

- (أ) 10%  
(ب) 30%  
(ج) 20%  
(د) 15%

15 - اشترى مستثمر 60 سهماً في شركة (س) التي تتداول أسهمها حالياً بسعر 80 ريالاً للسهم. لنفترض أن الهامش الأولي 50% و هامش الصيانة 35%، وأن الوسيط يطلب 10% سنوياً على القرض. ما السعر الذي يتعين على المستثمر دفعه أن يجدد الهامش (يزيد نسبة الهامش إذا ما تدنى السعر دونه) مع الوسيط؟

- (أ) 55.38 ريال  
(ب) 12.31 ريال  
(ج) 61.54 ريال  
(د) ليس مما سبق

16 - يتحمل أمين حفظ أسهم المستثمرين جميع المسؤوليات التالية ما عدا:

- (أ) المحافظة على سلامة الاستثمار  
(ب) تحصيل توزيعات الأرباح  
(ج) ضبط تحركات أسعار الصرف  
(د) التصويت نيابة عن المستثمرين في الجمعيات العمومية

## 2 مؤشرات الأسواق المالية

### المقدمة

مؤشرات القيمة في الأسواق المالية	1.2
مؤشرات أسواق المال الرئيسية	1.1.2
حساب المؤشرات	2.1.2
مؤشرات الجودة في الأسواق المالية	2.2
الخصائص المرغوبة في الأسواق المالية	1.2.2
النشاطات غير المرغوبة في الأسواق المالية	2.2.2

### أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

قُسم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسيتم وسينوّه في كل مرة يتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

تحتاج أطراف كثيرة إلى قياس نشاطات وعمليات الأسواق المالية على محوري القيمة والجودة. وتقاس القيمة عادة بمؤشرات الأسعار أو القيمة. أما الجودة، في المقابل، فتقاس بعدة مؤشرات تدل على الكفاءة، والعمق، والانتساع على سبيل المثال. وكلا النوعين من المؤشرات له أهمية كمؤشر ومعايير لتصنيف وترتيب أسواق الأوراق المالية. وفي الأجزاء التالية سنقدم وصفاً للنوعين.

### 1.2 مؤشرات القيمة في الأسواق المالية Security Markets Value Indicators 1.1.2 مؤشرات أسواق المال الرئيسية Market Indices

**هدف تعليمي 1.1.2** - فهم استخدامات وخصائص مؤشرات السوق التالية:

- فوتسي 100 (FTSE 100)
- نيويورك المجمع (NYSE Composite)
- كاك (CAC)
- نيكي 225 (Nikki 225)
- داو جونز (Dow Jones)
- نازداك (NASDAQ)
- داكس 40 (DAX 40)
- إس أند بي 500 (S & P 500)

تحسب مؤشرات الأسواق المالية لتوفر مؤشراً عن الأداء الكلي لسوق الأسهم أو أجزاء معينة من السوق؛ فمؤشر داو جونز الصناعي، على سبيل المثال، يمثل متوسطاً لأسعار أكبر 30 شركة في الولايات المتحدة، في حين يمثل مؤشر داو جونز للنقل متوسطاً لشركات النقل فقط. ومن الناحية الفنية يمكن إنشاء المتوسط باستخدام طرق مختلفة: الوزن السعري، وزن القيمة، أو الأوزان المتساوية. وستنطلق إلى الفوارق بين هذه الطرق الثلاث بالتفصيل في الجزء اللاحق.

يكمُن الغرض من المؤشرات في توفير مقياس للأداء العام لسوق الأسهم. فعند نقطة زمنية معينة يمكن أن يكون عدد من الأسهم في حالة ارتفاع في حين تكون الأخرى في حالة هبوط، وعليه فإن المؤشر يمثل المتوسط الذي يبين الاتجاه العام للسوق. ويستخدم قطاع صناديق الاستثمار هذه المؤشرات كمقياس أداء لصناديق معينة أو للحكم على أداء مديري صناديق الاستثمار. ويبين الجدول التالي خصائص أشهر مؤشرات أسهم البورصات العالمية :

المؤشر	البورصة	الوزن	الأسهم المتضمنة
فوتسي 100 (FTSE)	لندن	القيمة	أكبر 100 سهم
داكس 40 (Dax 40)	فرانكفورت	القيمة	أكبر 40 سهماً
نيكي 225 (Nikke)	طوكيو	السعر	أكبر 225 سهماً
داو جونز الصناعي (DJIA)	نيويورك	السعر	أكبر 30 سهماً
بورصة نيويورك المجمع (NYSE COM)	نيويورك	القيمة	أكثر من 2000 من أكبر الأسهم
نازداك المجمع (NADAY COM)	نازداك	القيمة	5000 سهم تقريباً
كاك (CAC)	باريس	القيمة	أكبر 40 سهماً
إس أند بي 500 (S & P 500)	نيويورك ونازداك	القيمة	أكبر 500 سهم

### 2.1.2 حساب المؤشرات Computing Indices

**هدف تعليمي 2.1.2 – معرفة طرق تكوين مؤشرات الأسهم :**

- الوزن السعري (Price Weighting)
- وزن القيمة (Value Weighting)
- الوزن المتساوي (Equal Weighting)

ملاحظة: لا يطلب من الممتحنين حساب المؤشرات

بحسب طريقة الوزن السعري، يكون للسهم ذي السعر المرتفع تأثير أكبر في المتوسط (المؤشر). أما في طريقة وزن القيمة فإن سهم الشركة ذات القيمة العالية (مقياساً برسلة السوق، وهي حصيلة ضرب سعر السهم في عدد الأسهم المصدرة) يكون له تأثير أكبر في المتوسط (المؤشر). أما طريقة الوزن المتساوي، وكما يدل على ذلك اسمها، فتسند نفس الأهمية إلى كل سهم يتضمنه المؤشر. ويعد مؤشر داو جونز الصناعي مثلاً لطريقة الوزن السعري، فيما يمثل مؤشر ستاندرد أند بورز (S & P 500) في الولايات المتحدة ومؤشر تداول (TASI) في المملكة العربية السعودية أمثلة لمؤشرات أوزان القيمة.

ويعد مؤشر داو جونز الصناعي الأقدم والأكثر شهرة، وهو يمثل أكبر وأهم 30 شركة في الاقتصاد الأمريكي. ومنذ نشأته كان المؤشر يحسب على أساس قسمة مجموع أسعار الأسهم الثلاثين المشكلة له على 30. ولكن مع مرور الزمن، تغيرت الأوزان لتعكس عمليات تجزئة الأسهم والأرباح في شكل أسهم، والأسهم الجديدة التي حلت محل الأسهم القديمة في المؤشر. ويتحدد الوزن الضمني للسهم في هذا المؤشر بسعر السهم ولذلك فهو مؤشر ذو وزن سعري.

يتكون مؤشر ستاندرد أند بورز (S & P 500) من أكبر 500 سهم متداولة في بورصات الولايات المتحدة. ويستخدم مؤشر S & P 500 رسملة السوق كأوزان إذ إنه مؤشر يعتمد على أوزان القيم السوقية. وقد تم تكوين القيمة الأساسية للمؤشر في بدايات الأربعينيات من القرن الماضي عند قيمة عشوائية حددت على أنها تساوي 10.

وتحسب قيمة مؤشر وزن القيمة كالتالي :

$$10 \times \left[ \frac{\text{مجموع } S_i \times K_i}{\text{مجموع } S_i \times K_i} \right]$$

حيث:  $S_i$  = أسعار الإقفال للأسهم في الفترة ت.

$K_i$  = عدد الأسهم القائمة في الفترة ت.

$S_1$  = أسعار الإقفال للأسهم في سنة الأساس.

$K_1$  = عدد الأسهم القائمة في فترة الأساس.

10 = القيمة المسندة إلى المؤشر في سنة الأساس.

وكمثال توضيحي طالع البيانات المعطاة في الجدول 1-2 عن ثلاثة أسهم. افترض أن 2009 هي سنة الأساس والمطلوب إنشاء مؤشر على وزن القيمة للأسهم الثلاثة. بتطبيق المعادلة السابقة، فإن قيمة المؤشر في 2010/12/31 هي 10.25

$$10.25 = 10 \times \frac{410,000}{400,000}$$

وهذا يعني أن المؤشر ارتفع 2.5%. وخلافاً لمؤشر داو جونز، لا يتأثر مؤشر S&P500 بتجزئة السهم أو الأرباح السهمية (المنحة)، إذ يعدل المؤشر بشكل تلقائي. فعلى سبيل المثال، في حالة تجزئة السهم، فإن انخفاض سعر السهم يعوض عنه بزيادة في عدد الأسهم، مما يعني أن القيمة الإجمالية للشركة لا تتغير.

### جدول 1.2

بيانات عن مؤشر أساس وزن القيمة لسوق افتراضي به ثلاثة أسهم.

2009/12/31

السهم	السعر	عدد الأسهم	القيمة (السعر × عدد الأسهم)
أ	30	2,000	60,000
ب	40	4,000	160,000
ج	60	3,000	180,000
المجموع			400,000



السهم	السعر	عدد الأسهم	القيمة (السعر × عدد الأسهم)
أ	35	2,000	70,000
ب	26,67	*6,000	160,000
ج	56,25	**3,200	180,000
المجموع			410,000

\* نتجت الزيادة في عدد الأسهم مقارنة بتاريخ 2009/12/31 نتيجة لتجزئة السهم بنسبة 3:2 لأسهم الشركة.  
\*\* الزيادة في عدد الأسهم تمثل أرباحاً سهمية (منحة).

## 2.2 مؤشرات الجودة في الأسواق المالية

### 1.2.2 الخصائص المرغوبة للأسواق المالية

هدف تعليمي 1.2.2 - فهم الخصائص المرغوبة في حالة أسواق رأس المال

- كفاءة السوق
- عمق السوق
- اتساع السوق

تؤدي الأسواق المالية عدة أدوار في الاقتصاد، إذ تقوم السوق الأولية بدور الوسيط عن طريق نقل الأموال من المستثمرين (أصحاب الادخار) إلى الشركات ومنشآت الأعمال الأخرى التي تبحث عن تمويل لاستثماراتها. أما السوق الثانوي فتعمل على تعزيز السوق الأولية من خلال توفير المرونة للمستثمرين من أجل تسهيل استثماراتهم عند الرغبة. كذلك تلعب الأسواق المالية وظيفة توزيعية من خلال توجيه مدخرات المستثمرين للشركات والاستثمارات ذات العائد الأعلى؛ فالشركات ومنشآت الأعمال التي يتم تشغيلها بكفاءة وتستطيع تحديد الفرص الاستثمارية الممتازة تكون أسعار أوراقها المالية عالية وتستطيع بالتالي جذب الأموال التي تحتاج إليها. وعليه فإن الموارد المالية تتدفق نحو أحسن الفرص استخداماً داخل الاقتصاد. ولكن هذا المسار يعتمد على درجة كفاءة وفاعلية السوق، بمعنى ما إذا كانت أسعار الأسهم تعكس التوقعات حول أداء الشركات في المستقبل.

وتصنّف الأسواق المالية عادة تحت واحدة من مستويات كفاءة السوق: الضعيفة، وشبه القوية، والقوية. وتقوم فرضية الكفاءة الضعيفة على أن أسعار الأوراق المالية تتضمن كل المعلومات الماضية (التاريخية)، التي تشمل الأسعار وأحجام التداول. ومن مدلولات هذه الفرضية أنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من التداول استناداً إلى المعلومات التاريخية. وتقوم السوق بتضمين المعلومات العامة المتاحة للجمهور في أسعار الأسهم تحت فرضية السوق الكفوة شبه القوية بينما يعكس كل المعلومات المتاحة أو غير المتاحة للجمهور أو تحت فرضية الكفاءة القوية. ففي حالة الكفاءة شبه القوية يتعذر على المستثمرين تحقيق أرباح غير اعتيادية باستخدام المعلومات المتاحة للجمهور وحتى باستخدام المعلومات الداخلية إذا كان السوق كفواً في المستوى القوي.

وبالإضافة للكفاءة، تعد السيولة كذلك صفة مرغوبة في السوق. وتمكن السيولة المستثمر من بيع الورقة المالية بسرعة وسهولة وبسعر عادل. وتميل الأوراق المالية في سوق النقد مثل أدوات الخزينة نحو السيولة، فيما تتسم الأصول العقارية بضعف السيولة. وعادة ما يكون المتعاملون في السوق على استعداد لدفع علاوة على الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة فيما يتم الخصم على الأوراق المالية ضعيفة السيولة. وتتأثر سيولة الورقة المالية بوجه خاص بعمق السوق واتساعها.

### عمق السوق ( Market Depth )

توصف السوق بأنها ذات عمق في حالة تواجد الكثير من أوامر البيع والشراء في نطاق ضيق حول سعر السوق الحالي. ووجود العديد من الصفقات يعني بلوغ السعر حد الاتزان عند تغيير العرض والطلب (توازن العرض والطلب).

في المقابل تتميز الأسواق الضحلة "قليلة السيولة" إما بالنقص في الطلب أو العرض المفرط اللذين ينتج عنهما عدم استقرار معاملات البيع والشراء وتذبذبات السعر الواسعة. ففي حالة زيادة العرض فإن سعر الطلب يهبط بقدر كبير مما يسبب الخسارة لأصحاب الأعمال الأمر الذي يدفعهم إلى تأجيل أوامر البيع. ومن ناحية أخرى عند زيادة الطلب عن العرض ترتفع الأسعار بدرجة عالية تؤدي إلى توقف المشتريين عن الشراء وتأجيل أوامر الشراء.

### اتساع السوق ( Market Width )

تتميز الأسواق المتسعة بالمعاملات ذات الأحجام الضخمة، حيث لا تتغير الأسعار فيها بصفة مستمرة فقط بسبب وجود كثير من المعاملات (كما في السوق العميقة) ولكن أحجام الأوامر فوق وتحت سعر السوق الحالي هي أيضاً كبيرة، ونتيجة لذلك لا يوجد حافز للمشتريين أو البائعين لتأجيل قراراتهم. ويميل صناع السوق إلى الرضا بهوامش ربحية ضئيلة حيث يعوّض حجم الدوران الكبير "التداول" عن الهوامش الضئيلة.

### 2.2.2 أنشطة غير المرغوبة ( Undesirable Activities )

هدف تعليمي 2.2.2 - فهم الأنشطة الغير المرغوبة التالية :

- البيع الوهمي Wash Sales
- احتكار السوق Cornering the Market
- الوساطة المضرة بالعميل Churning

من أجل تطوير أسواق المال يجب توافر أنظمة وقوانين لمنع الأنشطة غير المرغوبة التي تؤثر في كفاءة السوق، وسنتحدث عن كل منها بشكل مفصل.

#### • البيع الوهمي Wash Sale

البيع الوهمي هو ادعاء تداول سهم ما بشكل وهمي بحيث لا يترتب عليه انتقال الملكية النفعية للسهم. ومن صورته مثلاً قيام شخص ما ببيع ورقة مالية لابنه أو أحد أفراد الأسرة ثم إعادة شرائها في اليوم نفسه بسعر أكبر أو أقل بهدف التلاعب في السعر. والدافع الرئيس لهذا النشاط هو توجيه السعر في السوق لتحقيق أرباح زائفة "غير اعتيادية".

#### مثال 1.2

في سوق غير نشيطة يريد مستثمر مخادع شراء ورقة مالية بسعر أقل من سعرها الحالي، فيقوم بشراء جزء من الأسهم عند السعر الحالي ويعيد بيعها للأقارب أو الأصدقاء عند سعر أقل. وفي المقابل يمكن أن يبيع المستثمر أسهمه عند أسعار أقل لأكثر من بيت وساطة تحت أسماء وهمية مختلفة. والهدف من هذه العملية أن يكون المستثمر المخادع انطباعاً عاماً بانخفاض السعر مما يسمح له بشراء الورقة المالية في ظل هذه الأسعار الهابطة. والمستثمر المخادع يمكنه أيضاً استخدام هذه الوسيلة لرفع سعر الورقة المالية وذلك عن طريق بيع الورقة المالية عند سعر مرتفع وإعادة شرائها في اليوم نفسه بسعر أعلى، الأمر الذي يخلق الانطباع الزائف نتيجة لهذا التداول غير الحقيقي لدى مستثمرين آخرين لدخول السوق كمشتريين، والذي ينتج عنه ارتفاع حاد في سعر السهم مما يسمح للمستثمر المخادع بإعادة بيع الورقة المالية عند هذه الأسعار المرتفعة غير الحقيقية.

• احتكار السوق ( Cornering the Market )

تنشأ هذه الحالة عندما يشتري شخص جميع أو معظم الكميات المتاحة من ورقة مالية معينة لخلق شكل من الاحتكار مما يمكنه بعد ذلك من بيع الورقة المالية بسعر مرتفع. وفي الماضي حاول التجار احتكار السوق بالنسبة إلى بعض السلع الثمينة مثل الذهب والفضة ولكن أنظمة السوق تمنع هذا النشاط بشكل عام.

• الوساطة المضرة بالعميل ( Churning )

يحدث هذا عندما يدخل السمسار (الوسيط) في عمليات تبادل (تداول) غير ضرورية وبشكل متكرر نيابة عن العميل للحصول على دخل إضافي من العمولات التجارية، ويعد هذا النشاط غير أخلاقي وغير قانوني.

## أسئلة للمراجعة: مؤشرات السوق المالية

- 1 - عند احتساب مؤشر إس أند بي 500 (وهو مؤشر وزن القيمة) فإن تجزئة الأسهم ينبغي أن:
- (أ) يتم تجاهلها لأنها لا تحدث كثيراً.
  - (ب) تعدل في بسط المؤشر.
  - (ج) تعدل في قاسم المؤشر.
  - (د) يتم تجاهلها لأنها لا تؤثر في قيمة المؤشر.
- 2 - مؤشر وزن القيمة:
- (أ) لا يتأثر بتجزئة الأسهم، لكنه يتأثر بتوزيعات الأسهم (المنحة).
  - (ب) لا يتأثر بتوزيعات الأسهم، لكنه يتأثر بتجزئة الأسهم.
  - (ج) لا يتأثر بتوزيعات الأسهم ولا بتجزئة الأسهم.
  - (د) يتأثر بكل من تجزئة الأسهم، وتوزيعات الأسهم.
- 3 - أي من المؤشرات التالية مؤشر مرجح بالقيمة السوقية؟
- (أ) فوتسي 100
  - (ب) داو جونز
  - (ج) نيكاي 225
  - (د) داو جونز لشركات النقل
- 4 - أي من المؤشرات التالية مؤشر مرجح بالسعر؟
- (أ) فوتسي 100
  - (ب) داو جونز
  - (ج) داكس 40
  - (د) نازداك
- 5 - عندما يتحرك مؤشر سوق أسهم في اتجاه واحد فإن ذلك يعني:
- (أ) أن كل الأسهم المكونة لذلك المؤشر تتحرك في ذلك الاتجاه
  - (ب) أن معظم الأسهم المكونة لذلك المؤشر تتحرك في نفس حركة اتجاه السوق
  - (ج) أن عدد الأسهم التي تتحرك في اتجاه مؤشر السوق العام أقل من عدد الأسهم التي تتحرك في الاتجاه المعاكس
  - (د) أن حركة السوق تسببها حركة الأسهم التي تتحرك في اتجاه مؤشر السوق

- 6 - مؤشر السوق الصاعد نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم:
- (أ) يزيد من ثروة الناس مما يزيد من رغبتهم في الإنفاق
- (ب) يزيد من حجم الأموال التي يمكن أن تتحصل عليها منشآت الأعمال ببيع أسهم مصدرية جديدة
- (ج) يخفض من حجم الأموال التي يمكن أن تتحصل عليها منشآت الأعمال ببيع أسهم مصدرية جديدة
- (د) كل من (أ) و(ب) من أعلاه

- 7 - كل مما يلي يمثل عمليات بيع وهمي ما عدا:
- (أ) عمليات بيع وهمي للأقارب
- (ب) بيع وإعادة شراء من الشخص نفسه وفي اليوم نفسه.
- (ج) الموافقة على بيع السهم لخلق انطباع بوجود سوق (طلب وعرض) قوية للسهم
- (د) تبيع الشركة أسهماً لموظفيها بأسعار مخفضة من أجل تحفيز أدائهم

- 8 - أي من التالي لا يعد خاصية مرغوبة في السوق المالية:
- (أ) الكفاءة
- (ب) العمق
- (ج) الاتساع
- (د) قلة الأوراق المالية المتداولة

- 9 - في الأسواق العميقة:
- (أ) هناك عدد وافر من أوامر البيع والشراء في مدى واسع حول السعر الجاري للسهم
- (ب) هناك عدد وافر من أوامر البيع والشراء في مدى ضيق حول السعر الجاري للسهم
- (ج) هناك أوامر ذات حجم كبير أعلى من وأقل من سعر السهم الجاري
- (د) يفوق عرض الأوراق المالية الطلب عليها

# 3 أدوات الاستثمار والأوراق المالية

## المقدمة

- 1.3 أدوات سوق النقد
  - 2.3 أدوات أسواق رأس المال
  - 3.3 أدوات الاستثمار بالمملكة العربية السعودية
  - 4.3 الاستثمارات الدولية
- أسئلة المراجعة

## الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة يتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يقدم هذا الفصل وصفاً لأنواع الاستثمار المختلفة مثل الأسهم والسندات المتداولة في سوق رأس المال بالإضافة إلى الأدوات المتداولة في أسواق النقد (أدوات سوق النقد). وعليه يظل من الضروري للغاية أن يفهم المستثمرون والمشاركون في الأسواق خصائص هذه الاستثمارات ونمط عوائدها ومخاطرها.

### 1.3 أدوات سوق النقد Money Market Instruments

هدف تعليمي 1.3 – فهم خصائص أدوات سوق النقد

• شهادات الإيداع القابلة للتداول	Negotiable Certificates of deposits
• أدونات الخزينة	Treasury Bills
• الأوراق التجارية	Commercial Papers
• القبولات المصرفية	Bankers' Acceptances
• اتفاقيات إعادة الشراء	Repurchase Agreements

كما ذكر سابقاً تتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل في سوق النقد ولهذه الأوراق المالية ثلاث مواصفات مهمة تميزها عن الأوراق المالية طويلة الأجل:

- 1- هذه الأوراق تعد صفرية أي أنها لا تحقق دفعات للفوائد الدورية ويحصل المستثمر على العائد فقط من الفرق بين سعر الشراء والقيمة المستحقة النهائية (القيمة الاسمية).
- 2- تتميز أدوات سوق النقد بالسيولة العالية مما يعني أن حاملي هذه الأوراق المالية يمكنهم بيعها في السوق الثانوية بسهولة وبدون خسائر رأسمالية تذكر (أي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة).
- 3- تحمل هذه الأدوات مخاطر أقل من نظيرتها المتداولة في سوق رأس المال نتيجة للسيولة العالية وقصر مدة استحقاقها.

الأجزاء التالية تصنف خمساً من الأوراق المالية قصيرة الأجل (شهادات الإيداع القابلة للتداول، أدونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء).

#### شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposits (CDs))

هي ودائع يودعها المستثمر لدى البنك فترة محددة، ويستحق عليها فوائد مالية بتواريخ لاحقة، ولا تُسحب الأموال المودعة ولا فوائدها حتى تاريخ الاستحقاق. وإذا ما رغب المستثمر في بيعها وتسييلها قبل حلول تاريخ استحقاقها فعليه بيعها في السوق الثانوية. ويقوم السماسرة المتخصصون في هذه الشهادات بتسهيل عمليات التداول فيها. وشهادات الإيداع القابلة للتفاوض في الولايات المتحدة هي من فئة 100,000 دولار واستحقاقها قد يصل إلى عام واحد، بينما الشائع منها يستحق في فترات أقل من 6 أشهر. ويحصل المستثمر على القيمة الاسمية لشهادة الإيداع مضافاً إليها الفائدة عند الاستحقاق؛ فعلى سبيل المثال شهادة إيداع من فئة 100,000 دولار واستحقاق 6 أشهر بمعدل فائدة 6% سنوياً (أي 3% في 6 شهور) ستدفع لحاملها 103,000 دولار عند نهاية فترة الأشهر الستة. وهنا يجب ملاحظة أن الودائع البنكية تعد أصولاً مالية قصيرة الأجل ولكنها لا تعد أوراقاً مالية قصيرة الأجل لأنها أدوات غير قابلة للتداول في السوق.

#### أدونات الخزينة (Treasury Bills)

أدونات الخزينة هي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل لفترات استحقاق أقل من عام واحد. وتصدر حكومة الولايات المتحدة هذه الأدونات تباعاً كل أسبوع. وكذلك الحال في السعودية إذ تصدر هذه الأدونات أسبوعياً. وأدونات الخزينة تتداول في السوق الثانوية وهي ذات سيولة عالية وسهلة التداول. وتعد أدونات الخزينة مثلاً للأدوات التي تباع بخصم بحيث يكون سعرها السوقي أقل من قيمتها الاسمية. والقيمة الاسمية تمثل المبلغ الذي تدفعه الحكومة عند تاريخ استحقاق هذه السندات. على سبيل المثال أدونات الخزينة التي تباع بسعر 9,750 دولاراً تحقق عائداً للمستثمر يبلغ 250 دولاراً (9,750 – 10,000) دولاراً.

والممارسة الشائعة في السوق هي احتساب خصم سنوي بواقع (360 يوماً) على إذن الخزينة. فإذا كان معدل الخصم 5% فهذا يعني أن إذن الخزينة ذو أجل الاستحقاق 360 يوماً (سنة تقريباً) سيكون سعره تقريباً أقل بمعدل 5% من قيمته الاسمية.

والأذونات التي تستحق خلال (180) يوماً وتحمل معدل خصم يبلغ 5% يكون سعرها أقل بـ 2.5% من القيمة الاسمية. ولحساب سعر الإذن إذا علم معدل الخصم وأجل الاستحقاق نستخدم المعادلة التالية:

$$\text{السعر} = \text{القيمة الاسمية} - \left( \frac{\text{عدد الأيام حتى الاستحقاق}}{360} \times \text{معدل الخصم} \times \text{القيمة الاسمية} \right)$$

يتم التعامل بهذه السندات ببنات كبيرة وفي أمريكا تكون معظم المعاملات بمبالغ تزيد على مليون دولار للقيمة الاسمية.

#### الورقة التجارية ( Commercial Paper )

تشبه الورقة التجارية أذونات الخزينة المذكورة سابقاً ما عدا أنها تصدر من جانب منشآت الأعمال الخاصة (الشركات) بدلاً من الحكومة المركزية. ولهذا فإن الورقة التجارية تمثل قروضاً قصيرة الأجل لصالح المنشآت الخاصة من قبل الجمهور. وإصدار الورقة التجارية يعد بديلاً للاقتراض قصير الأجل من المصارف. وتعد ديناً غير مضمون إذ قد يخسر المستثمر حامل الورقة التجارية رأس ماله إذا تخلفت الجهة المصدرة عن الدفع، ولهذا فإن المؤسسات الكبيرة أو البنوك ذات الملاءة المالية العالية فقط تنجح في إصدار هذه الأوراق التجارية دون غيرها. وفي العادة فإن إصدار الأوراق التجارية تدعمه خطوط ائتمان مفتوحة مع البنوك التجارية مما يوفر بعض الحماية للمستثمر.

وتصدر الأوراق التجارية في الولايات المتحدة من فئة (100,000 دولار) وبالتالي فهي بعيدة عن متناول يد صغار المستثمرين. ولكن يمكن لصغار المستثمرين الاستفادة من هذه الأدوات عن طريق الاشتراك في صناديق سوق النقد وبالتالي تحمل مخاطر أكبر من أذونات الخزينة لأن الأوراق التجارية غير المضمونة، ولهذا تعطي الأوراق التجارية عائداً أكبر بقليل مقارنة مع أذونات الخزينة الحكومية، وتتداول الأوراق التجارية في السوق الثانوية بسهولة كما أنها تمتاز بالسيولة العالية. وفي بعض الحالات تقوم الجهة المصدرة لهذه الأوراق التجارية بخلق سوق ثانوية عن طريق الاستعداد لشراء وبيع هذه الأوراق التجارية.



وترتبط المخاطر المتعلقة بهذه الأوراق التجارية بالوضع المالي لمصدرها، وتقوم بعض الجهات مثل ستاندرد آند بورز بتصنيف الشركات بمساعدة المستثمرين في تقييم المخاطر النسبية للأوراق التي تتداول في السوق. ويحدد التصنيف المعطى وأجل الاستحقاق معدل العائد الذي يتوقعه المستثمر من الورقة التجارية. ونظراً إلى القيود التنظيمية في الولايات المتحدة تصدر معظم الشركات الأوراق التجارية بأجل استحقاق تقل عن تسعة أشهر (270 يوماً).

#### القبولات المصرفية ( Bankers' Acceptances )

تنشأ القبولات المصرفية عموماً نتيجة لمعاملات الاستيراد والتصدير التي تستخدم خطاب الاعتماد المستندي ( letter of credit)، وهي في الحقيقة شيك مؤجل الدفع يصدر عن بنك المستورد لمصلحة المصدر، وتعد أمراً بنكياً من عميل (غالباً ما يكون مستورداً) لبنكه لدفع مبلغ معين لصالح المصدر في نهاية فترة معينة. وعند قبول البنك لأمر الدفع يصبح الشيك قبولاً مصرفياً، ويمكن للمصدر الاحتفاظ بالقبول المصرفي حتى التاريخ المستقبلي المحدد للحصول على الأرصدة أو يمكنه بيع القبول المصرفي في السوق الثانوية. وتعد القبولات المصرفية سندات مضمونة قصيرة الأجل ذات سيولة عالية نسبياً وذات مخاطر منخفضة.

#### اتفاقيات إعادة الشراء (REPOs) (Repurchase Agreements)

تستخدم المؤسسات المالية وتجار السندات اتفاقيات إعادة الشراء (REPOs) للحصول على تمويل قصير الأجل غالباً لليلة واحدة وقد تستخدم هذه الاتفاقيات لأجل طويلة ويطلق عليها في هذه الحالة (اتفاقيات إعادة الشراء لفترة). وعن طريق هذه الاتفاقيات يحصل التاجر على تمويل قصير الأجل (ليلة واحدة) يبيع بموجبه أوراقاً مالية لمستثمر ويقبل التاجر إعادة شراء نفس الأوراق المالية في اليوم التالي بسعر أكبر من سعر البيع. ويمثل الفرق بين السعرين الفائدة الفعلية للمستثمر الذي يقدم الأموال.

وتعد اتفاقية إعادة الشراء فعلياً قرصاً قصير الأجل، فيما تمثل الأوراق المالية محل المعاملة ضماناً للقرض وتعد هذه الاتفاقيات آمنة نسبياً لأن الأوراق المالية هي غالباً أوراق حكومية تؤدي الحكومة دور الضامن لها. ومع أن معظم معاملات اتفاقيات إعادة الشراء لا يصاحبها انتقال للأوراق المالية فإن المستثمرين يستطيعون حماية أنفسهم إذا أرادوا بتسليم هذه الأوراق المالية كضمان. وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء أيضاً بواسطة البنوك المركزية لإدارة عرض النقود في الاقتصاد، وفي السعودية تتم اتفاقيات إعادة الشراء بين البنوك ومؤسسة النقد العربي السعودي (ساما)، وتؤدي فيها ساما دور المقرض ويمثل البنك التجاري دور المقرض المحتاج إلى السيولة.

## 2.3 أدوات أسواق رأس المال Capital Market Instruments

هدف تعليمي 2.3- فهم خصائص فترة السداد والفائدة (التوزيعات) والشروط والأجال (إذا وجدت) لأدوات سوق رأس المال التالية

- سندات الشركات ( Corporate Bonds )
- الأسهم الممتازة (Preferred Stocks/Preferred Shares)
- الأسهم العادية (Common Stocks/Ordinary Shares)

توجد أدوات سوق رأس المال على شكل سندات وأسهم .

### السندات

تمثل السندات (Bonds) مطالبات دين تصدر مقابل قروض تحصل عليها الشركات والحكومات. والسند هو عقد بين المصدر (المقرض) والمشتري (المقرض أو المستثمر) للسند. وفي ضوء هذا العقد، يقرض المشتري مبلغاً معيناً للمصدر الذي يوافق على سداد أصل القرض والفائدة المتفق عليها في فترات محددة. وقد يحتوي العقد على شروط أخرى لحماية المقرض مثل عرض بعض الأصول كضمانات في حالة يسمي فيها السند (رهناً) أو سنداً مضموناً. ويطلق على السندات المصدرة بواسطة المؤسسات والشركات "سندات الشركات"، أما السندات التي تصدرها الحكومة فيطلق عليها (سندات الخزينة). ويطلق على السندات الحكومية التي تكون فترة استحقاقها بين 1-10 سنوات إشعارات الخزينة، أما التي تكون فترة استحقاقها أكثر من 10 سنوات فتسمى سندات الخزينة.

ويتصف السند بثلاثة عناصر:

**العنصر الأول** فترة استحقاق السند ويعبر عن الفترة الزمنية للقرض بـ(عمر القرض).

**العنصر الثاني** القيمة الاسمية للسند وتشير إلى القيمة الأساسية التي يوافق المقرض على سدادها عند الاستحقاق. وفي الولايات المتحدة تحمل معظم السندات قيمة اسمية بواقع ألف دولار للسند الواحد.

**العنصر الثالث** معدل الفائدة (الكوبون). الذي يعبر عنه كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، وتمثل الدفعات الدورية التي يلتزم المقرض بدفعها طوال فترة حياة السند. وعادة ما تكون دفعات الكوبون نصف سنوية.

وكمثال على ذلك نفترض أن سنداً قيمته الاسمية 1000 دولار واستحقاقه بعد 10 سنوات ومعدل الفائدة عليه 8%، فإنه يتوقع أن يدفع 40 دولاراً كل 6 أشهر (4% من 1000 دولار) لمدة 10 سنوات، كذلك يتوقع أن يدفع القيمة الاسمية التي تبلغ 1000 دولار في نهاية السنة العاشرة.

تساعد هذه العناصر الثلاثة المستثمر على حساب المبلغ الذي يدفعه لشراء السند (سعر السند). فإذا كان معدل كوبون السند أكبر من معدل الفائدة المطلوب بواسطة المستثمر فإن المستثمر سيكون راعياً في دفع مبلغ أكبر من القيمة الاسمية وبالتالي يتم تداول السند عند سعر أعلى من القيمة الاسمية (علاوة). أما إذا كان معدل الفائدة الذي يدفعه السند أقل من معدل الفائدة التي يطلبها المستثمر فإن المستثمر في هذه الحالة سيدفع سعراً للسند أقل من قيمته الاسمية وبالتالي يتم تداول السند بسعر أقل من قيمته الاسمية (خصم). وأخيراً إذا طابق معدل الفائدة (الكوبون) معدل الفائدة التي يطلبها المستثمر فسوف يتم تداول السند عند سعر الإصدار أو القيمة الاسمية للسند (أسمي).

ويعتمد معدل الفائدة أو العائد الذي يطلبه مستثمرو السندات على المستوى العام لمعدلات الفائدة في السوق ودرجة جودة انتماء الجهة المصدرة للسند وأي خصائص متميزة تتعلق بالسند. وقد يتصف السند بعدة مواصفات متنوعة نشرح بعضها فيما يلي:

**السندات ذات معدل الفائدة الثابت والسندات ذات معدل الفائدة المتغير:**

تدفع السندات ذات معدل الفائدة الثابت نسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند على فترات منتظمة (عادة كل 6 أشهر). أما السندات ذات الفائدة المتغيرة (العائمة) فتدفع معدلات فائدة متغيرة تحدد من خلال معدلات الفائدة في السوق (تعديل كل 6 أشهر على سبيل المثال) ، فعند استحقاق الدفع يوفر السند ذو الفائدة المتغيرة حماية ضد مخاطر تغير سعر الفائدة في السوق.

#### **السندات المضمونة (برهن) (Mortgage Bonds) والسندات غير المضمونة (Unsecured Bonds):**

السند المضمون (سند الرهن) هو سند بسعر ثابت وله أصل معين يضمنه. ولذلك فهو أقل مخاطر بالنسبة إلى المستثمر وأحياناً يكون معدل سعر الفائدة عليه عائماً (Floating Charge). وعادةً ما يقدم مُصدر السند ضماناً عاماً يتمثل في مجمل أو بعض أصول المصدر في ذلك الوقت. وإذا ما فشل المصدر للسندات في سداد الدفعات المطلوبة على السند فعندها يكون المستثمر قادراً على الحصول على ملكية الأصول المرهونة واستخدامها لاسترجاع المبالغ المستحقة. أما في حالة السند غير المضمون فإن المستثمر يعد دائماً بشكل عام وقد يواجه الخسارة في حالة دخول الشركة المقترضة في حالة عسر مالي.

#### **السندات المضمونة بالأصول (Asset- Backed Securities):**

تصدر بعض السندات لتمويل أنشطة معينة مع بعض أشكال الضمان . وكمثال على ذلك قد يصدر سند لتمويل إنشاء جسر ذي رسوم مرورية حيث يتم سداد قيمة السند من الأموال التي تنتج عن هذه الخدمة بعد افتتاح الجسر. وتوجد أمثلة متعددة على هذا النوع من السندات مثل السندات التي تصدرها المؤسسات المالية المعتمدة على مدفوعات أصحاب بطاقات الائتمان والسندات التي تصدرها السلطات المحلية المسؤولة عن تحصيل غرامات مواقف السيارات.

### السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds):

هي سندات شركات مدرجة في السوق المالي وتعطي المشتري الفرصة لتحويل السند إلى عدد محدد من أسهم الشركة المصدرة. فالسندات القابلة للتحويل بنسبة تحويل تبلغ 5 تمكن حاملها من أن يستبدل بالسند خمسة أسهم من أسهم الشركة. ويقارن أصحاب السندات قيمة تحويل السند مع قيمة السند ليقرروا توقيت عملية التحويل إلى الأسهم. فإذا كانت قيمة السند 980 دولاراً وسعر السوق لكل سهم 180 دولاراً فلا تكون عملية التحويل مربحة إذ إن سعر التحويل 900 دولار فقط (5×180). والزيادة في السعر السوقي للسند عن سعر التحويل يسمى (علاوة تحويل)، وتبلغ في هذه الحالة 80 دولاراً. وإذا ما كانت أسعار الأسهم ستزيد في المستقبل يصبح تحويل السند لأسهم عملية مفيدة لحامله. وعادة تصدر السندات القابلة للتحويل بواسطة الشركات الحديثة الإنشاء التي تجد صعوبة في إصدار الأسهم، فمع نجاح الشركة يبدأ ارتفاع سعر السهم مما يشجع حاملي السندات القابلة للتحويل على تحويل سنداتهم إلى أسهم. وفي هذه الحالة تحول الشركة حملة السندات إلى ملاك للشركة (مساهمين) وبالتالي يقل حجم المديونية لدى الشركة. وعليه تعطي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم الفرصة للكسب إذا ارتفع سعر سهم الشركة وهذه الفرصة الممكنة تسمح للشركة بإصدار هذه السندات بمعدل فائدة (كوبون) منخفض.

### الأسهم الممتازة ( Preferred Stocks )

من الناحية القانونية تمثل الأسهم الممتازة حقوق ملكية في الشركة، ولكن من الناحية المالية يعد سلوك الأسهم الممتازة مثل سلوك السند. ومن الأفضل أن تعد الأسهم الممتازة ورقة مالية تشتمل على بعض خصائص الأسهم وبعض خصائص السندات. والسهم الممتاز يشبه الأسهم العادية إذ له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. والقيمة الدفترية تمثل القيمة الاسمية مضافاً إليها علاوة الإصدار كما يظهر في سجلات الشركة مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة.

ويحصل حاملو الأسهم الممتازة على توزيعات ثابتة كل سنة مثل دفعيات الكوبون في حالة السند. ومع ذلك فإن الفرق هو أن الشركة غير ملزمة بدفع توزيعات سنوية لحاملي الأسهم الممتازة ويمكنها تأجيل دفع الأرباح خاصة في الفترات التي لا تحقق فيها الشركة ربحاً صافياً.

ومعظم الأسهم الممتازة من النوع التراكمي، بمعنى أن أي توزيعات مستحقة لم تتمكن الشركة من دفعها في السابق لا تسقط وبالتالي لا بد من دفعها بشكل متراكم في المستقبل. ولحاملي الأسهم الممتازة الأولوية على حاملي الأسهم العادية في حالة التصفية. وعند توزيع الأرباح يحصل حاملو الأسهم العادية على التوزيعات فقط بعد سداد التوزيعات لحاملي الأسهم الممتازة. ومقارنة بالسندات فإن لحاملي الأسهم الممتازة أولوية أقل من حاملي السندات، لذا تعد الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من السندات. وغالباً لا تمنح الأسهم الممتازة حقوق التصويت لحاملها، لذلك لا يستطيع حاملو الأسهم الممتازة التأثير في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ولا في كيفية إدارة الشركة.

وتتجلى ميزة إصدار الأسهم الممتازة بالنسبة للشركات في أن لها نفس مواصفات السند ولكن مع ميزة أن المنشأة تستطيع تجنب التوزيعات في حالة وجود مشكلة مالية وعدم تحقق الأرباح. وكذلك لأن الأسهم الممتازة لا تملك حقوق التصويت فإنها لا تسبب أي توسع في إدارة الشركة. وأحد أهم عيوب الأسهم الممتازة أن أرباحها خلافاً للفائدة على السندات تدفع من الأرباح الناتجة بعد خصم الضرائب ولذلك فإنها لا تخفف عبء الضرائب المدفوعة من قبل الشركة. والعييب الثاني مقارنة بالسندات أن المستثمرين يعدون الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة لذلك يطلبون عائداً أعلى على استثماراتهم فيها، وبالتالي فإن تكلفة التمويل في إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة التمويل الناتجة عن إصدار السندات.

توجد فئات خاصة للأسهم الممتازة وتشتمل على السهم الممتاز المشارك والسهم الممتاز القابل للاسترداد والسهم الممتاز القابل للتحويل. ويمكن السهم الممتاز المشارك حامله من الحصول على أرباح أكبر خلال فترات تحقيق الشركة المصدرة لأرباح عالية. ويشارك حاملو الأسهم الممتازة في الأرباح العالية تبعاً لمعادلة يصممها المصدر عند الإصدار. أما السهم الممتاز القابل للاسترداد فإنه يعطي مصدره الحق في التسديد لحملة الأسهم الممتازة في أوقات معينة، وهذا الاسترداد غير ملزم، وبالتالي فإذا كان المصدر في حالة مالية سيئة فلا تتم عملية استرداد السهم الممتاز. أما السهم الممتاز القابل للتحويل فإنه يعد سهماً ممتازاً لحامله، وبالتالي فإن به خيار التحويل إلى عدد معين من الأسهم العادية، وإلى أن يتم التحويل فإن حامل السهم الممتاز سوف يحصل على توزيعات السهم الممتاز ولا يملك حق التصويت. وبعد أن تتم عملية التحويل يصبح حامله كأى حامل لسهم عادي، وبالتالي يملك حق التصويت في الشركة.

### الأسهم العادية ( Common Stocks )

تمثل الأسهم العادية حق الملكية في الشركة. ويحصل حامل الأسهم العادية فقط على ما تبقى من حقوق بعد حملة السندات والأسهم الممتازة (Residual)، بمعنى أن ترتيب حملة الأسهم العادية يكون في آخر القائمة للحصول على مكاسب مالية في الشركة. وفي حالة تصفية الشركة يحصل حاملو الأسهم العادية على ما تبقى بعد ما تحصل السلطات الضريبية وحاملو السندات والدائون العموميون وحاملو الأسهم الممتازة على حقوقهم. أما في حالة المنشأة المستمرة فيحصل حاملو الأسهم العادية فقط على التوزيعات بعد أن تغطي فوائد السندات والضرائب وتوزيعات الأسهم الممتازة. ويعد حاملو الأسهم العادية ذوي مسؤولية قانونية محدودة، ففي أسوأ الحالات قد يفقد حملة الأسهم العادية استثماراتهم في الشركة وبما يتعلق بشراء أسهمهم فقط بحيث لا تتعدى خسارتهم ذلك.

ولا تجبر إدارة الشركات على دفع الأرباح لحاملي الأسهم حتى لو حققت الشركة أرباحاً؛ إذ يمكن للشركة أن تختار إعادة استثمار مكاسبها في الفرص الاستثمارية الجديدة. ومع ذلك، من المعتاد أن تتبع معظم الشركات سياسة توزيع أرباح معلنة ومستقرة. ويسمى الجزء غير الموزع من الأرباح بالأرباح المحتجزة "المدورة".

يملك حاملو الأسهم العادية الحق في التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية بكل ما يتعلق بالمسائل الرئيسية مثل عمليات الاندماج والاستحواذ. وتعتمد قدرة المستثمر على التأثير في قرارات الجمعية العمومية على عدد الأسهم التي يملكها على أساس أن لكل سهم صوتاً واحداً. ومع ذلك يقوم حملة الأسهم العادية في كثير من الأحوال بنقويض حقهم في التصويت إلى جهات تنوب عنهم، وهذا التصرف يميز سلوك معظم المستثمرين بالسلبية إذ يحرم المستثمرين من المشاركة المباشرة في إدارة وتصريف شؤون الشركة.

ومن منظور الشركة فإن الأسهم العادية تمثل المصدر الدائم للتمويل إذ إنها لا تسترد ولا تقع الشركة تحت أي التزام بتوزيع أرباح على الأسهم العادية. وبالإضافة إلى ذلك، يخفض إصدار الأسهم العادية نسبة الدين في الهيكل المالي للشركة، وبالتالي يزيد من قدرة الاستدانة للشركة. أي أنه يزيد قدرة الشركة على الحصول على قروض في المستقبل عند الحاجة بافتراض ثبات العناصر الأخرى. وقد يصدر السهم العادي بشكل مجزأ. وهذا يحدث عندما يطلب المصدر تسديد نسبة من حصة الإصدار عند الإصدار فيما يصبح الباقي مستحقاً للسداد في تواريخ محددة في المستقبل.

وتسجل الأسهم العادية باسم مشتريها ولذلك فهي محمية من فقدان نتيجة السرقة أو الحريق. وتصدر الأسهم العادية لحاملها في ظل غياب جهة تكون الملكية المادية لشهادة الأسهم مطلوبة كإثبات فيها. وقد يجذب هذا النوع من الأسهم "الحامله" المستثمرين الراغبين في البقاء مجهولين لأسباب ضريبية.

وكما ذكر من قبل يحق لحاملي الأسهم العادية التصويت لأنهم يعدون جزءاً من ملاك الشركة المصدرة. ومع ذلك تصدر بعض الشركات أكثر من فئة للسهم العادي؛ ففي بعض الأحيان تكون فئة من المساهمين العاديين تمتلك الحق في التصويت في حين لا تملك الفئة الأخرى من الأسهم العادية هذا الحق، ولذلك تُعرف باسم الأسهم التي لا يحق لها التصويت. ويسود هذا النوع من التقسيم في الشركات صغيرة الحجم، التي يوفر فيها مستثمرون خارجيون رأس المال. فعلى الرغم من تملك هذه الفئة لنسبة قليلة من جملة الأسهم إلا أنهم يسعون إلى السيطرة على الشركة. ويمكن تحقيق ذلك من خلال جعل الأسهم التي يملكها المؤسسون لا تملك حق التصويت. وتكون النتيجة أن يسيطر المستثمرون الجدد على الرغم من تملكهم لحصة الأقلية من الأسهم.

### 3.3 أدوات الاستثمار بالمملكة العربية السعودية

**هدف تعليمي 3.3-3** فهم مواصفات الأدوات المالية التالية في السوق السعودية:

- أدوات الخزينة Treasury Bill
- السندات الحكومية Government Bonds
- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements

بالإضافة إلى المتاجرة بالأسهم يوجد قدر ضئيل من المتاجرة في أدوات الخزينة والسندات الحكومية وسندات الشركات وصناديق المؤشرات واتفاقيات إعادة الشراء في السعودية. وفي أواخر الثمانينات الميلادية سمحت مؤسسة النقد العربي السعودي للبنوك بإصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأجل مدته عام واحد ولكن لم تمارس البنوك هذه الميزة بعد. أما أدوات الخزينة التي تمثل الاقتراض الحكومي قصير الأجل لتمويل العجز في الموازنة فقد أصدرت لأول مرة في 18 نوفمبر 1991م بواسطة مؤسسة النقد العربي السعودي نيابة عن وزارة المالية. وتصدر أدوات الخزينة لفترات استحقاق مختلفة تشمل 4 أسابيع (30 يوماً) و 13 أسبوعاً (90 يوماً) و 26 أسبوعاً (180 يوماً) و 52 أسبوعاً (عام واحد). وتصدر الإصدارات الثلاثة الأولى مرة واحدة كل يوم اثنين، ويعد إصدار التسعين يوماً الفئة الأكثر إصداراً.

وتباع أدوات الخزينة بخصم عن قيمتها الاسمية (عند سعر أقل من القيمة الاسمية). والمستثمر الذي يشتري الإذن يحصل على القيمة الاسمية عند الاستحقاق والفرق بين القيمة الاسمية والقيمة المخصومة يمثل العائد على الاستثمار (الفائدة). فمثلاً إذا كانت القيمة الاسمية لإذن الخزينة 100 ريال سعودي وأجل استحقاقه 13 أسبوعاً، وبلغ سعر الأذن 98.25 ريالاً، فإن المستثمر سيحقق فائدة بواقع 1.75 ريال خلال استثمار يبلغ 13 أسبوعاً.

وتصدر أدوات الخزينة بمضاعفات المليون ريال بصورة أساسية للبنوك التجارية، في حين تصدر أدوات الخزينة بفئة خمسين ألف ريال ومضاعفاتها وتباع للعملاء من غير البنوك.

ولأذن الخزينة في السعودية سوق تمتاز بالسيولة المعتدلة، ويمكن للبنوك وصانعي السوق إعادة بيع الأذن (Re-Sell) وذلك للوكالات الحكومية والمؤسسات والبنوك الأخرى أو المستثمرين الأفراد. إضافة إلى أن مؤسسة النقد العربي السعودي على استعداد دائم للدخول في اتفاقيات إعادة شراء أدوات الخزينة مع البنوك التجارية عن طريق اتفاقيات إعادة الشراء (Repos). إذ تستطيع مؤسسة النقد العربي السعودي شراء ما نسبته 75% من أدوات الخزينة التي تمتلكها البنوك والموافقة المترامنة على إعادة بيع الأذن ثانية إلى البنك خلال فترة تتراوح بين ليلة و7 ليالي. وعادة ما يكون سعر إعادة الشراء بواسطة البنك أعلى من سعر البيع والفرق يمثل الفائدة المكتسبة بواسطة مؤسسة النقد العربي السعودي في معاملة اتفاقيات إعادة الشراء، وهذه المعاملة تمثل ببساطة اقتراض البنوك من مؤسسة النقد العربي السعودي مع وجود أدوات الخزينة كضمانات لعملية الاقتراض.

كذلك تصدر هيئات حكومية متنوعة سندات تسمى بسندات التنمية الحكومية. وصدر أول إصدار من هذه السندات في 11 يونيو 1988. ومنذ ذلك الوقت تصدر هذه السندات من وزارة المالية كل أسبوعين، وهي تستخدم لتمويل مشاريع التنمية في المملكة، وتتراوح فترات استحقاقها بين سنتين و10 سنوات. وهذه السندات غير قابلة للاستدعاء وتحمل معدلات فائدة متغيرة أو ثابتة تدفع بشكل نصف سنوي. وتصدر هذه السندات كل نصف شهر ببنات مليون ريال للبنوك والصناديق الاستثمارية أو بفئة 50 ألف ريال لصغار المستثمرين، ومثلها مثل أذن الخزينة يمكن للبنوك إعادة بيع سندات التنمية للهيئات الحكومية والشركات والبنوك الأخرى وصناديق الاستثمار الأخرى والمستثمرين المحليين. ويمكن لحاملي هذه السندات الدخول في اتفاقيات إعادة شراء مع مؤسسة النقد العربي السعودي ولكن هذه الاتفاقيات لا تزيد مدتها على 28 يوماً، ولذا تعد أصلاً مالياً قصير الأجل.

وفي السنوات الأخيرة لم تصدر الحكومة أدوات دين لوجود الفائض الذي تمخض عن ارتفاع أسعار البترول. وبالرغم من أن فائض الميزانية قد أتاح فرصة تعليق إصدار سندات طويلة الأجل، فإن أذون الخزينة تستخدم في عمليات إعادة الشراء.

### 4.3 الاستثمارات الدولية ( International Investments )

هدف تعليمي 4.3 – معرفة خصائص الاستثمارات الدولية والوسائل الاستثمارية التالية والبورصات التي تتداول فيها:

- شهادات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts
- يورو بوند Eurobonds
- القروض الحكومية الدولية (إنجلترا – أمريكا – استراليا – اليابان – فرنسا – ألمانيا)

إذا رغبت المستثمر القاطن في الولايات المتحدة الأمريكية في الاستثمار بأسهم مصدرة خارج الولايات المتحدة- مثل أوروبا - فإنه يحتاج إلى تحويل الدولارات إلى يورو، ومن ثم يتمكن المستثمر بعدها من الاستثمار في الأسهم الأوروبية. ولتسهيل هذه العملية ولجذب المستثمرين الأمريكيين فإن العديد من الشركات غير الأمريكية طورت برامج متخصصة تسمى ببرامج شهادات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts (ADRs). ويعتمد هذا البرنامج على قيام وسيط أمريكي بشراء السهم الأجنبي ومن ثم إصدار هذه الشهادات (ADRs) مقابل ما يحتفظ به من أسهم. ويمكن للمستثمر الأمريكي شراء هذه الشهادات (التي تعطيه الحق في الأسهم التي يحتفظ بها الوسيط) ويتم تداولها في أسواق البورصة الأمريكية بالدولار الأمريكي، مثلها مثل أي ورقة مالية أمريكية أخرى مدرجة. وكذلك الحال بالنسبة إلى سوق السندات التي أصبحت دولية بطبيعتها. ويمكن للمقترض أن يختار إصدار سندات في دول مختلفة وبعملة مختلفة. "اليوروبوند" هو سند يصدر في بلد معين لكن بعملة أجنبية؛ فمثلاً إذا أصدر سند في إنجلترا بالدولار يصنف كـ يورو بوند لأنه مصدر بغير العملة المحلية أي يصدر بالدولار الأمريكي. وكذلك السند الذي يصدر بالين في سنغافورة يمكن تسميته "يوروبين". ويوضح الجدول التالي تصنيف السندات الحكومية في بعض الدول الكبرى في العالم، بالإضافة إلى توضيح فترات التسوية لأي تداولات في السوق الثانوية لها.

الدولة	الاسم	طبيعة دفعات الكوبون	الاستحقاق	فترة التسوية
الولايات المتحدة	سندات الخزينة	نصف سنوي	فوق 10 سنوات	1 +T
	إشعارات الخزينة	نصف سنوي	2-10 سنوات	1 +T
المملكة المتحدة	جلتس Galts	نصف سنوي	أكثر من سنة	3 +T
فرنسا	أوات OAT	سنوي	7-30 سنة	3 +T
	بتان BTAN	سنوي	2-5 سنوات	3 +T
ألمانيا	بند Bund	سنوي	أكثر من 10 سنوات	3 +T
	بوبل Bobl	سنوي	5 سنوات	
	شاتز Schats	سنوي	حتى سنتين	
اليابان	سند حكومي ياباني	نصف سنوي	طويل (10 سنوات) أطول (20 سنة)	3 +T
استراليا	سندات خزينة	نصف سنوي	أكثر من سنة	3 +T

بالإضافة إلى ذلك، توجد أسواق معتبرة لسندات الشركات في أمريكا وإنجلترا واليابان وفرنسا وألمانيا وأستراليا.

\* هذا الجدول للاطلاع فقط

أسئلة للمراجعة: أدوات الاستثمار والأوراق المالية

1 - (1) معدل الكوبون هو سعر الفائدة الذي يجب على مصدر السند دفعه. (2) عادة ما يكون معدل الكوبون محددًا بمدة السند، ولا يتذبذب مع تقلب أسعار الفائدة في السوق.

(أ) (1) صحيح، و(2) خاطئ

(ب) (1) خاطئ، و(2) صحيح

(ج) كلاهما صحيح

(د) كلاهما خاطئ



- 2 - تمارس شروط الاستدعاء :
- (أ) بواسطة المصدر عندما ترتفع أسعار الفائدة  
(ب) بواسطة المستثمر عندما ترتفع أسعار الفائدة  
(ج) بواسطة المصدر عندما تنخفض أسعار الفائدة  
(د) بواسطة المستثمر عندما تنخفض أسعار الفائدة
- 3 - (1) يجب أن يكون للسندات القابلة للاستدعاء غلة (عائد) أعلى من نظيراتها من السندات غير القابلة للاستدعاء.  
(2) تعد السندات القابلة للتحويل جاذبةً لحاملي السندات، وتباع بأسعار أعلى من نظيراتها من السندات غير القابلة للتحويل.
- (أ) (1) صحيح، و(2) خاطئ  
(ب) (1) خاطئ، و(2) صحيح  
(ج) كلاهما صحيح  
(د) كلاهما خاطئ
- 4 - (1) تمثل ملكية سهم عادي في شركة ما حصة ملكية في تلك الشركة. (2) يشبه السهم الممتاز السند أكثر من مشابهته السهم العادي.
- (أ) (1) صحيح، و(2) خاطئ  
(ب) (1) خاطئ، و(2) صحيح  
(ج) كلاهما صحيح  
(د) كلاهما خاطئ
- 5 - يملك حملة الأسهم الممتازة مطالبة على الأصول:
- (أ) لها أولوية على مطالبات كل من حملة الأسهم العادية وحاملي السندات  
(ب) ليس لها أولوية على مطالبات حملة الأسهم العادية ولا حاملي السندات  
(ج) لها أولوية على مطالبات حملة الأسهم العادية، ولكنها تلي مطالبات حاملي السندات  
(د) لها أولوية على مطالبات حاملي السندات، ولكنها تلي مطالبات حملة الأسهم العادية
- 6 - ما الفئة التي تباع بها أذون الخزينة التي تصدرها مؤسسة النقد العربي السعودي والتي تخصص للبيع للعملاء من غير البنوك ؟
- (أ) 50.000 ر.س  
(ب) 100.000 ر.س  
(ج) 500.000 ر.س  
(د) 1000.000 ر.س
- 7 - تجري اتفاقيات إعادة الشراء في المملكة العربية السعودية بين البنوك و:
- (أ) هيئة السوق المالية  
(ب) مركز إيداع الأوراق المالية  
(ج) مؤسسة النقد العربي السعودي  
(د) البورصة

8 - ما التكرار الزمني لدفعات الكوبون في المملكة المستخدم في سندات التنمية الحكومية التي تصدرها وزارة المالية في المملكة؟

- (أ) ربع سنوية
- (ب) نصف سنوية
- (ج) سنوية
- (د) كل عامين

# 4 البيئة الاقتصادية

## المقدمة

<b>الاقتصاد: الناتج المحلي الإجمالي</b>	<b>1.4</b>
قياس الناتج المحلي الإجمالي	1.1.4
الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي	2.1.4
الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والاسمي	3.1.4
<b>التذبذب الاقتصادي: البطالة والتضخم</b>	<b>2.4</b>
الدورات الاقتصادية	1.2.4
مؤشرات الدورات الاقتصادية	2.2.4
البطالة	3.2.4
التضخم	4.2.4
<b>السياسة المالية</b>	<b>3.4</b>
السياسات المالية	1.3.4
<b>النظام النقدي والمصرفي</b>	<b>4.4</b>
تعريف عرض النقود	1.4.4
أسعار الفائدة	2.4.4
السياسة النقدية	3.4.4
<b>الصرف الأجنبي والاقتصاد العالمي</b>	<b>5.4</b>
سوق العملات الأجنبية	1.5.4
أنظمة أسعار الصرف	2.5.4
محددات قيمة العملة	3.5.4
ميزان المدفوعات	4.5.4
<b>أسئلة المراجعة</b>	

## الأهداف التعليمية:

قُسم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة يتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

نظراً إلى أهمية التحليل الاقتصادي فقد حُصص هذا الفصل لتقديم نظرة عامة عن الاقتصاد الكلي والسياسة الحكومية. كذلك سنتعرض فيه بالتفصيل للنواحي الدولية في سياق موضوع سوق الصرف الأجنبي وحسابات ميزان المدفوعات للدولة.

إن غاية التحليل الأساسي Fundamental Analysis هي تقدير توقعات الأرباح وتوزيعات الأرباح للشركة؛ ذلك أن بيئة الاقتصاد الكلي تؤثر في الشركات كافة، على أن بعض الشركات يكون مدى تأثرها أعظم من غيرها. ويتحتم على محلي الأسهم مراقبة متغيرات الاقتصاد الكلي التي تعطي أفضل وصف لحالة الاقتصاد وفهم كيفية تأثر هذه المتغيرات بالإجراءات الحكومية المتخذة؛ فالحكومة تستخدم طريقتين واسعتين في عملية التدخل لضبط الاقتصاد وإدارته؛ وهما السياسة المالية (استخدام الإنفاق الحكومي والضرائب الحكومية)، والسياسة النقدية (ضبط عرض النقود)، وسنتناول كل ما يرتبط بهاتين السياستين في هذا الفصل. وتتألف أهداف السياسة الاقتصادية للدولة في حماية القوة الشرائية لعملة الدولة (ضبط التضخم) وتشجيع الظروف المواتية لنمو اقتصادي مستمر والإبقاء على معدلات بطالة منخفضة ودعم توازن مقبول في التبادلات مع الدول الأخرى على المدى البعيد. وسيقدم هذا الفصل نظرة إجمالية إلى هذه القضايا والأفكار الاقتصادية.

### 1.4 الاقتصاد: الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Economic

#### 1.1.4 قياس الناتج المحلي الإجمالي Measuring Gross Domestic Product

الهدف التعليمي 1.1.4 – فهم إجمالي الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وكيفية قياسه وأهميته ودلالاته

يعد المستوى المعيشي للدولة مقياساً لأدائها الاقتصادي. ويمنحنا قياس الأداء الاقتصادي القدرة على مراقبة التغيرات في نشاط الدولة الاقتصادي وعلى مقارنة مستوى نشاطها بمستوى الدول الأخرى. وهذه المقاييس تجعل بوسع صانعي السياسات " قياس نبض" الاقتصاد. ويعتمد الاقتصاديون على أربعة مقاييس مهمة للنشاط الاقتصادي: إجمالي الناتج المحلي، والتضخم، وأسعار الفائدة، والبطالة. ويمكن أن يؤثر نشر البيانات الدورية المتعلقة بهذه المتغيرات في أسعار الأسهم والأوراق المالية.

ويعد الناتج المحلي الإجمالي مقياساً عريفاً للناتج الاقتصادي للدولة إذ أنه يقيس القيمة الجارية لكل السلع والخدمات المنتجة للبيع في اقتصاد معين خلال عام واحد. وعلى نحو مثالي، ينمو الناتج المحلي الإجمالي بوتيرة مضطربة من سنة إلى أخرى مما يشير إلى توسع مستمر في نوعية وكمية البضائع والخدمات المتوافرة للسكان؛ فدول كالولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة تقيس إجمالي إنتاجها المحلي بتريليونات الدولارات، في حين أن دولاً أصغر كسويسرا وكسمبورغ لديها إجمالي ناتج محلي أدنى بكثير إلا أنها ذات مستوى معيشي مرتفع.

## وهناك ثلاث طرق متماثلة لقياس الناتج المحلي الإجمالي:

- 1 - إجمالي المبالغ المصروفة على السلع والخدمات من المجموعات المختلفة كأرباب الأسر والمنشآت التجارية والحكومات والأجانب المقيمين في الدولة.
  - 2 - إجمالي مجموع الإنتاج من الصناعات المختلفة: الزراعة والتعدين والتصنيع... إلخ.
  - 3 - إجمالي الدخل المكتسب من المجموعات المختلفة في شكل أجور وأرباح... إلخ.
- وأكثر الطرق استخداماً هي طريقة المصروفات. فمن أجل قياس الناتج المحلي الإجمالي من خلال المصروفات نقوم ببساطة بجمع إجمالي المصروفات على السلع والخدمات المنتجة في دولة ما خلال فترة معينة.

الناتج المحلي الإجمالي = الاستهلاك + الاستثمارات الثابتة + استثمار المخزون + الإنفاق الحكومي + الصادرات - الواردات.

وتوحي الزيادات على الناتج المحلي الإجمالي بأن الاقتصاد في حالة توسع حيث يكون بإمكان المنشآت العمل وتحقيق الأرباح، وهو ما تعكسه أسعار الأوراق المالية المرتفعة في هذه الحالة.

### 2.1.4 الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي GDP and GNP

**الهدف التعليمي 2.1.4** – معرفة الفروق بين الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي

إن الناتج القومي الإجمالي (GNP) هو مقياس ذو ارتباط بالنشاط الاقتصادي ويختلف عن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) باحتوائه على الدخل الأجنبي المكتسب من قبل المواطنين المقيمين في الخارج واستبعاد الدخل المكتسب من قبل الأجانب في الاقتصاد المحلي. وعلى الرغم من اختلاف الناتج القومي الإجمالي عن الناتج المحلي الإجمالي فإن أثر دخل الاستثمار الخارجي ليس كبيراً بما فيه الكفاية لمنع كلا المقياسين من إعطاء فكرة متشابهة بخصوص الوضع الاقتصادي.

### 3.1.4 الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والاسمي Nominal and Real GDP

**الهدف التعليمي 3.1.4** – معرفة الفروق بين الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

بقياس الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة قد تتكون لدينا حالة يكون فيها النمو في هذا الناتج ناجمة عن أن الاقتصاد يحقق إنتاجاً أكبر من السلع والخدمات و/أو أن البضائع والخدمات تباع بأسعار مرتفعة. والنوع الأخير (البيع بأسعار مرتفعة) قد يكون من جراء التضخم. ونتيجة لذلك، إن كان التضخم كبيراً فقد يكون من المستحسن إزالة (تحييد) أثر التضخم والنظر إلى التغير في الناتج المحلي الإجمالي بالاعتماد تماماً على إنتاج السلع والخدمات. ويسمى الاقتصاديون هذا بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وهو إجمالي الناتج المحلي باستبعاد أثر التضخم واعتماداً على النقود ذات القوة الشرائية نفسها.

أما مقياس الناتج المحلي الإجمالي الذي يجمع كل من إنتاج السلع والخدمات بالأسعار المرتفعة (التضخم) فغالباً ما يشار إليه بالناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

## 2.4 التذبذب الاقتصادي: البطالة والتضخم والانتعاش

### 1.2.4 الدورات الاقتصادية Business Cycles

الهدف التعليمي 1.2.4 – فهم مصطلح "الدورات الاقتصادية" وأثرها ومراحلها المتنوعة

Effect on Cyclical Companies	• التأثير في الشركات (الدورية)
Effect On Defensive Companies	• التأثير في الشركات الدفاعية
Prosperity, Recession, Depression & Recovery	• الازدهار والانكماش والكساد والانتعاش

تمر كل الاقتصاديات بمراحل متكررة من التوسع والانكماش بدرجات متفاوتة من الحدة ولفترات مختلفة من حيث الطول. ويطلق على دورات الازدهار والتدهور "الدورات الاقتصادية"، وترتبط ثروات معظم الشركات بهذه الدورات من دورات التكامل والتناقص الخاصة بالنشاط الاقتصادي- ويطلق على مثل هذه الشركات الدورية أو الموسمية، إلا أن ثمة شركات تعرف بالشركات الدفاعية وهي شركات ذات حصانة "أو بالكاد ذات حساسية" ضد الدورات الاقتصادية، ومن الأمثلة على الصناعات الدفاعية صناعة الأغذية والأدوية والمنافع (الخدمات العامة).

ويمكن وصف الدورة الاقتصادية والتعرف عليها بمراحلها الأربع البارزة: الازدهار والانكماش والكساد والانتعاش. وتتصف المرحلة التوسعية بانتعاش يعقبه الازدهار في حين أن مرحلة التراجع تعد مؤشراً على تراجع الاقتصاد الذي يظهر على صورة انكماش قد يطول فيكون كساداً، ويقال إن الانكماش يحدث عندما ينخفض الإنتاج المحلي الإجمالي (GDP). أما الكساد فهو انكماش طويل للغاية وحاد ينخفض فيه الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وترتفع البطالة فيه بشكل واضح. وليس من الضروري أن يؤدي التباطؤ الاقتصادي إلى كساد وذلك إذا كان ثمة انتعاش قد بدأ قبل أن يهوي الاقتصاد في قاع سحيق. ويمكن أن تتفاوت فترات التوسع والتراجع هذه من بضعة أشهر إلى عدة أعوام.

### 2.2.4 مؤشرات الدورات الاقتصادية Business Cycle Indicators

الهدف التعليمي 2.2.4 – معرفة المؤشرات الأساسية القيادية واللاحقة والمتزامنة التي تساعد الاقتصاديين على معرفة مرحلة الدورات الاقتصادية

إن مهمة المحلل تكمن في التنبؤ بمرحلة الدورة الاقتصادية واتخاذ التوصيات بنوع الأوراق المالية التي يستثمر فيها خلال هذه المرحلة. ففي مرحلة الانتعاش ينصح بالاستثمار في أسهم الشركات الدورية في حين أنه من الحكمة الاستثمار في أسهم الشركات الدفاعية في مرحلة الانكماش.

وبما أن هذه الدورات الاقتصادية تبدو متكررة يسعى الاقتصاديون إلى محاولة فهم أهم المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تساعد على التنبؤ بالدورة. هذه المتغيرات تعرف بالمؤشرات الاقتصادية وتنقسم إلى صنفين هما: المؤشرات القيادية (السابقة) وهي التي تسبق الدورة وتدل عليها، والمؤشرات المتزامنة أو اللاحقة وهي المؤشرات التي تتحرك مع الدورة الاقتصادية ذاتها أو بعدها. ومن واقع الخبرة والتجربة، تعد قائمة المؤشرات التالية أكثر المؤشرات المستخدمة انتشاراً.

### المؤشرات القيادية Leading Indicators

- متوسط ساعات العمل الأسبوعية لعمال الإنتاج.
- المطالبات الأولية الخاصة بدفعات (التأمين) البطالة.
- الطلبات الجديدة على المصانع.
- أداء البائعين- مؤشر التسليم البطيء.
- الطلبات الجديدة الخاصة بالبضائع الرأسمالية غير الدفاعية.
- فارق منحى العوائد بين عائد سندات الخزينة ذات العشرة أعوام ومعدل أسعار الفائدة القصيرة الأجل.
- وحدات المساكن الخاصة الجديدة المصرح بها من قبل السلطات المحلية.
- أسعار الأسهم بناءً على 500 سهم عادي (ستاندارد وبورز في الولايات المتحدة).
- أرقام مستوى عرض النقود ( خصوصاً M2 ).
- مؤشر توقعات المستهلك.

### المؤشرات المتزامنة Coincident Indicators

- جدول رواتب العاملين في غير القطاع الزراعي
- الدخل الفردي ناقص التحويلات
- الإنتاج الصناعي
- المبيعات التجارية والصناعية

### المؤشرات اللاحقة Lagging Indicators

- متوسط فترة البطالة
- نسبة المخزون التجاري إلى المبيعات
- التغير في مؤشر أجره العمل مقابل كل وحدة منتجة
- متوسط سعر الفائدة الأساسي المفروض من البنوك
- القروض الصناعية والتجارية غير المسددة
- نسبة ائتمان التقسيط للمستهلك بالمقارنة مع الدخل الفردي
- التغير في مؤشر سعر المستهلك الخاص بالخدمات

ولأن هذه المؤشرات تتضمن عدداً كبيراً من المتغيرات فمن البديهي إحداث مؤشر مركب يعطي متوسط جميع المؤشرات في تصنيف معين. ويتم متابعة المؤشرات المركبة للمؤشرات القيادية للتنبؤ بشكل أفضل بالاتجاه المحتمل للاقتصاد في المستقبل.

### 3.2.4 البطالة Unemployment

الهدف التعليمي 3.2.4- فهم أهمية البطالة في الاقتصاد

تحدث البطالة عندما لا يجد الأفراد الذين ينتمون للقوة العاملة داخل اقتصاد ما العمل الذي يبحثون عنه بفعالية ونشاط. ومعدل البطالة وهو نسبة الباحثين عن عمل في أي دولة إلى القوة العاملة المدنية، ويتمثل في العاملين الذين تتجاوز أعمارهم 16 عاماً وليسوا في المراحل الدراسية والذين يسعون بفعالية إلى إيجاد عمل. ولا تتضمن إحصائيات البطالة العمال المتقاعدسين وهم من لا يبحثون عن وظائف.

والبطالة يمكن أن تشكل مشكلة خطيرة، ليس لأن العمال العاطلين عن العمل قد سلبوا فرصة أن يكونوا منتجين وأن يكسبوا قوتهم فحسب بل لأنهم سيتوجهون للحكومة من أجل الحصول على دعم في شكل تعويض بطالة. يضاف إلى ذلك أن قدرتهم على شراء البضائع والخدمات ستتأثر سلباً مما سيؤثر في الناتج المحلي الإجمالي (GDP). وتتم مراقبة إحصائيات البطالة بدقة؛ فعلى سبيل المثال ينشر مكتب الإحصائيات العمالية في أمريكا إحصائيات البطالة في أول جمعة من كل شهر. ويراقب المحللون هذه البيانات من أجل تقييم التأثير المحتمل بدقة في أسعار الأسهم.

### 4.2.4 التضخم Inflation

الهدف التعليمي 4.2.4- فهم أهمية التضخم في الاقتصاد

التضخم هو الزيادة المطردة في الأسعار. ويقاس عموماً كنسبة متغيرة في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) Consumer Price Index الذي يعنى بالزيادات في المستوى العام للأسعار المدفوعة مقابل البضائع والخدمات التي يشتريها المستهلك في العادة فمع ارتفاع الأسعار تنخفض القوة الشرائية لكل وحدة من العملة مما يضعف قدرتها لشراء البضائع والخدمات.

إن التغيرات غير المتوقعة للتضخم تخلق معضلات تشغيلية للشركات في تنفيذ خططها وتكاليفها وسياسات التسعير فيها. وفي وضع مشابه، يجد المستهلك والمستثمرون ومجموعات أخرى صعوبة في وضع قرارات مؤسسية في بيئة تتميز بمستويات تضخم كبيرة. وينجم عن التضخم غير المتوقع في الاقتصاد خاسرون وربحون؛ فإذا ظهر أن التضخم أعلى من المتوقع فإن متسلمي الدفعات الثابتة مثل أولئك الذين يستفيدون من نظام التقاعد أو حاملي السندات يتضررون على الأرجح في حين يستفيد المقترضون. ويعتقد الاقتصاديون أن التضخم ينتج عن زيادة الطلب أو قلة العرض.

ويحصل التضخم الذي يحدثه الطلب عندما يسعى المستهلكون إلى شراء بضائع وخدمات أكثر مما بوسع الاقتصاد إنتاجه. وحين يفوق الطلب العرض ترتفع الأسعار مسببة بذلك التضخم. وأحد الأسباب المحتملة لهذه الظاهرة هو التوسع في عرض النقود بمعدل يتجاوز المعدل الذي ينمو وفقه الاقتصاد الحقيقي.

ويحصل التضخم الذي ينتج عن ارتفاع التكلفة عندما تتسبب التكلفة المرتفعة للمواد الأولية الهامة أو المدخلات المهمة كالحديد الصلب والنفط والأيدي العاملة في ارتفاع الأسعار للبضائع والخدمات النهائية. وتمتد هذه التكاليف المرتفعة للإنتاج لتقع في النهاية على كاهل المستهلك؛ فعلى سبيل المثال: شكل هذا النوع من التضخم الناتج عن ارتفاع التكلفة مشكلة كبيرة في السبعينيات من القرن العشرين عندما أحدثت أسعار النفط المتصاعدة ارتفاعاً في أسعار كل منتج بترولي من البنزين وحتى البلاستيك.

### 3.4 السياسة المالية Fiscal Policy

تشتمل السياسة المالية على تغييرات في المصروفات الحكومية (الإنفاق الحكومي) والإيرادات الحكومية (الضرائب والتحويلات). وبإمكان الحكومة استخدام مثل هذه التغييرات للتأثير في الاقتصاد من خلال التأثير في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، والتضخم والبطالة.



### 1.3.4 السياسات المالية Fiscal Policies

الهدف التعليمي 1.3.4 – فهم تأثير السياسة المالية في الاقتصاد

- السياسة التوسعية Expansionary Policy
- السياسة الانكماشية Contractionary Policy
- الضرائب Taxes
- عجز الميزانية Budget Deficit
- السياسة التمويلية Financing Policy

السياسة المالية التوسعية هي تلك التي ترفع من حجم المصروفات الحكومية المباشرة و/ أو تزيد التحويلات و/أو تخفض الضرائب، في حين أن السياسة المالية الانكماشية هي نقيضها، وتستخدمها الحكومة لتقليل المصروفات الحكومية المباشرة و/ أو التحويلات إلى جانب احتمال زيادة الضرائب.

وتحفز الزيادة في الإنفاق الحكومي الاقتصاد من خلال زيادة الطلب الإجمالي على البضائع والخدمات. وفي العادة تكون المصروفات الحكومية العالية ذات تأثير متصاعد أو مضاعف في الاقتصاد، وهذا يعود ببساطة إلى أن مصروفات الحكومة تتعش بدورها وتحفز إنفاقاً أعلى من قبل الذين يتسلمون أموالاً حكومية وهكذا. كذلك لخفض الضرائب تأثير مماثل إذ يتوقع أن تشجع الضرائب المنخفضة المؤسسات التجارية على زيادة استثماراتها والمستهلكين على زيادة إنفاقهم.

ويعد حجم العجز في الموازنة العامة أحد المؤشرات الجيدة لمعرفة توجه السياسة المالية، ويعرف بأنه الفرق بين نفقات الحكومة وإيراداتها. وتمثل الزيادة في عجز الموازنة مؤشراً على السياسة المالية التوسعية، إذ إن التحفيز يأتي من المصروفات الحكومية المرتفعة أو الضرائب المنخفضة أو كليهما. ويصبح من الضروري تمويل عجز الموازنة من خلال الاقتراض الحكومي، وهذا ينعكس بدوره على زيادة إصدار أدوات الدين الحكومية.

وثمة جدل يدور حول ما إذا كانت السياسات المالية لها أثر عكسي في الاقتصاد إذ يطرح بعضهم أن عجز الموازنة يؤدي إلى زيادة في أسعار الفائدة (نتيجة لاقتراض الحكومة)، وهذه الزيادة في معدلات الفائدة تقلل من استثمارات القطاع الخاص. وي طرح آخرون إلى جانب ذلك أن ديون الحكومة المتراكمة قد تشكل عبئاً غير ضروري ربما يؤدي إلى خنق الاقتصاد. وبالرغم من هذه الآراء المتضاربة، فإن السياسة المالية تُستخدم بشكل مكثف في الولايات المتحدة وفي اقتصاديات كبرى منذ الخمسينيات من القرن العشرين.

#### 4.4 النظام النقدي والمصرفي Money and The Banking System

للنقد ثلاث وظائف تقوم بها في الاقتصاد؛ فهي وسيلة للتبادل، ووحدة حساب، ومخزن للقيمة؛ فبصفتها وسيلة للتبادل تستخدم في الاقتصاد للمبادلات المتضمنة شراء وبيع البضائع والخدمات. وتعد وحدة حسابية لأنها توفر أداة لقياس وتقييم القيمة الاقتصادية. وأما كونها مخزناً للقيمة فذلك لإمكانية استخدامها لنقل القوة الشرائية من الحاضر إلى المستقبل.

#### 1.4.4 تعريف عرض النقود Definition of Money Supply

الهدف التعليمي 1.4.4 – التعريف بعرض النقود واستخداماتها من جانب البنك المركزي

يقصد بالنقد عموماً كل ما يمكن استخدامه لأغراض التبادل التجاري. وهناك عدة تعريفات عملية مختلفة للنقد المستخدمة من السلطات النقدية. وأقصر تعريف للنقد هو M1. ويقصد به العملة المتداولة مضافاً إليها الودائع في صورة حسابات جارية والشيكات السياحية. واصطلاح على أن M2 تشمل M1 مضافاً إليها الودائع لأجل كحسابات الادخار. وبما أن التعريف يتسع ليشمل أصولاً أخرى تعد قريبة من النقد، فهناك تعريف أخرى مثل M3 و M4. وتراقب البنوك المركزية في جميع أرجاء العالم هذه المؤشرات النقدية ولاسيما M1 و M2 وتقوم بالتحكم بها من أجل تحقيق أهداف اقتصادية معينة.

#### 2.4.4 أسعار الفائدة Interest Rates

الهدف التعليمي 2.4.4 – معرفة تأثير التغيرات في أسعار الفائدة في أسعار الأسهم واستثمارات قطاع الأعمال والمصرفيات المحلية والاقتصادية

إن معدل أسعار الفائدة يعد محددًا مهمًا لأسعار الأسهم والنشاط الاقتصادي؛ فأسعار الأسهم وأسعار الفائدة مرتبطة بشكل عكسي: فأسعار الأسهم تنخفض مع ازدياد أسعار الفائدة والعكس صحيح. إذ إن أسعار الفائدة المرتفعة تؤثر بشكل عكسي في قرارات الاستثمار التجاري والاستهلاك والمصرفيات والمنازل والبضائع المعمرة كالسيارات والثلاجات والتي عادة ما يتم تمويلها بالاقراض، ولذا تعد أسعار الفائدة المرتفعة ذات أثر انكماش في الاقتصاد.

#### 3.4.4 السياسة النقدية Monetary Policy

الهدف التعليمي 3.4.4 – فهم خصائص السياسة النقدية والأدوات المستخدمة من البنك المركزي للتأثير في عرض النقود:

- عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations
- معدل الخصم The Discount Rate
- الاحتياطي المطلوب ( الإلزامي ) Reserve Requirement

تحدد الجهات التشريعية والتنفيذية في الحكومة السياسة المالية في حين ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية. وترتكز السياسة النقدية حول تعديل عرض النقود للتأثير في أسعار الفائدة؛ إذ إن الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة وتحفيز الاستثمار والاستهلاك مما يساعد على توسع الاقتصاد، بيد أن بعض الاقتصاديين يعتقدون أن الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى التضخم على المدى البعيد.

ولدى البنوك المركزية ثلاث أدوات أساسية في سياستها للتأثير في عرض النقود:

- عمليات السوق المفتوحة
- معدل الخصم
- الاحتياطيات الإلزامية

تعد عمليات السوق المفتوح أكثر أدوات السياسة النقدية المستخدمة انتشاراً، وهي تتضمن شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية في السوق. وبغرض زيادة عرض النقود يقوم البنك المركزي بشراء أوراق مالية حكومية وبذلك يضخ سيولة نقدية داخل

السوق. وليكبح جماح السيولة والزيادة في التدفق النقدي يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية، فيكون بذلك قد أخرج السيولة النقدية من السوق. وتقوم مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) بعمليات السوق المفتوحة في المملكة العربية السعودية.

ومعدل الخصم يشكل سعر الفائدة الذي يقرض به البنك المركزي البنوك التجارية. وفي الغالب تكون مؤسسات الإيداع بحاجة إلى اقتراض النقود من البنوك المركزية من أجل تغطية سحبيات الودائع المؤقتة، وهذه تدعى أحياناً قروض " نافذة الخصم". وأي تغيير في نسبة الخصم يمكن أن يثبط أو يشجع أنشطة الاستثمار والإقراض للمؤسسات المالية؛ ذلك بجعل التمويل أكثر أو أقل تكلفة. ونجد أن ارتفاع نسبة الخصم على سبيل المثال يثبط البنوك عن اقتراض المال من البنوك المركزية مما يحد من قدرة البنوك على توفير أموال من خلال القروض للمستهلكين والأعمال التجارية.

أما الاحتياطي الإلزامي فهو ذلك الجزء الصغير من الودائع التي يطلب من البنوك التجارية أن تحتفظ بها كاحتياطيات لدى البنك المركزي. وللتذكير فإن M1 تعرف بأنها العملة التي يجري تداولها مضافاً إليها الودائع في صورة حسابات جارية. وينتج عن الزيادة في الاحتياطي الإلزامي قدرة أقل للبنوك التجارية على دعم مستوى قروض الزبائن مما ينتج عنه خفض في مستوى عرض النقود. وبهذا فإن التغيير في الاحتياطي الإلزامي يستخدم على نحو دارج كأداة من أدوات السياسة النقدية.

#### 5.4 الصرف الأجنبي والاقتصاد العالمي Foreign Exchange & the Global Economy

خلال العقدين المنصرمين أضحت التجارة والصناعة ذات طبيعة عالمية. وبشكل متزايد لم تعد المنافسة حكرًا على الشركات المحلية فحسب بل تعدى ذلك إلى الشركات الأجنبية الموجودة في الدول الأخرى. إضافة إلى ذلك، تشير التقديرات الخاصة بالشركات الكبرى إلى أن ما يزيد على 40% من مبيعات هذه الشركات تتم خارج بلدانها الأصلية. كما أن حالة الاقتصاد العالمي وحساسية مبيعات الشركات والأرباح تجاه المتغيرات في النشاط الاقتصادي العالمي ستكون محددات هامة للقيمة. ويمكن للتطورات السياسية في أنحاء العالم أن تؤثر في أداء الشركات؛ فعلى سبيل المثال كان للتوسع في الكتلة التجارية في منطقة اليورو ذات العملة الواحدة أثر بالغ في مستقبل طموحات الشركات الأمريكية. وهنالك في هذا الإطار مؤشران مهمان للتجارة والمالية الدولية هما: ميزان حساب المدفوعات للدولة، وسلوك وحركة سعر صرف العملة المحلية.

#### 1.5.4 سوق الصرف الأجنبي Foreign Exchange Market

الهدف التعليمي 1.5.4- فهم خصائص سوق الصرف الأجنبي والطريقة التي يتم بها تحديد أسعار الصرف

- الأسعار الفورية Spot Rates
- الأسعار الآجلة Forward Rates
- الهامش بين سعر البيع والشراء Bid – Ask Spread

يعد سعر صرف العملة لبلد ما مقابل العملات الأخرى أحد العوامل المهمة التي تؤثر في نشاط الشركات والأعمال التجارية. وهذه القيمة النسبية للعملة تحدد في سوق الصرف الأجنبي أو سوق العملات. وتهيمن البنوك التجارية على الأنشطة في هذا السوق عن طريق شراء وبيع العملات بناءً على العوامل الأساسية الاقتصادية لكل دولة؛ ذلك أنه مع كل ارتفاع في قيمة عملة محلية تميل القدرة التنافسية الدولية للشركات المحلية إلى التراجع. وتتدخل البنوك المركزية في سوق العملات للحفاظ على قيمة عملاتها ضمن حدود معقولة؛ ففي المملكة العربية السعودية على سبيل المثال تقف (ساما) على أهبة الاستعداد لشراء وبيع الدولار الأمريكي بسعر 3.75 ريالاً سعودية، وبهذا تربط قيمة الريال بالدولار.

#### ويوجد نوعان للمعاملات في سوق الصرف الأجنبي :

- العمليات الفورية، وهي صفقات عملات مباشرة تتم تسويتها ( المقاصة ) خلال يومي عمل.
  - العمليات الآجلة، وتتضمن صفقات العملات التي يتفق فيها على تاريخ مستقبلي للتبادل بسعر صرف محدد حالياً.
- وتحدد أسعار الصرف عادة مقابل الدولار الأمريكي ويمكن أن يعبر عنها على نحو مباشر وغير مباشر. وفيما يلي مثال على ذلك:

Direct Quote For the Euro 1,34 \$/ €	تسعير مباشر لليورو 1,34 دولاراً يورو
Indirect Quote for the Euro 0,746 € / \$	تسعير غير مباشر لليورو 0,746 يورو / دولار

والتسعير غير المباشر هو ببساطة مقلوب السعر المباشر. ومعظم العملات يتم تسعيرها مقابل الدولار على أساس غير مباشر في أسواق العملات. ومن اليسير حساب الأسعار المتقاطعة أو قيمة عملة ما مقابل عملة أخرى من أسعار السوق بدون استخدام الدولار؛ فعلى سبيل المثال: من خلال سعر اليورو أعلاه وبمعرفة سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار والبالغ 1,65 دولاراً جنياً، بإمكاننا معرفة سعر صرف الجنيه مقابل اليورو كما يلي:

- التسعير المباشر لليورو مقابل الجنيه الإسترليني هو 0.733 جنيهاً يورو
- التسعير غير المباشر لليورو مقابل الجنيه الإسترليني هو 1.364 يورو / جنيه

وتعد البنوك أهم المتاجرين في أسواق العملات إذ تقف على أهبة الاستعداد لشراء وبيع العملات التي تتعامل بها، وبالتالي فهي تعرض سعرين: سعر الطلب وهو السعر الذي يتم بناءً عليه الشراء، وسعر العرض وهو السعر الذي يتم بناءً عليه البيع.

واليك نموذجاً لمعاملة بواسطة مصرف سعودي للدولار الأمريكي موضحة كما يلي:

**سعر البيع (العرض Ask)**  
3.76 ريال/دولار

**سعر الشراء (الطلب Bid)**  
3.74 ريال/دولار

وعليه يعلن البنك أنه على استعداد لشراء الدولار ب 3.74 ريال وبيع الدولار بسعر 3.76 ريال، والاختلاف الذي يبلغ 0.02 ريال يمثل الفرق بين سعري العرض والطلب، وهو بالتالي يمثل الربح المحتمل للبنك (Spread).

إضافة إلى التداول في السوق الفوري، قد يصنع المصرف سوقاً للتداول (الأجل)؛ وذلك بعرض السعر الحالي وتأجيل التسليم إلى المستقبل. وتبين عروض الأسعار في السوق الأجلة مقدار الإضافة أو الخصم للمعدل الفوري. وهذه إما أن تكون علاوة على معدل السعر الفوري أو خصماً من معدل السعر الفوري.

والعلاقة بين معدل الصرف الفوري ومعدل الصرف الأجل بين عمليتين يتمثل إجمالاً بالفرق بين أسعار الفائدة الاسمية في البلدين في المدى الذي هو تحت النظر. وهذه العلاقة رياضية بحتة ولا علاقة لها بتوقعات السوق حول المسار الذي تتبعه مع الأخذ في الاعتبار المعرفة المعطاة عن العوامل الأخرى.

#### 2.5.4 أنظمة معدلات الصرف Exchange Rate Regimes

الأهداف التعليمية 2.5.4 – معرفة الفرق بين نظم معدلات التبادل الثابتة والمعمومة

يمكن للدولة أن تطبق إما نظام معدلات الصرف الثابتة أو معدلات الصرف المعمومة. وفي النظام الثابت، يشرف البنك المركزي على تحديد قيمة العملة المحلية بمعدل ثابت مقابل العملات الأجنبية، وهذا قد يتطلب من البنك المركزي أن يكون على استعداد تام لبيع أو شراء العملة بالسعر المحدد أو الثابت.

أما في نظام معدلات التبادل الحرة أو المعمومة، فيسمح لقيمة العملة أن تتحرك بناءً على قوى السوق أو آلية العرض والطلب في أسواق العملات العالمية. وحتى بالنسبة إلى أسعار العملات المعمومة، فإن البنك المركزي قد يتدخل بالبيع أو الشراء لمعالجة أي خلل يطرأ على أسعار العملة. هذا التمازج بين معدلات التبادل الحرة وتدخل البنك المركزي يعرف عمومياً بنظام الصرف المعموم المُدار.

### 3.5.4 محددات سعر العملة Determinants of Currency Value

الهدف التعليمي 3.5.4 – معرفة العوامل التي تحدد قيمة العملة:

- العرض والطلب Supply and Demand
- التضخم Inflation
- أسعار الفائدة Interest Rates
- الأداء الاقتصادي Economic Performance

تحدّد قيمة العملة بصورة أساسية بواسطة العرض والطلب النسبي عليها. والعرض والطلب هما أيضاً نتيجة عدد من العوامل المؤثرة في الاقتصاد، فالطلب على الدولار مثلاً يعتمد على طلب الأجانب على السلع والبضائع الأمريكية أو الطلب على الاستثمار في الأصول المقيمة بالدولار. وبالعكس، فإن عرض الدولار يحدده الطلب الأمريكي على السلع الأجنبية والأصول المقيمة بالعملات الأجنبية غير الدولار. ويؤثر التضخم بشدة في قيمة العملة، إذ يميل التضخم إلى إضعاف قيمة العملة مما يقود إلى تخفيض معدلات صرفها. وفي المقابل، فإن ارتفاع معدلات الفائدة يميل إلى رفع قيمة العملة. أما النمو في الأداء الاقتصادي (مقيساً بالنتائج المحلي الإجمالي) فيساعد على رفع قيمة العملة.

### 4.5.4 ميزان المدفوعات Balance of Payments

الهدف التعليمي 4.5.4 – فهم أساسيات تفاصيل حسابات ميزان المدفوعات وأهميتها في الاقتصاد

- الحساب الجاري Current Account
- الحساب الرأسمالي Capital Account
- الفائض Surplus
- العجز Deficit
- السيولة Liquidity

حساب ميزان المدفوعات هو سجل للتعاملات التي تجري بين الدولة وبقية الدول في كل أنحاء العالم. ويقسم حساب ميزان المدفوعات إلى قسمين رئيسيين: القسم الأول ويسمى بالحساب الجاري، وهو الذي يظهر صادرات وواردات السلع والخدمات. ويعني العجز في الحساب الجاري أن الدولة تستورد أكثر مما تصدر. أما الفائض في الحساب الجاري فيعني أن الدولة تصدر أكثر مما تستورد. أما القسم الثاني فيسمى بالحساب الرأسمالي، وهو سجل تدفقات الاستثمارات إلى أو من البلد. ويمكن أن تكون الاستثمارات في صورة أصول مالية أو أصول حقيقية، وتسمى بالاستثمارات الأجنبية المباشرة. وعندما يستثمر الأجانب في السوق المحلي، يعد ذلك تدفقاً للعملات الأجنبية إلى داخل البلد، وبالعكس عندما يستثمر المواطنون في الخارج، يعد ذلك تدفقاً للعملات الأجنبية إلى خارج البلد. فإذا زادت تدفقات الاستثمارات إلى داخل البلد عن تدفقات الاستثمارات إلى خارج البلد، فإن هذا يعد فائضاً في الحساب الرأسمالي. وقد تكون المكونات (الأجزاء) الفردية لميزان المدفوعات في حالة فائض أو عجز، على أنه من المثير للقلق أن العجز في جزء واحد لا يقابله فائض في الأجزاء الأخرى. والاقتصادات التي تعاني من العجز الدائم في كلا الحسابين (الجاري والرأسمالي) يتوقع لها أن تواجه مشاكل في توفير السيولة في المستقبل، مع امتداد الآثار إلى الشركات والنشاطات الأخرى عموماً.

كمثال لذلك، فإن الولايات المتحدة تعاني من عجز تاريخي في الحساب الجاري مع اليابان (الاستيراد من اليابان أكثر مما تصدره إليها)، ولكن ذلك قد غطى عليه الفائض في الحساب الاستثماري (أي أن اليابانيين يستثمرون في أمريكا أكثر مما يستثمر الأمريكيان في اليابان)، وبالتالي حافظت الولايات المتحدة على توازن تقريبي بين الحسابين.

وكمثال معاكس لذلك، يمكن الرجوع إلى حالة ماليزيا، خلال فترة أزمة 1990 في الأسواق الآسيوية. إذ عانت ماليزيا من العجز في الحساب الجاري من اللحظة التي بدأ فيها الأجانب سحب استثماراتهم من البلاد، وقاد ذلك إلى وضع مزيد من الضغط على ميزان المدفوعات، مما أدى في النهاية إلى تخفيض سعر صرف الرنجت الماليزي، ونتج عن ذلك إلى حالة من الكساد في الاقتصاد دامت فترة طويلة من الزمن.

## أسئلة للمراجعة: البيئة الاقتصادية

- 1 - الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي :  
(أ) هو الإنتاج الإجمالي  
(ب) هو الإنتاج الكلي للسلع والخدمات النهائية  
(ج) ينمو خلال فترات التوسع  
(د) كل ما ذكر عاليه
- 2 - يقود الانكماش إلى كل من التالي ما عدا:  
(أ) بطالة مرتفعة  
(ب) انخفاض في الإنتاج  
(ج) انخفاض في الدخل ومستوى المعيشة  
(د) ارتفاع مستوى التوظيف
- 3 - الفترات التي ينخفض فيها الإنتاج ومستوى التوظيف تعرف بـ:  
(أ) فترات النمو الضعيف  
(ب) الانتعاش  
(ج) التوسع  
(د) الكساد
- 4 - تحاول السياسة النقدية جعل الاقتصاد مستقرا بإحداث تغيير في:  
(أ) سعر الفائدة  
(ب) الإنفاق الحكومي  
(ج) الضرائب على الأفراد  
(د) الضرائب على أرباح الأعمال
- 5 - تحاول السياسة المالية إحداث استقرار في الاقتصاد من خلال:  
(أ) التحكم في معدل التضخم  
(ب) التحكم في معدل الفائدة أو حجم الكتلة النقدية (عرض النقود)  
(ج) تغيير السياسة الضريبية أو الإنفاق الحكومي  
(د) الضوابط والنظم الاستثنائية للأجور وأرباح الأعمال
- 6 - يعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه:  
(أ) الإنفاق الاستهلاكي+المشتريات الحكومية+الإنفاق المالي+الصادرات-الواردات  
(ب) الإنفاق الاستهلاكي+التحويلات الحكومية+الإنفاق الاستثماري+الصادرات-الواردات  
(ج) الدخل الفردي+الضرائب+الإنفاق الاستثماري+الصادرات +الواردات  
(د) الإنفاق الاستهلاكي+الإنفاق الحكومي+الإنفاق الاستثماري+الصادرات-الواردات
- 7 - أي من التالي يعد مقياساً رئيساً للنمو الاقتصادي على مدى فترة زمنية؟  
(أ) التضخم  
(ب) الزيادة في نصيب دخل الفرد الحقيقي من الناتج المحلي الإجمالي  
(ج) الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية  
(د) الزيادة في عرض القوة العاملة

- 8 - معدل الصرف الأجنبي هو:
- (أ) المعدل الذي تباع عنده السلع في بلد ما.
  - (ب) الفرق بين معدلات الفائدة بين بلدين
  - (ج) قيمة عملة مقابل عملة أخرى
  - (د) الفرق في معدل النمو بين بلدين
- 9 - عندما تتغير قيمة الدولار من 50 جنيه إسترليني إلى 0.75 جنيه إسترليني ففي هذه الحالة يكون الجنيه الإسترليني قديماً والدولار قديماً
- (أ) ارتفع؛ انخفض
  - (ب) انخفض؛ ارتفع
  - (ج) ارتفع؛ انخفض
  - (د) انخفض؛ ارتفع
- 10 - إذا انخفضت قيمة اليورو مقابل الريال السعودي فإن:
- (أ) البضائع الأوروبية ستصبح أقل تكلفة في المملكة
  - (ب) البتروكيماويات السعودية ستصبح أكثر كلفة في أوروبا
  - (ج) البتروكيماويات السعودية ستصبح أقل كلفة في أوروبا
  - (د) كل من أ و ب من أعلاه



# 5 أساسيات القوائم المالية

## المقدمة

المفاهيم الأساسية	1.5
الميزانية العمومية	1.1.5
قائمة الدخل	2.1.5
قائمة التدفقات النقدية	3.1.5
المتطلبات التنظيمية	4.1.5

## أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يعرض هذا الفصل نظرة عامة إلى القوائم المالية لتزويد المشاركين بالمعلومات العملية لأساليب التحليل المتنوعة والأدوات التعليمية المستخدمة في صنع قرارات الاستثمار.

### 1.5 المفاهيم الأساسية (Basic Concepts)

#### 1.1.5 الميزانية العمومية ( The Balance Sheet )

**هدف تعليمي 1.1.5-** فهم الغرض من محتويات الميزانية العمومية:

- الأصول المتداولة (الجارية) Current Assets
- الأصول الثابتة Fixed Assets
- الخصوم (المطلوبات) المتداولة Current Liabilities
- الخصوم (المطلوبات) طويلة الأجل Long Term Liabilities
- حقوق المساهمين Shareholders' Equity

الميزانية العمومية هي بيان عن موقف الشركة يبين كل الممتلكات (الأصول) وكل المطلوبات (الديون وحقوق الملكية) عند نقطة زمنية معينة. والمعادلة الأساسية للميزانية العمومية هي:

$$\text{إجمالي الأصول} = \text{إجمالي المطلوبات (الخصوم)} + \text{حقوق المساهمين}$$
$$\text{Total Assets} = \text{Total Liabilities} + \text{Shareholders' Equity}$$

ومن المفيد النظر إلى الجانب الأيسر من المعادلة (جانب المطلوبات (الخصوم) وحقوق المساهمين) كمصدر للأموال والجانب الأيمن (جانب الأصول) كاستخدامات للأموال. وإجمالي الأصول في الميزانية العمومية تقسم إلى الأصول المتداولة والأصول الثابتة.

#### الأصول المتداولة (الجارية):

تشتمل هذه الأصول على النقد وشبه النقد. وشبه النقد هو عبارة عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال دورة النشاط التشغيلي العادي للمنشأة في المستقبل القريب، عادة خلال عام واحد أو أقل مثل المخزون الذي يباع ويتحول إلى نقد. وتوجد 5 أنواع من الأصول التي تصنف كأصول متداولة وهي: النقد، الأوراق المالية القابلة للتداول، المدينون، المصروفات المدفوعة مقدماً، المخزون السلعي (البضاعة).

## النقد Cash

يشتمل على النقود في الصندوق كمبالغ نقدية صغيرة والودائع تحت الطلب في البنك.

## الأوراق المالية القابلة للتداول Marketable Securities

تعد استثمارات مؤقتة للفائض النقدي الذي لا تحتاج إليه الشركة وهي قصيرة الأجل. وتحفظ هذه الاستثمارات بصورة أساسية على شكل أوراق مالية قصيرة الأجل مضمونة إلى حد ما، مثل أدونات الخزنة الحكومية أو الأوراق التجارية. والفائض النقدي الذي يستثمر على شكل أوراق مالية قابلة للتداول ينتج عنه عائد صغير ولكنه عائد مهم يتميز بانخفاض المخاطر.

## المدينون (الذمم المدينة أو حسابات القبض) Accounts Receivable

هي المبالغ المالية المدينة التي لم يتم تحصيلها بعد من العملاء مقابل المبيعات التي تم بيعها وتسليمها بالأجل، ومن الشائع منح العملاء تسهيلات في الدفع فترات زمنية قد تمتد إلى ثلاثة أشهر يتم الدفع خلالها بهدف تشجيع العميل على الشراء.

## المخزون Inventories

تحتفظ المنشآت بأشكال مختلفة من المخزون، إما على شكل مخزون البضائع التامة الصنع ويكون جاهزاً للشحن والتسليم إلى العملاء أو المخزون تحت التصنيع أو المواد الخام التي لم تستخدم بعد في العملية الإنتاجية. أما بالنسبة إلى البضائع الجاهزة والبضائع تحت التصنيع فيتم تضمين تكلفة العمل والتكاليف الأخرى التي تحملتها الشركة أثناء الإنتاج ضمن بنودها. ويقيم المخزون عن طريق التكلفة أو قيمة السوق الجارية أيهما أقل.

## المصاريف المدفوعة مقدماً Prepaid Expenses

تدفع المنشآت في كثير من الأحيان دفعات مقدمة مقابل خدمات مختلفة تحصل عليها في المستقبل مثل التأمين والإعلان والإيجار.. الخ. ولأنها مصاريف مدفوعة مقدماً، فهي تعد أصولاً قصيرة الأجل سوف تستهلك في المستقبل القريب.

## الأصول الثابتة Fixed Assets

هي أصول طويلة الأجل تُستخدم في العملية الإنتاجية على مدى سنوات طويلة. وتشمل الأصول الثابتة الأراضي والمباني والآلات والمصانع والمعدات، وتعرف أيضاً بأنها أصول ملموسة. ولأنها تستخدم على مدى سنوات عديدة فإن الطريقة المقبولة لتقييمها هي التكلفة التاريخية للاقتناء ومن ثم يتم تحميل هذه التكلفة على فترة انتفاع المنشأة من الأصل، وتعرف هذه العملية بالاستهلاك. وتظهر الأصول الثابتة في الميزانية العمومية بالتكلفة التاريخية مطروحاً منها أقساط الاستهلاك المتراكمة حتى التاريخ المحدد وتسمى هذه الحصيلة بالقيمة الدفترية الصافية للأصل. وتتفاوت طرق تقدير أقساط الاستهلاك في الشركات من طريقة القسط الثابت (الاستهلاك الثابت والمتساوي للأصول خلال فترة صلاحيتها) إلى طرق الاستهلاك المتسارع حيث تطبق نسبة مئوية ثابتة كنسبة إهلاك من القيمة الدفترية للأصول الثابتة، وينتج عن طريقة الاستهلاك المتسارع أقساط إهلاك كبيرة في السنوات المبكرة وذلك عندما تكون القيمة الدفترية للأصل كبيرة. أما الأراضي فهي أصول ثابتة غير قابلة للاستهلاك. ويوجد قطاع آخر من الأصول الثابتة على شكل أصول غير ملموسة (Intangibles)، وهي الأصول التي ليس لها وجود ملموس لكنها ذات قيمة للشركة. مثل براءة الاختراع التي تعطي الحق الحصري لإنتاج وتسويق بضائع محددة واسم الشهرة وهي الزيادة التي تدفع فوق قيمة صافي الأصول الثابتة للشركات المقتناة

المثال 5.1 التالي يوضح الميزانية العمومية لشركة Hypo في نهاية العام 2010م مقارنة بنهاية العام 2009م .

تمتلك الشركة 5 ملايين ريال على شكل أصول ثابتة غير ملموسة في ميزانيتها العمومية عند نهاية 2010م، وتبلغ القيمة التاريخية للأصول الثابتة الملموسة 445 مليون ريال مع رصيد استهلاك متراكم يبلغ 130 مليون ريال، وبالتالي يبلغ صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة الملموسة 315 مليون ريال. وإجمالي أصول Hypo هو مجموع أصولها المتداولة الثابتة التي تبلغ 710 مليون ريال في 2010م .

وبالنظر إلى جانب الخصوم في الميزانية العمومية الذي يتكون من مطلوبات (خصوم) الشركة وحقوق حاملي الأسهم، تمثل حصة حاملي الأسهم ما تبقى لحاملي الأسهم إذا تمت تصفية أصول الشركة عند قيمتها الدفترية، وبالتالي سداد جميع الالتزامات "الخصوم". ومع ذلك فهذه فكرة افتراضية إذ إن الأصول لا يتأني بيعها بالأسعار الدفترية في حالة التصفية. وبطريقة مشابهة للأصول، تُقسم الخصوم إلى خصوم (مطلوبات) متداولة أو جارية، وخصوم (مطلوبات) طويلة الأجل.

### **المطلوبات (الخصوم) المتداولة (الجارية) Current liabilities**

وهي الديون التي تستحق السداد في المستقبل القريب. ففي الشركات ذات الوضع المالي الجيد يتوقع أن تزيد الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، ويعرف صافي الأصول المتداولة ناقصاً الخصوم المتداولة بصافي رأس المال العامل للشركة. وتشتمل الخصوم المتداولة على حسابات الذمم الدائنة وأوراق الدفع والمصروفات المستحقة والضرائب المستحقة.

#### **\* الدائنون (حسابات الدفع) Accounts Payable**

هي قيمة اقترضته الشركة من مورديها من سلع وخدمات تم شراؤها بالدين (الدائنون) ، فكما أن الشركة تمنح الائتمان لعملائها فبالمثل قد تحصل الشركة على الائتمان من مورديها.

#### **\*أوراق الدفع:**

وتمثل الأموال المقترضة من الدائنين (قصيرة الأجل) مثل أقساط قروض البنوك وسداد حاملي السندات المستحقة خلال السنة.

#### **\*المصروفات المستحقة :**

تشمل المصروفات الأخرى غير المسددة بتاريخ الميزانية العمومية مثل الرواتب والأجور المستحقة والتي لم تدفع بعد للعاملين ودفعات الفوائد للبنوك وحاملي السندات وأقساط التأمين وما شابه ذلك.

#### **\*الضرائب المستحقة:**

تمثل الضرائب مستحقة الدفع للحكومة، وعادة ما تصنف الضرائب المستحقة بشكل منفصل في جانب الخصوم المتداولة لتعكس أهميتها النسبية.

مثال 1.5 الميزانية العمومية – شركة Hypo (مليون ريال)

2009	2010	الخصوم / المطلوبات	2009	2010	الأصول / الموجودات
		<b>الخصوم المتداولة</b>			<b>الأصول المتداولة</b>
82	80	الدائنون	10	15	النقدية
59	57	أوراق الدفع	20	25	الأوراق المالية القابلة للتداول
36	34	مصروفات مستحقة	140	144	المدينون
17	19	ضرائب الدخل المستحقة	186	200	المخزون
194	190	إجمالي الخصوم الجارية	4	6	المصروفات المدفوعة مقدماً
		<b>خصوم طويلة الأجل</b>	<b>360</b>	<b>390</b>	<b>إجمالي الأصول المتداولة</b>
150	150	سندات 8% تستحق 2021			<b>الأصول الثابتة</b>
344	340	إجمالي الخصوم	40	40	الأراضي
		<b>حقوق المساهمين</b>	160	165	المباني
		أسهم ممتازة (50 اسمي، 5 SR تراكمي)	211	240	الألات
12	12	أسهم عادية (قيمة اسمية SR1 ، 20 مليون في 2010 و 18 مليون في 2009)	<b>411</b>	<b>445</b>	<b>إجمالي الأصول الثابتة الملموسة</b>
		الاحتياطيات	110	130	ناقص الاستهلاك المتراكم
18	20	علاوة إصدار	<b>301</b>	<b>315</b>	<b>صافي الأصول الثابتة</b>
0	0	الأرباح المحتجزة	5	5	<b>الأصول الثابتة غير الملموسة</b>
76	85	إجمالي الخصوم وحقوق المساهمين			
216	253				
<b>666</b>	<b>710</b>		<b>666</b>	<b>710</b>	<b>إجمالي الأصول</b>

\*افتراض أن احتياطيات الشركة كانت صفراً في العامين

ويتجميع كل هذه البنود نجد أن إجمالي الخصوم (المطلوبات) المتداولة (الجارية) لشركة Hypo يبلغ 190 مليون ريال في 2010م، وهو أقل كثيراً من الأصول المتداولة التي بلغت 390 مليون ريال في العام نفسه.

**الخصوم (المطلوبات) طويلة الأجل Long Term liabilities**

هي الديون التي تستحق بعد أكثر من عام واحد مثل القروض طويلة الأجل من المؤسسات مثل البنوك أو من حاملي السندات. وبالنسبة إلى شركة Hypo فإن الخصوم الوحيدة (طويلة الأجل) هي سندات تبلغ قيمتها 150 مليون ريال وبمعدل كوبون 8 % يستحق في 2021م. وهنا يجب ملاحظة أن السند يعد وعداً بالسداد تصدره المنشأة للمقرض، وهو يحدد شروط القرض مثل الكوبون (أي الفائدة) وتاريخ السداد للسند وأي شروط أخرى، ويبلغ إجمالي الخصوم في Hypo الذي يشمل الخصوم الجارية وطويلة الأجل- ما قيمته 340 مليون ريال في 2010م.

**حقوق المساهمين Stockholders' Equity**

توضح حقوق المساهمين مدى ملكية حاملي الأسهم في الشركة، وهي تتألف من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة، ويقسم رأس المال إلى أسهم ممتازة وأسهم عادية.

والأسهم الممتازة هي نوع من الأسهم التي تصدرها الشركات وتعد جزءاً من حقوق الملكية مثل الأسهم العادية، لكن تتقدم الأسهم الممتازة على الأسهم العادية بالنسبة إلى دفعات الأرباح؛ إذ تكون الأولوية لحملة الأسهم الممتازة. وقد بلغت توزيعات الأسهم الممتازة في Hypo 5 ريالات متراكمة وهذا يعني أن كل سهم يحصل على 5 ريالات في السنة، وتتراكم هذه التوزيعات إذا لم تُدفع في عام معين. ويجب سداد الأرباح التي لم تدفع لحاملي الأسهم الممتازة قبل دفع أي أرباح لحاملي الأسهم العادية.

والأسهم العادية تمثل مساهمة حملة الأسهم العادية، وتقسّم إلى قيمة اسمية وعلوّة إصدار، وهذا التصنيف هو إجراء محاسبي وليس له أهمية من الناحية السعرية. وكمثال على ذلك وبافتراض أن سهماً قيمته الاسمية 10 ريالات أصدرته الشركة ويتم الاكتتاب فيه بسعر 50 ريالاً، في هذه الحالة سيتم تسجيل الفرق البالغ 40 ريالاً ضمن بند علوّة الإصدار ليعكس الدفعة الزائدة عن القيمة الاسمية.

وتتعامل الشركات عادة مع صافي الربح أو صافي الدخل الذي تحققه ضمن خيارين؛ فإما أن توزعه أو جزءاً منه كأرباح لحملة أسهمها أو تعيد استثماره في الشركة. أما المبالغ التي يعاد استثمارها فتتراكم كل عام في حساب الأرباح المحتجزة (المبقاة) التي تظهر الأرباح السابقة المجمعة والأرباح الحالية التي أعيد استثمارها في المنشأة لهذا العام. وقد بلغت الأرباح المتراكمة في عام 2010م لشركة Hypo 253 مليون ريال. ولمعرفة كيفية تكوين هذا الحساب يمكننا النظر إلى أسفل قائمة الدخل في المثال 2.5، الذي يبين تفاصيل حساب الأرباح المحتجزة. يبلغ رصيد الأرباح المحتجزة نهاية عام 2009 ما قيمته 216 مليون ريال ويعد أيضاً الرصيد الافتتاحي لعام 2010م. وقد أضيف رصيد صافي الأرباح المكتسبة للعام 2010 البالغة 64 مليون ريال وخُصمت الأرباح الموزعة البالغة 26.5 مليون ريال، ليبلغ رصيد الأرباح المحتجزة في نهاية العام 253 مليون ريال.

وتجب ملاحظة أن قيمة إجمالي الخصوم وحقوق الملكية تساوي 710 ملايين ريال، وهي تطابق إجمالي الأصول على الجانب الأيمن للميزانية العمومية.

## 2.1.5 قائمة الدخل

**هدف تعليمي 2.1.5** – فهم هدف ومكونات قائمة الدخل (حساب الأرباح والخسائر)

- صافي المبيعات Net Sales
- المصروفات Expenses
- الربح التشغيلي Operating Profit
- مصروفات الفائدة Interest Expenses

قائمة الدخل هي تقرير محاسبي يوضح نتائج أعمال جميع أنشطة الشركة خلال فترة معينة (عادة عام واحد). وقد تسمى أحياناً قائمة أو حساب الأرباح والخسائر، والمعادلة الأساسية التي توضح قائمة الدخل هي [ الإيرادات - المصروفات = الربح (إذا كانت موجبة) أو الخسارة (إذا كانت سالبة) ]

توفر قائمة الدخل سجلاً عن عمليات الشركة على مدار السنة، وتشمل الإيرادات المتحققة من المبيعات والمصروفات المقابلة لنفس الفترة (المثال 2.5 يبين قائمة الدخل لشركة Hypo للعام 2010 والأرقام المقارنة للعام 2009).

**صافي المبيعات:** هو أول بند في قائمة الدخل وهو الإيراد المكتسب من مبيعات منتجات الشركة وخدماتها (وهي إجمالي المبيعات ناقصاً مردودات المبيعات والخصومات التي مُنحت للعملاء)، وفي حالة Hypo فقد زادت مبيعات الشركة من 750 مليون ريال في العام 2009 إلى 820 مليون ريال في 2010.

**المصروفات:** هي التكاليف التي تتحملها الشركة خلال عام من عملياتها الإنتاجية العادية والتسويقية ومبيعات سلعها وخدماتها.

- تمثل تكلفة البضاعة المباعة أكبر عناصر التكاليف، وتشتمل على الأجور والرواتب وتكاليف المواد الخام ومصروفات التشغيل المباشرة وأي مصروفات أخرى متعلقة مباشرة بالعملية الإنتاجية.

- المصروفات البيعية والإدارية تُدرج بشكل منفصل لتمكن القارئ من تقدير التوسع في عمليات التسويق والإعلان وعمولات البيع والرواتب الإدارية والمصروفات المكتبية.
- مصروفات الاستهلاك: وهي مصروف دفترى (غير نقدي) يمثل استهلاك الأصول الثابتة أثناء العملية الإنتاجية.

**أرباح التشغيل:** وهي الفائض الناتج عن عمليات التشغيل الأساسية للشركة باستثناء دفعات الفائدة والضرائب. ويطلق عليها أحياناً الأرباح قبل الفائدة والضرائب (EBIT-Earnings Before Interest and Taxes).

**مصروفات الفائدة:** هي ما يستحقه حملة السندات من فوائد تلتزم الشركة بدفعها بغض النظر عن تحقيق الشركة للربح من عدمه. في حالة شركة Hypo هناك سندات بقيمة 150 مليون ريال بمعدل فائدة 8% ، مما يجعل مصروف الفائدة السنوي يبلغ 12 مليون ريال. ويحدد خصم مصروفات الفائدة من مصروفات التشغيل الدخل الخاضع للضريبة. وقد دفعت Hypo ضرائب بقيمة 29 مليون ريال على دخل خاضع للضريبة بواقع 93 مليون ريال، وبذلك يبلغ متوسط معدل الضريبة 31%. وبعد خصم جميع المصروفات والضرائب من الإيرادات بلغ صافي الربح للشركة 64 مليون ريال في عام 2010.

ويظهر في نهاية قائمة الدخل رقم يمثل ربحية السهم الواحد للسنة (EPS)، وهو يمثل صافي الربح للسنة مقسوماً على عدد الأسهم العادية (EPS-Earnings Per Share).

وبما أن لشركة Hypo 20 مليون سهم مصدرة، فإن ربحية السهم الواحد قبل التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة تبلغ 3.2 ريال (64 ÷ 3.2 = 20)، ومع ذلك فإن هذا المبلغ لم يوزع كله على حملة الأسهم العادية. وكما يبدو من حساب الأرباح المحتجزة المتراكمة، يحصل حملة الأسهم الممتازة على أرباح إجمالية تبلغ 1.5 مليون ريال، بحيث تنخفض ربحية السهم الواحد لحملة الأسهم العادية إلى 3.13 للسهم  $(1.5 - 64) \div 20 = 3.125$  ريال]. ويبين حساب الأرباح المحتجزة المتراكم أسفل قائمة الدخل أن ما مجموعه 26.5 مليون ريال قد وُزِع كأرباح مع الاحتفاظ بمبلغ 37.5 مليون ريال كأرباح محتجزة، ويتكون مبلغ الـ 26.5 مليون ريال من 25 مليون ريال أرباح لحملة الأسهم العادية إضافة إلى 1.5 مليون ريال أرباح لحملة الأسهم الممتازة. وعليه تبلغ الأرباح الموزعة للسهم العادي 1.25 ريال للسهم الواحد (25 مليون ريال مقسومة على 20 مليون سهم).

#### مثال 2.5 قائمة الدخل – شركة Hypo (بالمليون)

2009	2010	
750	820	صافي المبيعات
		المصروفات
520	560	تكلفة البضاعة المباعة
25	30	مصاريف الاستهلاك
120	125	المصروفات البيعية والإدارية
85	105	الأرباح التشغيلية
12	12	مصروفات الفائدة
73	93	الدخل قبل الضريبة
20	29	ضرائب
53	64	صافي الدخل
18	20	الأسهم العادية المصدرة
ريال 2.86	ريال 3.13	ربحية السهم العادي
ريال 1.25	ريال 1.25	الأرباح الموزعة للسهم العادي
ريال 24.10	ريال 26.50	سعر السوق للسهم العادي
		حساب الأرباح المحتجزة (المتراكم)
187	216	رصيد بداية العام
53	64	صافي الدخل
		ناقصاً:
1.5	1.5	توزيعات الأسهم الممتازة
22.5	25	توزيعات الأسهم العادية
216	*253	رصيد نهاية العام

\* الأرقام مقربة



### 3.1.5 قائمة التدفقات النقدية Statement of Cash Flows

هدف تعليمي 3.1.5 – معرفة قائمة التدفقات النقدية والغرض منها ومكوناتها الأساسية

تلخص قائمة التدفقات النقدية حركة النقدية المحصلة والمدفوعة بواسطة الشركة خلال فترة محاسبية وعادة تكون سنة واحدة. ويوضح المثال 3-5 أدناه قائمة التدفقات النقدية لشركة ABC للسنة 2010.

#### مثال 3-5 قائمة التدفقات النقدية – شركة ABC

2010 ( مليون ريال )	
	<b>التدفقات النقدية للأنشطة التشغيلية</b>
10	(+) الأرباح بعد الضرائب
8	(+) مصروفات الاستهلاك
(14)	(-) التغير في بنود رأس المال العامل
4	أ- صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية
	<b>تدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية</b>
2	(+) بيع الأصول الثابتة
(12)	(-) الإنفاق الرأسمالي والاستحواذ
(10)	ب- صافي النقد الناتج من الأنشطة الاستثمارية
	<b>التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية</b>
12	(+) زيادة الاقتراض طويل الأجل
1	(+) زيادة الاقتراض قصير الأجل
(8)	(-) تسديد الديون طويلة الأجل
(3)	(-) التوزيعات المدفوعة
2	ج- صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
(4)	د- مجموع أ + ب + ج
12	هـ- الرصيد النقدي الافتتاحي
8	و- الرصيد في نهاية الفترة (د+هـ)

تنقسم قائمة التدفقات النقدية إلى الأنشطة الثلاث الرئيسة للمنشأة وهي:

- 1 - التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية (Cash Flow from Operating Activities) الذي يتعلق بالأنشطة الأساسية للمنشأة مثل المبيعات وتكلفة المبيعات والمصروفات المباشرة والتغيرات في رأس المال العامل.
- 2 - التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية (Cash flow from Investing Activities) الذي يتعلق بالاستحواذ وبيع الأصول الثابتة، مثل المصانع والمعدات والأراضي... الخ.
- 3 - التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية (Cash Flow from Financing Activities) الذي يتعلق بالاقتراض قصير وطويل الأجل وبيع وإعادة شراء الأسهم، ويشتمل هذا الجزء أيضاً على توزيعات الأرباح ودفعات الفائدة.

وعليه تظهر المبيعات والتغير في أرصدة الذمم المدينة والذمم الدائنة ضمن قائمة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، في حين تظهر عمليات شراء الأصول مثل الآلات "بالبال" ضمن التدفق النقدي من العمليات الاستثمارية، وعمليات الاقتراض وسداد القروض ضمن التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية.

#### 4.1.5 المتطلبات التنظيمية

هدف تعليمي 4.1.5 – معرفة محتويات التقارير المالية للشركات المدرجة في المملكة العربية السعودية

يطلب من الشركات السعودية، خاصة المدرجة، إصدار تقارير مالية دورية لمساهميها (ربع سنوية وسنوية). وتقع مسؤولية إعداد هذه التقارير في المقام الأول على إدارة الشركة، ويراقب عملية التزام الشركات المدرجة في المملكة بالمتطلبات التنظيمية لإصدار التقارير وزارة التجارة والهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين وهيئة السوق المالية السعودية. وتشتمل التقارير السنوية للشركات على:

- 1- تقرير وتحليل الإدارة، الذي عادة ما يشتمل على استعراض لحالة الشركة المالية ونتائج أعمالها. وبناقش التحليل أيضاً السيولة والهيكل المالي والموارد والتأثيرات الاقتصادية العامة. وتفصح بعض الشركات عن معلوماتها وتوقعاتها المستقبلية (تنبؤ).
- 2- القوائم المالية والمعلومات الإضافية
- 3- رأي مراجع الحسابات القانوني (مراجع خارجي مستقل) الذي يسعى إلى طمأنة الدائنين والمستثمرين والمستخدمين الآخرين للتقارير المالية.

## أسئلة للمراجعة: أساسيات القوائم المالية

- 1- تحتوي قائمة دخل شركة على بنود تغطي الاستهلاك، دفعات لحملة السندات والضرائب، أي من هذه العناصر الثلاثة، يجب خصمه من صافي المبيعات من أجل الحصول على الدخل (الربح) التشغيلي؟
- (أ) الاستهلاك فقط  
(ب) دفعات أصحاب السندات والضرائب فقط  
(ج) خصمها جميعاً  
(د) عدم خصم أي واحدة منها
- 2- أي من البنود التالية عادة يكون ضمن قسم (التدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية) من قائمة التدفق النقدي لشركة ما؟
- (أ) دفعات الفائدة  
(ب) شراء معدات المصنع  
(ج) بيع قطعة أرض  
(د) التغيير في رأس المال العامل
- 3- أي من التالي لا يعد ضمن الأصول المتداولة (الجارية) في الميزانية المعتمدة؟
- (أ) النقد والأوراق المالية القابلة للتداول  
(ب) الآلات والمعدات  
(ج) المخزون  
(د) المصاريف المدفوعة مقدماً
- 4- الأصول غير الملموسة سميت كذلك لأنها:
- (أ) ليست لديها قيمة حقيقية للشركة بمفردها  
(ب) لها قيمة حقيقية ولكن ليس لها وجود مادي  
(ج) لها قيمة اسمية فقط للشركة  
(د) لها قيمة فقط إذا تخلصت الشركة منها

5- لدى شركة تكافل الأرصدة التالية في نهاية عام 2010:

10,000	النقد
35,000	صافي حسابات القبض
65,000	المخزون
15,000	المصروفات المدفوعة مقدماً
120,000	المعدات
130,000	الأسهم العادية

تبلغ الأصول المتداولة (الجارية) لشركة تكافل:

- (أ) 255,000 ريال سعودي
- (ب) 375,000 ريال سعودي
- (ج) 125,000 ريال سعودي
- (د) 245,000 ريال سعودي

6- بلغ صافي الدخل لشركة الراشد في عام 2010 مبلغ 150,000 ريال ودفعت الشركة 90,000 ريال منها كتوزيعات نقدية لحملة الأسهم العادية، إذا افترضنا ثبات المتغيرات الأخرى، كم تبلغ زيادة حقوق الملاك لهذا العام؟

- (أ) 150,000 ريال سعودي
- (ب) 240,000 ريال سعودي
- (ج) 60,000 ريال سعودي
- (د) 90,000 ريال سعودي

7- إذا كان إجمالي الأصول لشركة النور 240 ألف ريال، في حين بلغ إجمالي الخصوم الجارية ( المتداولة) 90,000 ريال، إذاً إجمالي الخصوم طويلة الأجل وحقوق ملاك الشركة هو:

- (أ) 240,000 ريال سعودي
- (ب) 330,000 ريال سعودي
- (ج) 150,000 ريال سعودي
- (د) المعلومات المتوفرة غير كافية

8- أي من النشاطات التالية يمكن تصنيفها كنشاط تمويلي في قائمة التدفقات النقدية؟

- (أ) شراء معدات
- (ب) إعادة شراء أسهم
- (ج) بيع اسم تجاري
- (د) تحصيل حسابات قبض

9- فيما يخص التقارير المالية في المملكة العربية السعودية للشركات المدرجة، من الجهة المسؤولة عن تنظيم هذه التقارير؟

- (أ) هيئة المحاسبين القانونيين السعودية فقط
- (ب) هيئة المحاسبين القانونيين السعودية وهيئة السوق المالية فقط
- (ج) هيئة المحاسبين القانونيين السعودية وهيئة السوق المالية و وزارة التجارة
- (د) هيئة السوق المالية فقط

10- تقع مسؤولية الإعداد المطلوب للتقارير المالية للشركة على:

- (أ) لجنة المراجعة
- (ب) إدارة المراجعة الداخلية
- (ج) إدارة الشركة
- (د) المراجعين الخارجيين

## 6 تحليل القوائم المالية

### المقدمة

1.6 التحليل النسبي للقوائم المالية

1.1.6 الميزانية العمومية النسبية

2.1.6 قائمة الدخل النسبية

2.6 تحليل النسب المالية

1.2.6 تحليل السيولة

2.2.6 نسب المديونية

3.2.6 نسب الربحية

4.2.6 نسب القيمة السوقية

### أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

فُتِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

تمثل القوائم المالية نقطة البداية لطرح أسئلة مثل إلى أي درجة تحسن الشركة استغلال أصولها؟ وما مدى مديونيتها؟ وهل هناك سيولة كافية لمقابلة التزاماتها في المدى القريب؟ وكيف يقيم المستثمرون الشركة؟ ويشمل تحليل الشركات كلاً من التحليل الأفقي والرأسي للقوائم المالية والتي تعرف عموماً بالتحليل النسبي للقوائم المالية. أما الطريقة الأخرى فتشمل تحليل القوائم المالية بطريقة منتظمة تتضمن حساب وتفسير مجموعة من النسب المالية من البيانات الأساسية المتوافرة في الميزانية العمومية وقائمة الدخل.

ويستخدم التحليل النسبي للقوائم المالية لمقارنة الشركات مختلفة الأحجام لأنها تعبر عن كل الأرقام في القوائم المالية كنسبة من رقم أو مبلغ أساس. وهناك نوعان من أنواع التحليل النسبي:

- أ- التحليل الرأسي: ويعبر فيه عن أرقام سنة معينة كنسبة من رقم أساس في الميزانية العمومية (مثال إجمالي الأصول) أو في قائمة الدخل (مثال المبيعات)
- ب- التحليل الأفقي: وهو تحليل انحدار وتمثل فيه الأرقام المحاسبية للسنوات التالية كنسبة من أرقام سنة أساس مختارة.

أما تحليل النسب المالية فيصنف النسب المالية في الغالب إلى أربعة أقسام رئيسية:

1. السيولة
2. الرفع المالي
3. الربحية وكفاءة الإدارة
4. القيمة السوقية

ويمكن تقييم كل نسبة بمقارنتها بنفس النسبة لنفس الشركة في السنوات السابقة. وإضافة إلى ذلك، يمكن مقارنة النسب المالية لشركة ما بمثيلاتها في نفس الصناعة أو مع متوسط الصناعة.

### 1.6 التحليل النسبي للقوائم المالية

#### 1.1.6 الميزانية العمومية النسبية Common Size Balance Sheet

هدف تعليمي 1.1.6- فهم أغراض وأنواع الميزانية العمومية النسبية

- الميزانية العمومية النسبية
- التحليل النسبي الرأسي للميزانية العمومية
- التحليل النسبي الأفقي للميزانية العمومية

تعد الميزانية العمومية النسبية طريقة مفيدة للتعرف على البنود الفردية في الميزانية العمومية كنسب من إجمالي الأصول فيها. وتزداد فائدة هذه الطريقة خاصة لمقارنة أداء شركات ذات أحجام مختلفة أو لمقارنة أداء نفس الشركة عبر الزمن عندما تتغير أصولها.

يوضح المثال 1.6 الميزانية العمومية النسبية لشركة Hypo في عام 2010م. وهنا نلاحظ كيف أن كل بند يعبر عنه كنسبة من إجمالي الأصول (التحليل النسبي الرأسي للميزانية العمومية). وبسهولة يمكن ملاحظة كيف بلغت نسبة الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول 54.9% في العام 2010، في حين بلغت نسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول 21.1%. ويمكن للمحلل استخدام هذه القائمة لمقارنة هذه النسب بنسب السنوات السابقة أو بالمنشآت الأخرى للتعرف على نقاط ضعف وقوة الشركة.

مثال 1.6 الميزانية العمومية النسبية – شركة Hypo

الأصول	2010	%	الخصوم	2010	%
الأصول الجارية			الخصوم الجارية		
النقدية	15	2 %	الذمم الدائنة	80	11.3 %
الأوراق المالية القابلة للتداول	25	3.5 %	أوراق الدفع	57	8 %
الذمم المدينة	144	20.2 %	مصروفات مستحقة	34	4.8 %
المخزون	200	28.2 %	ضريبة الدخل المستحقة	19	2.7 %
المصروفات المدفوعة مسبقاً	6	.9 %	إجمالي الخصوم الجارية	190	26.8 %
إجمالي الأصول الجارية	390	54.9 %	خصوم طويلة الأجل		
الأصول الثابتة			سندات 8% مستحقة في 2021	150	21.1 %
الأراضي	40	5.6 %	إجمالي الخصوم	340	47.9 %
المباني	165	23.2 %	حقوق المساهمين		
الألات	240	33.8 %	الأسهم الممتاز ( 50 للقيمة الاسمية 5 SR متراكمة)	12	1.7 %
إجمالي الأصول الثابتة	445		أسهم عادية	20	2.8 %
ناقصاً الاستهلاك المتراكم	130		SR 1 القيمة الاسمية		
صافي الأصول الثابتة	315	44.8 %	20 مليون في 2004 – 18 مليون في 2003		
الأصول الثابتة الغير ملموسة	5	.7 %	علاوة الإصدار	85	12.0 %
إجمالي الأصول	710	100 %	الأرباح المحتجزة	253	35.6 %
			إجمالي الخصوم وحقوق المساهمين	710	100 %



وفي المقابل، يقوم التحليل النسبي الأفقي (تحليل الانحدار) على التعبير عن بيانات عدة سنوات لمتغيرات معينة أو قوائم مالية، كسنة من سنة أساس. ويرصد لسنة الأساس نسبة 100%، مع التعبير عن السنوات الأخرى كنسبة من هذه السنة الأساس. وإذا أضفنا عدة سنوات كمثال Hypo لرقم إجمالي الأصول، على سبيل المثال، ليشمل السنوات الخمس الأخيرة، فيمكن حساب الانحدار كالتالي:

السنة	2006	2007	2008	2009	2010
إجمالي الأصول	499	547	598	666	710
%	100%	110%	120%	133%	142%

وبالمثل، يمكن عمل مثل هذا التحليل لبقية عناصر الميزانية العمومية.

### 2.1.6 قائمة الدخل النسبية Common Size Income Statement

**هدف تعليمي 2.1.6** – فهم أغراض وأنواع قائمة الدخل النسبية

- قائمة الدخل النسبية
- التحليل النسبي الرأسي لقائمة الدخل
- التحليل النسبي الأفقي لقائمة الدخل

تعامل قائمة الدخل النسبية البنود الفردية لقائمة الدخل كنسبة مئوية من المبيعات. (التحليل النسبي الرأسي لقائمة الدخل)، وهذا مفيد في حالة مقارنة شركتين ذات حجم مختلف أو مقارنة أداء نفس الشركة عبر عدة فترات زمنية تتغير مبيعاتها.

يظهر المثال 2-6 قائمة الدخل النسبية لشركة Hypo للعام 2010 حيث تظهر البنود الفردية كنسبة من المبيعات. ويتضح جلياً من المثال أن هامش صافي الربح بلغ 7.8%، في حين بلغت تكلفة البضائع المباعة 68.3% من المبيعات، والمصروفات الإدارية والبيعية 15.2% من المبيعات. وتعد هذه النسب ضرورية لإدارة الشركة لمراقبة التكاليف.

### مثال 2.6 قائمة الدخل النسبية – شركة Hypo

2010	%
صافي المبيعات	100%
المصروفات	
تكلفة البضاعة المباعة	68.3%
قيمة الإهلاك	3.7%
المصروفات البيعية والإدارية	15.2%
أرباح التشغيلية	12.8%
مصروفات الفائدة	1.5%
الدخل قبل الضرائب	11.3%
الضرائب	3.5%
صافي الربح	7.8%

وفي المقابل، يتم التحليل الأفقي لقائمة الدخل بنفس طريقة الميزانية العمومية؛ بالتعبير عن بيانات قائمة الدخل كنسبة من سنة أساس، تبلغ نسبتها 100%. وفي حالة مثال Hypo، يتم عمل التحليل نسبة لأرقام المبيعات والدخل للسنوات الخمس الأخيرة (تحليل الانحدار).

السنة	2006	2007	2008	2009	2010
المبيعات (مليون ريال)	650	693	722	750	820
%	100%	107%	111%	115%	126%

64	53	48	39	28	الربح (مليون ريال)
228%	189%	171%	139%	100%	%

## 2.6 تحليل النسب المالية

### 1.2.6 نسب السيولة

هدف تعليمي 1.2.6 – فهم نسب السيولة الرئيسية، أهدافها، محدداتها وتأثير التغيير في القيمة المكونة لها

هدف تعليمي 2.2.6 – القدرة على حساب نسب السيولة الرئيسية

يهتم المستثمرون والمؤسسات مثل البنوك التي تنظر في أمر تقديم قروض قصيرة الأجل للشركات- بقدرة هذه الشركات على امتلاك سيولة كافية لدفع الفائدة وسداد أصل القرض في المستقبل القريب. وتعالج نسبتان هذه الناحية.

$$2.05 = \frac{390}{190} = \frac{\text{الأصول الجارية (المتداولة)}}{\text{الخصوم الجارية (المتداولة)}} = \text{نسبة التداول (السيولة)}$$

وتحدد نسبة التداول (السيولة) ما إذا كانت الشركة تملك أصولاً متداولة كافية (يمكن تحويلها في المستقبل القريب إلى نقدية) لمقابلة خصومها قصيرة الأجل. وتملك شركة Hypo أصولاً متداولة بمقدار 2.05 مرة أكثر من خصومها المتداولة.

وهناك مقياس آخر أكثر صرامة يستبعد المخزون من الأصول المتداولة؛ لأن المخزون أكثر صعوبة في التحويل إلى نقدية في حالة العسر المالي.

$$1 = \frac{190}{190} = \frac{\text{الأصول الجارية (المتداولة) - المخزون}}{\text{الخصوم الجارية (المتداولة)}} = \text{نسبة السيولة السريعة}$$

ومن وجهة نظر المقرضين، فإن وجود نسبة سيولة سريعة عالية تعني مستوى دعم كبير في حالة العسر المالي، في حين أن هذا يعني للشركة أن أموالاً كبيرة قد قيدت ضمن رأس المال العامل. ومرة أخرى يجب التأكيد أن المهم هو حجم هذه النسب مقارنة بمتوسط الصناعة.

## 2.2.6 نسب الرفع المالي

هدف تعليمي 3.2.6- فهم نسب الرفع المالي الرئيسية، أهدافها، محدداتها وتأثير تغير قيم المتغيرات

هدف تعليمي 4.2.6- القدرة على حساب نسب الرفع المالي الرئيسية

عندما تلجأ المنشأة إلى التمويل بالقروض فإنها تستخدم ما يعرف بالرفع المالي. ينشأ عن التمويل بالقروض التزام ثابت بدفع الفائدة التي يجب مقابلتها بغض النظر عن أداء الشركة التشغيلي. ويعرض الرفع المالي الزائد المنشأة لاحتمالات العسر المالي إذا كانت الأرباح التشغيلية غير كافية لمقابلة دفعات الفائدة. وأحد هذه المؤشرات هو نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي أصول المنشأة.

$$\text{نسبة الديون} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{150}{710} = 0.21 \text{ أو } 21\%$$

وهناك مؤشر ذو علاقة يتطلب حساب نسبة ديون الشركة إلى حقوق ملكيتها أو ما يعرف بنسبة "الرفع المالي":

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{150}{370} = 0.41 \text{ أو } 41\%$$

وكلتا النسبتين تشير إلى درجة استخدام الديون في تمويل عمليات الشركة، فوجود قيم عالية يعني درجة رفع مالي كبيرة. وتستخدم الشركات في الصناعات المستقرة الناضجة ديوناً أكثر في حين تتجنب الشركات في الصناعات والقطاعات المتذبذبة الاعتماد الكبير على الديون.

وفي حالة شركة Hypo ، فإن نسبة 21% من أصول الشركة قد مولت عن طريق الديون طويلة الأجل، في حين تبين نسبة الديون إلى حقوق الملكية أن الشركة تستخدم 41 ريالاً من الديون طويلة الأجل مقابل كل 100 ريال من حقوق الملكية.

وتُدفع الفائدة من الأرباح التشغيلية التي تحققها الشركة، ويقاس المعدل عدد مرات تغطية الفائدة من خلال الدخل التشغيلي للشركة.

$$\text{معدل تغطية الفائدة} = \frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{مصاريف الفائدة}} = \frac{105}{12} = 8.75$$

تملك شركة Hypo دعماً من الأرباح يبلغ 8,75 مرة لتغطية أعباء الفائدة.

### 3.2.6 نسب الربحية

هدف تعليمي 5.2.6 – فهم نسب الربحية الرئيسية، أهدافها، محددها وتأثير التغيير في القيم المشكلة لها

هدف تعليمي 6.2.6 – المقدرة على حساب نسب الربحية الرئيسية

تقيس نسب الربحية مع نسب الكفاءة درجة كفاءة الإدارة في استخدام الأصول والموارد الأخرى. وتقيس نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول حجم المبيعات التي يتم توليدها من خلال الأصول الحالية، وكلما كانت هذه النسبة عالية دلّ ذلك على ارتفاع كفاءة استخدام الأصول.

$$\text{نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{820}{710} = 1.16$$

وتشير هذه النسبة في حالة شركة Hypo إلى أن كل ريال من الأصول يولد 1.16 ريال من المبيعات.

أما نسبة هامش صافي الربح فتعد مقياساً مفيداً يبين الجزء من المبيعات الذي يصل في النهاية لحقوق الملاك.

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{المبيعات}} = \frac{64}{820} = 0.078 \text{ أو } 7.8\%$$

وهذا يعني أن 7.8% من إيرادات المبيعات كانت متاحة لمساهمي شركة Hypo، ويشير المستوى المنخفض لهذه النسبة مقارنة بمتوسط الصناعة إلى أن الشركة غير قادرة على إدارة مصاريفها وتكلفة إنتاجها بكفاءة.

أما نسبة دوران المخزون التي تمثل نسبة أخرى للكفاءة فهي تبين مقدرة إدارة الشركة على إدارة مخزونها بكفاءة. وتعد الأموال المستثمرة في المخزون تكلفة، وبالتالي فإن نسبة الدوران العالية تعد إشارة إيجابية. وتتوجه الشركات عادة نحو استخدام نظم تؤدي إلى تخفيض الأموال المطلوبة لإدارة المخزون. وتعد طريقة "سياسة اللامخزون" "Just-In-Time Inventory" إحدى انعكاسات مثل هذه الابتكارات في طرق إدارة المخزون.

$$\text{نسبة دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المخزون}} = \frac{560}{200} = 2.8$$

ويمكن القول إن نسبة دوران مخزون شركة Hypo قد بلغت 2.8 مرة خلال السنة.

وهناك مؤشرات للربحية تعكس الأداء الكلي للمنشأة؛ وهما العائد على إجمالي الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE).

$$\text{نسبة العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{الأصول}} = \frac{64}{710} = 0.09$$

وتمثل نسبة 9% العائد الكلي لكل مزودي رأس المال، وهذه النسبة يمكن أن تفسر لتقرأ على النحو التالي " حققت الشركة ربحاً مقداره 9 ريالاً سعودية لكل 100 ريال من الأصول المستخدمة". ومن المفيد كذلك النظر إلى مصادر هذه النسبة وذلك بتجزئتها على النحو التالي:

$$\text{نسبة العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول}} * \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{صافي المبيعات}} = 0.07 * 1.16 = 0.09$$

ويمكن ملاحظة أن حجم نسبة العائد على الأصول (ROA) يحدد بنسبة المبيعات للأصول ونسبة هامش صافي الربح. وعليه فإن نسبة العائد على الأصول المستهدفة يمكن تحقيقها بإستراتيجية تتكون من هامش ربحية منخفض مصحوب بحجم مبيعات عالي، هذه الإستراتيجية تستخدم عادة بواسطة سلسلة مخازن التجزئة، أما الإستراتيجية الأخرى فتتمثل في سياسة حجم مبيعات منخفض مصحوب بهامش أرباح مرتفع، وهذه الإستراتيجية تستخدم بواسطة متاجر مصممي الثياب المتخصصة وما شابه ذلك. بشكل عام، تبقى الربحية المخصصة لحملة الأسهم هي الأمر الأهم لملاك الشركة، وهذا ما تعبر عنه نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE).

$$\text{العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{حقوق المساهمين}} = \frac{64}{370} = 0.173 \text{ أو } 17.3\%$$

لقد حقق حملة أسهم شركة Hypo عائداً بلغ 17.3% على الأموال التي ساهموا بها، وهي أعلى من نسبة العائد على الأصول التي بلغت 9%. والسبب الذي يجعل العائد على حقوق الملكية أعلى من العائد على الأصول يمكن معرفته من التحليل أدناه، كذلك يمكن ربط هذا الموضوع باستخدام الرفع المالي. وتعرف نسبة الأصول إلى حقوق الملكية "بمضاعف حقوق الملكية". إن استخدام الرفع المالي (الديون) يجعل الأصول أعلى من حقوق الملكية، وبالتالي ترتفع نسبة العائد على الأصول (ROA).

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{العائد على الأصول} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} = 9 \times \frac{710}{370} = 17.3\%$$

ويمكن تجزئة معادلة العائد على حقوق الملكية إلى ما يعرف بنظام دو بونت. وعليه فإن العائد على حقوق الملكية يساوي:

$$\frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول}} \times \frac{\text{الربح قبل الضرائب}}{\text{الربح التشغيلي}} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \times \frac{\text{الأرباح قبل الضريبة}}{\text{الأرباح بعد الضريبة}}$$

وتعكس النسبتان الأولى والثانية مقدرة المنشأة التشغيلية، أما النسبة الثالثة والرابعة فتبرزان تأثير القرار التمويلي في الربحية، أما الجزء الأخير فيبين تأثير الضرائب.

وللتعرف على سياسة توزيع الأرباح في المنشأة، عادة ما يتم حساب نسبة الأرباح الموزعة التي تحسب بقسمة الأرباح الموزعة للسهم على ربحية السهم الواحد.

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \frac{1.25}{3.13} = 0.4$$

وقد قامت شركة Hypo بتوزيع ودفع 40% من صافي الدخل بعد خصم أرباح الأسهم الممتازة إلى حملة الأسهم العادية، وبالتالي احتجزت الرصيد المتبقي (60%) لإعادة استثماره في الشركة ويسمى بمعدل الاحتجاز (Retention Rate).

## 4.2.6 نسب القيم السوقية

هدف تعليمي 7.2.6 – فهم نسب القيم السوقية الرئيسية، أهدافها، محدداتها، وأثر تغيير قيم مدخلاتها

هدف تعليمي 8.2.6 – المقدرة على حساب نسب القيم السوقية الرئيسية

تستند كل النسب التي عرضت حتى الآن إلى المعلومات المحاسبية، التي بنيت بدرجة كبيرة على قيم تاريخية لقرارات مالية سابقة. ولكن السعر السوقي للسهم يعد تقييماً للرؤية المستقبلية مستنداً إلى الأداء المستقبلي المتوقع. وتجمع النسب التالية سعر السوق مع الأداء المحاسبي.

وأكثر المؤشرات شيوعاً واستخداماً في الأسواق المالية هو نسبة (مكرر/ مضاعف) السعر إلى ربحية السهم الواحد (P/E)، وينتج من قسمة سعر السوق على الأرباح الحالية للسهم:

$$\text{مكرر/مضاعف السعر الحالي إلى ربحية السهم (P/E)} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \frac{26.50}{3.13} = 8.47$$

ويشير مكرر/مضاعف السعر إلى ربحية السهم (P/E) لشركة Hypo إلى أن السوق تدفع 8.47 ريالاً لكل ريال أرباح. ولكن ليس من السهل إيجاد تفسير مباشر لهذه النسبة. فمن جانب يمكن القول إن نسبة (P/E) المرتفعة قد تعني أن المستثمرين متفائلون حيال الأرباح المستقبلية واحتمالات نمو الشركة، في حين أن نسبة (P/E) المرتفعة قد تعني أيضاً من وجهة نظر بعض المحللين تضخماً في سعر السهم. ويستخدم كثير من المستثمرين قاعدة تقضي بعدم شراء الأسهم التي تتجاوز نسبة سعرها إلى ربحية سهمها (P/E) حداً أعلى محدداً سلفاً. ولكن مثل هذه القاعدة قد لا تكون ذات فائدة اقتصادية، إذ إن بعض الأسهم ذات النسبة (P/E) المرتفعة قد تكون استثماراً جيداً، في حين تكون الأسهم ذات نسبة (P/E) المنخفضة استثماراً رديئاً.

ويستخدم مكرر/مضاعف السعر إلى ربحية السهم (P/E) لتقسيم الأسهم إلى أسهم "نمو" وأسهم "قيمة". وتنسب أسهم النمو إلى شركات تشهد نمواً متسارعاً في المبيعات والأرباح، ونتيجة لذلك فللسهم نسبة (P/E) مرتفعة. وفي المقابل فإن أسهم القيمة هي التي تبدو مقيمة بأقل مما يجب لأسباب لا تتعلق بتوقعات نمو الأرباح، وتُعرف أسهم القيمة عادة بمكررات ربحية (P/E) منخفضة.

أما مكرر/مضاعف قيم السوق إلى القيمة الدفترية فهو مؤشر آخر يقارن بين القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقابل القيمة السوقية للسهم. وتحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة حقوق المساهمين، مع استبعاد الأسهم الممتازة، على عدد الأسهم العادية.

في حالة Hypo تبلغ القيمة الدفترية للسهم 17.9 ريالاً (358 مليون ريال (370 مليون – 12 مليون) مقسومة على 20 مليون سهم).

$$1.48 = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \frac{26.50}{17.90}$$

وتمثل القيمة الدفترية للسهم القيمة التاريخية لمساهمة حملة الأسهم من خلال رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة المتراكمة. وقد تجاوزت القيمة السوقية للسهم القيمة الدفترية أو القيمة التاريخية لحقوق المساهمين بما يعادل 48%.

أما عائد الأرباح الموزعة على المساهمين فيمثل العائد المكتسب لحملة الأسهم في شكل أرباح موزعة، ويُحسب بقسمة الأرباح الموزعة للسهم (في السنة السابقة) على سعر السهم في السوق. وقد بلغت هذه النسبة في شركة Hypo 4.72%.

$$\text{غلة (عائد) الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{سعر السهم في السنة السابقة}} = \frac{1.25}{26.50} = 0.0472 \text{ أو } 4.72\%$$

و عادة ما تكون النسب المحسوبة من التقارير المالية حساسة للطرق المحاسبية المستخدمة بواسطة الشركات. ولكون الممارسات المحاسبية تختلف بدرجة واسعة بين الشركات والصناعات فإن عملية مقارنة النسب يمكن أن تكون ذات دلالات ضعيفة. وتمثل طرق محاسبة تقييم المخزون والإهلاك والضرائب والإيجارات والمصروفات الأخرى والتزامات المعاشات والاحتياطيات مصادر لعدم التوافق بين القوائم المالية.

وحتى بالنسبة إلى الشركة الواحدة، فإن مقارنة نتائجها المالية خلال السنوات يمكن أن يكون مضللاً وذلك بسبب التضخم وتغير القيمة الزمنية للنقود. كما أن فرص سوء الاستغلال في التقارير المالية يمكن أن ينتج عنها استنتاجات وخلاصات مضللة. ولهذا فإن جودة البيانات المالية المنشورة يمكن أن تكون ذات أهمية كبيرة.

## أسئلة للمراجعة: تحليل القوائم المالية

1 - إذا كانت نسبة هامش صافي الأرباح لشركة منخفضة نسبياً مقارنة بمتوسط الصناعة التي تعمل فيها فإلى ماذا يشير ذلك؟

- (أ) أن الشركة تقوم بتخفيض مصروفات إنتاجها
- (ب) أن الشركة لا تقوم بضبط نفقات ومصروفات إنتاجها بكفاءة
- (ج) يتوقع أن تنخفض أرباح الشركة في المستقبل القريب
- (د) يتوقع أن ترتفع أرباح الشركة في المستقبل القريب

2 - تظهر القوائم المالية لشركة الغيث أن ربحية السهم الواحد فيها تبلغ 6.2 ر.س وتوزيعات أرباحها 2.40 ر.س وسعر سهمها السوقي 50 ر.س. فما نسبة أرباحها الموزعة الحالية؟

- (أ) 0.05
- (ب) 0.12
- (ج) 0.17
- (د) 0.39

3 - ربحية سهم شركة ما وأرباحها الموزعة وسعر سهمها في السنة السابقة كانت 6.26 ر.س و 2.5 ر.س و 53 ر.س على التوالي. ما عائد أرباحها الموزعة؟

- (أ) 4.72%
- (ب) 6.98%
- (ج) 11.81%
- (د) 16.53%

4 - إلى ماذا تشير نسبة التداول (النسبة الجارية) الخاصة بشركة معينة؟

- (أ) العلاقة بين الديون طويلة الأجل وإجمالي أصولها
- (ب) هامش الربح الصافي المتحقق على كل وحدة مبيعات
- (ج) العائد المتحقق على أصولها المتداولة (الجارية)
- (د) درجة تغطية أصولها المتداولة (الجارية) لخصومها المتداولة (الجارية)

5 - تبلغ نسبة السيولة لشركة ما 1,5، أي من الإجراءات أو القرارات التالية سيزيد من نسبة السيولة لهذه الشركة؟

- (أ) استخدام النقد لتقليل أوراق الدفع قصيرة الأجل
- (ب) استخدام النقد لتخفيض الذمم الدائنة
- (ج) إصدار سندات طويلة الأجل لتسديد أوراق الدفع قصيرة الأجل
- (د) جميع الإجابات السابقة صحيحة



6 - توجد العلاقات التالية في شركة المأكولات البحرية:

الأصول / حقوق الملكية 1,5  
نسبة العائد على الأصول 4%

فما نسبة العائد على حقوق الملكية؟

(أ) 4%

(ب) 1.5 مرة

(ج) 2.67%

(د) 6%

7 - توجد العلاقات التالية في شركة المأكولات البحرية:

المبيعات: إجمالي الأصول 2.0  
نسبة هامش الربح 4%  
نسبة الأصول على حقوق الملكية 1,5

فما نسبة العائد على حقوق الملكية؟

(أ) 8%

(ب) 6%

(ج) 3%

(د) 12%

8 - أي من الإجراءات التالية سيزيد من نسبة السيولة السريعة للشركة؟

(أ) تقليل المخزون واستخدام العوائد في تخفيض الديون طويلة الأجل

(ب) تقليل المخزون واستخدام العوائد في تخفيض المطلوبات المتداولة

(ج) إصدار ديون قصيرة الأجل واستخدام العوائد في شراء مخزون

(د) إصدار أسهم واستخدام العوائد في شراء مخزون

9 - تظهر سجلات شركة النقل البحري البيانات التالية (بملايين الريالات):

صافي الدخل أو الربح: 240 ريال

حقوق المساهمين : 10,000 ريال

إجمالي الأصول : 16000 ريال

إذا كان باستطاعة شركة النقل البحري تبسيط عملياتها، وتقليل التكاليف، وتحصيل ربح صافٍ يصل إلى 300 مليون ريال، دون التأثير في المبيعات أو الميزانية الختامية (ستدفع الأرباح الإضافية على شكل توزيعات)، فما نسبة العائد على حقوق الملكية؟

(أ) 1.50%

(ب) 3.00%

(ج) 2.40%

(د) 1.875%

## 7 الإجراءات المالية الإدارية

### المقدمة

الأحداث الإلزامية	1.7
أنواع الأحداث الموزعة	1.1.7
أسهم المنحة	2.1.7
تجزئة الأسهم	3.1.7
سياسة توزيع الأرباح	4.1.7
الإجراءات الاختيارية	2.7
مصطلحات الأرباح الموزعة	3.7
حسابات	4.7
مواضيع متفرقة	5.7
أسئلة المراجعة	

### الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

تحدث إجراءات الشركات عندما تقوم الشركة بعمل شيء ما يؤثر في حملة الأسهم أو حملة السندات. وكمثال على ذلك، يمكن أن تدفع الشركة كل عام توزيعات أرباح لحاملي أسهمها. وقد تصنف إجراءات الشركات على أساس وجوبها كحدث إلزامي (لا يعطي المستثمرين أي خيار) أو اختياري (يعطي للمستثمرين بعض الخيارات).

## 1.7 الأحداث الإلزامية Mandatory Events

إن الإجراء الإلزامي للشركة هو ذلك الإجراء الذي تتخذه الشركة ولا يتطلب أي تدخل من جانب حاملي الأسهم والسندات.

**هدف تعليمي 1.7 – معرفة خصائص الإجراءات الإلزامية التالية:**

Dividends (Cash and Stock)	• التوزيعات (نقداً وأسهم)
Interest and Coupon Payment	• دفعات الكوبون والفائدة
Bonus Issues	• إصدارات المنح (العلاوة)
Splits and Consolidation	• التجزئة والتجميع
Principal Repayments	• سداد أصل القروض

والمثال الذي يتبادر إلى الذهن بمجرد التطرق إلى الإجراء الإلزامي هو الأرباح الموزعة إذ إن كل مساهم مالك للسهم سيتسلم ما يستحقه السهم من توزيعات بشكل تلقائي. وربما ينشأ عنصر الاختيار إذا منحت الشركة حاملي الأسهم خيار تسلم الأرباح على شكل أسهم كبديل عن التوزيعات النقدية. أما أسهم المنحة فتتسأ عندما يحصل حاملو الأسهم الأفراد على أسهم إضافية بدلاً من النقدية مقابل الأرباح الموزعة.

وتشتمل الأحداث الإلزامية الأخرى التي تؤثر في حاملي الأسهم على إصدار المنحة (العلاوة) والتجزئة والتجميع. وإصدار العلاوة يحدث عندما تمنح الشركة أسهماً جديدة لحاملي الأسهم الحاليين تبعاً لحصة ملكية كل منهم في الأسهم القائمة. أما التجزئة فتحدث عن طريق تجزئة الأسهم القائمة إلى فئات أصغر مثل أن يجزأ السهم الذي قيمته 10 ريالات إلى سهمين بقيمة 5 ريالات لكل منهما، وتجميع الأسهم عكس التجزئة إذ يصبح كل سهمين قيمة الواحد منهما (10 ريالات) سهماً واحداً قيمته (20 ريالاً).

والأحداث الإلزامية التي تؤثر في حاملي السندات تشتمل على دفعيات الكوبون (كل 6 أشهر في العادة) وسداد أصل القروض عند استحقاق السند.

## 1.1.7 أنواع الأرباح الموزعة

**هدف تعليمي 1.1.7-** فهم طرق توزيع الأرباح الثلاث الرئيسية: محاسنها ومساوئها

Cash Dividends	• التوزيعات النقدية
Stock Dividends	• توزيعات الأسهم
Stock Repurchase	• إعادة شراء الأسهم

درجت الشركات على توزيع الأرباح إما على شكل نقدي أو على شكل إعادة شراء الأسهم أو على شكل توزيعات أرباح سهمية. وتمثل الطريقتان الأولى والثانية طرقاً متشابهة لتوزيع الأرباح النقدية للمساهم، في حين لا تمثل الأخيرة توزيعاً نقدياً حقيقياً .

### التوزيعات النقدية

تتحقق التوزيعات النقدية عندما توزع الشركة جزءاً من أرباحها المتحققة نقداً على حملة الأسهم. وبما أن عمليات تداول مستمرة نشطة تحدث على الأسهم المتداولة في السوق فإنه يقع على عاتق الشركة معرفة الجهة التي سترسل الأرباح الموزعة إليها. وعادة ما يقع فاصل زمني بين إعلان الأرباح الموزعة ودفعها، بحيث تصبح الأرباح الموزعة التزاماً (خصماً) على الشركة بعد إعلانها، وبما أن عملية الدفع مطلوبة في المدى القريب جداً فإن تصنيف الأرباح المقترح والمعلن توزيعها يقع ضمن بند الخصوم المتداولة، وبالتالي فإن حساب الأرباح المحتجزة في الميزانية سوف ينخفض في يوم الإعلان عن التوزيعات ويتم خلق بند جديد بنفس القيمة ضمن الخصوم المتداولة وهو التوزيعات المستحقة.

وينخفض سعر السهم في السوق بما يعادل قيم الأرباح الموزعة في يوم السجل. ويستحق المساهم الذي يملك سهماً في الشركة في يوم السجل الأرباح التي أقر توزيعها، في حين لا يستحق ذلك المساهم الذي يشتري السهم في اليوم التالي.

وعليه فإن سعر السهم في اليوم التالي سيكون أقل من سعر السهم في اليوم السابق بمقدار الأرباح الموزعة. ويطلق على سعر السهم السوقي في يوم السجل وما قبله "السعر مع الأرباح" (Cum Dividend Price) بينما يطلق على السعر بعد ذلك "السعر الخالي من الأرباح" (Ex dividend price).

### إعادة شراء الأسهم

تعد عملية إعادة شراء الأسهم بديلاً للتوزيعات النقدية. وتحقق عملية إعادة شراء أسهم الشركة نفس نتيجة توزيع النقدية للمساهمين، وبالتالي فإن التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم متماثلتان في عالم خال من الضرائب وليس به تكلفة معاملات، ولكن في الواقع هناك اختلاف في المعاملة الضريبية بين الخيارين؛ ففي حالة إعادة شراء الشركة لأسهمها يدفع المستثمر ضريبة أرباح رأسمالية (عادة أقل من ضريبة الدخل العادية) على عملية البيع، في حين تحتسب ضريبة دخل أعلى على التوزيعات النقدية.

وتبرر الشركات إعادة شراء أسهمها خلافاً للمعاملة الضريبية التفضيلية التي ذكرت أعلاه باعتقاد الإدارة أن السهم الذي يراد إعادة شراؤه مقيم في السوق بأقل من قيمته التي يستحقها (Undervalued). وتختار بعض الشركات خيار إعادة الشراء في محاولة لتضخيم ربحية سهمها (إذ ربحية السهم = الأرباح/عدد الأسهم)، وبما أن إعادة شراء الأسهم يخفض من عدد الأسهم القائمة (مقام المعادلة) دون تأثير يذكر في الأرباح (البسط) فإن ربحية السهم الواحد تزيد نتيجة لعملية إعادة الشراء.

## 2.1.7 أسهم المنحة

**هدف تعليمي 2.1.7 –** فهم خصائص توزيعات أسهم المنحة وتأثيرها في حقوق الملكية

- بديل للتوزيعات النقدية Cash Dividends
- سعر السهم في السوق Market Price
- حقوق الملكية Shareholders' Equity
- التأثير في ربحية السهم الواحد ونسبة السعر إلى ربحية السهم (مكرر الأرباح)

ملاحظة: معرفة التأثير في حصة حملة الأسهم وسعر السهم في السوق موضع أسئلة بعمليات حسابية بسيطة

في حالة توزيعات أسهم المنحة يمنح حملة الأسهم العادية أسهماً جديدة بدلاً عن التوزيعات النقدية؛ فعلى سبيل المثال فإن توزيع أسهم منحة بنسبة 10% يعني أن مقابل كل 10 أسهم يملكها حامل السهم حالياً فإنه سيحصل على سهم واحد جديد. ويجب ملاحظة أن توزيعات الأرباح السهمية (المنحة) ليس لها تأثير جوهرى في الشركة لعدم اشتغالها على أي تدفقات نقدية، وعليه فإن القيمة الإجمالية للمنشأة لا تتغير نتيجة لتوزيعات المنحة.

مع ذلك فإن زيادة عدد الأسهم المصدرة يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق. وعادة فإن سعر السهم الذي يتراوح من 40 إلى 50 ريالاً يعد مناسباً لصغار ومتوسطي الحجم من المستثمرين. ولتوضيح هذه النقطة الجوهرية ببساطة نرجع إلى الأيام التي كان سعر سهم بنك الرياض يبلغ فيها 27,000 ريال. وهذا يعني أن شراء حزمة واحدة من السهم (100 سهم) يحتاج إلى 2.7 مليون ريال (وهو ما يعد بعيداً عن متناول معظم المستثمرين). وهكذا ربما تلجأ الشركات التي تعاني من زيادات حادة في سعر سهمها إلى توزيعات الأرباح السهمية لخفض سعر السهم بما يتيح لعدد كبير من المستثمرين المشاركة والتداول في السهم.

ولتوضيح أثر عائد توزيعات الأرباح السهمية في حقوق الملكية ننظر إلى المثال 7-1؛ إذ تمتلك الشركة في المثال 500,000 سهم وأعلنت توزيعات أرباح سهمية بنسبة 10%، وهذا يعني أنها سوف توزع 50,000 سهم جديد على حملة الأسهم الحاليين. ويبين المثال 7-2 حقوق الملكية للشركة بعد أن وزعت الأرباح السهمية. إذ أعيد حساب حقوق الملكية على أساس سعر السهم الحالي الذي افترضنا أنه 10 ريالات للسهم.

يتضح من المثال أن عدد الأسهم العادية قد ازداد ولكن إجمالي حقوق الملكية لم يتغير على الرغم من أنه قد أعيد توزيع الحصص بين الحسابات الفرعية، وقد زاد رأس المال بقيمة 500,000 ريال ليصبح (5.5) ملايين ريال، وهذه الزيادة أخذت من الأرباح المحتجزة ليصبح إجمالي القيمة الدفترية لحقوق المساهمين بدون تغيير عند 9,500,000 ريال.

### مثال 1.7 حقوق الملكية في الشركة قبل توزيعات أسهم المنحة

5,000,000	رأس المال (أسهم عادية) (500,000 سهم ، 10 ريالات للسهم)
2,000,000	علاوة الإصدار
2,500,000	الأرباح المحتجزة
9,500,000	حقوق الملكية

### مثال 2.7 حقوق الملكية بعد توزيعات أسهم المنحة

5,500,000	رأس المال (أسهم عادية) (550,000 × 10 ريالات للسهم)
2,000,000	علاوة الإصدار
2,000,000	الأرباح المحتجزة
9,500,000	حقوق الملكية

لاحظ أنه لم يحدث أي تغيير في كل من إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية ولا الملكية النسبية لكل مساهم، إلا أن كلاً من سعر السهم في السوق وربحية السهم الواحد سينخفض. أما ربحية السهم الواحد فسوف تنخفض لسبب بسيط وهو أن صافي الدخل قد قسم على 550,000 سهم بدلاً من 500,000 سهم. ولمعرفة السعر الجديد للسهم بعد إجراء المنحة فلنتابع العملية الحسابية التالية: بافتراض أن سعر السهم في السوق هو 20 ريالاً قبل إجراء المنحة التي تبلغ 10%، وأن هناك مستثمراً يملك 200 سهم تبلغ قيمتها السوقية 4000 ريال، وعليه فإن توزيع المنحة بنسبة 10% سوف يزيد ما يملكه هذا المستثمر إلى 220 سهماً. ولأنه لم يحدث أي تغيير ملموس بعد توزيعات المنحة فما زال إجمالي القيمة السوقية لما يملكه هذا المستثمر 4000 ريال، بمعنى أن سعر السهم في السوق سينخفض إلى 18.18 ريالاً (4000 ريال / 220 سهماً).

### 3.1.7 تجزئة الأسهم Stock Split

**هدف تعليمي 3.1.7- معرفة خصائص تجزئة الأسهم ومعالجتها في إطار الميزانية العمومية**

أسباب التجزئة	Reasons to Split
سعر السوق	Market Price
التأثير في الميزانية العمومية	Effect on Balance Sheet
التجزئة العكسية	Reverse Split

كما في حالة الأرباح السهمية (المنحة)، قد تلجأ بعض الشركات إلى تجزئة أسهمها لمحاولة وضع سعر السهم في مستوى يسمح لعدد أكبر من المستثمرين للمشاركة، وفي حالة التجزئة بنسبة 1 إلى 3 (3 : 1) للسهم تستطيع الشركة أن تبدل بكل سهم قديم ثلاثة أسهم جديدة. فالمستثمر الذي يملك 100 سهم قبل التجزئة سوف يحصل على 200 سهم إضافي ويصبح ما يملكه 300 سهم. وكما في حالة الأرباح السهمية تتغير كل القيم للسهم بعد التجزئة بنفس نسبة التجزئة. وكمثال فإن القيمة الدفترية للسهم سوف تهبط بعد التجزئة بمقدار الثلث وكذلك ربحية السهم الواحد وسعر السهم في السوق. ولمعرفة تأثير هذه السياسة في حساب حقوق الملاك، يظهر المثال 3-7 والمثال 4-7 تجزئة أسهم بنسبة 1 : 3 ، حيث تحل 3 أسهم جديدة محل السهم القديم.

### مثال 3.7 عناصر حقوق الملاك (بالريال) قبل قرار التجزئة

6,000,000	رأس المال (أسهم عادية) (12 × 500,000 ريال للسهم)
2,000,000	علاوة الإصدار
2,000,000	الأرباح المحتجزة
10,000,000	حقوق الملكية

### مثال 4.7 عناصر حقوق الملاك (بالريال) بعد قرار التجزئة

6,000,000	رأس المال (أسهم عادية) (4 × 1500,000 ريال للسهم)
2,000,000	علاوة الإصدار
2,000,000	الأرباح المحتجزة
10,000,000	حقوق الملكية

بمقارنة الأمثلة 3.7 و 4.7 معاً فإن حساب حقوق الملكية لم يتغير، فالذي تغير حقيقة هو عدد أسهم رأس المال إذ ازدادت ثلاث مرات والقيمة الاسمية التي انخفضت إلى الثلث. أما في التجزئة العكسية (التجميع) فيحدث العكس إذ ينخفض عدد الأسهم. ففي تجزئة عكسية بنسبة 1:2 يجمع سهمان قديمان في سهم واحد جديد مما يخفض عدد الأسهم إلى النصف.

### 4.1.7 سياسة توزيع الأرباح

**هدف تعليمي 4.1.7 – معرفة الأنواع المختلفة لسياسات توزيع الأرباح والمنطق وراء توزيع الأرباح**

تميل الشركات إلى الحفاظ على مستوى مستقر من الأرباح الموزعة التي لها قابلية النمو خلال الزمن. إن التغير المستمر في التوزيعات النقدية يرسل إشارات عكسية حول أداء الشركة؛ فعلى سبيل المثال قد تلجأ إدارة الشركة إلى عدم زيادة التوزيعات النقدية بالرغم من زيادة أرباح الشركة؛ إذ عادة ما تلجأ الشركات إلى زيادة الأرباح الموزعة عندما تكون الإدارة واثقة من ثبات مستوى الأرباح الجديد وديمومته. وسياسات توزيع الأرباح التي لوحظت على أرض الواقع تشمل:

- 1 - سياسة التوزيعات المستقرة: تستخدم كثير من الشركات سياسة توزيع ربح معين لكل سهم. وينظر إلى هذه السياسة المستقرة بعين الرضا من جانب المستثمرين؛ إذ إنها تعبر عن شركة قليلة المخاطر.
- 2 - سياسة نسبة الأرباح الموزعة الثابتة: ووفقاً لهذه السياسة تُدفع نسبة ثابتة من الأرباح كتوزيعات. وفي حالة تقلب الأرباح فإن توزيعات الأرباح للسهم الواحد ستتغير أيضاً.
- 3 - السياسة التوفيقية: وهي توفق بين سياسة التوزيعات المستقرة وسياسة توزيع نسبة من الأرباح، بحيث تدفع الشركة مبلغاً منخفضاً كتوزيعات لكل سهم مضافاً إليه زيادة بنسبة مئوية في السنوات ذات الأرباح الجيدة.



4 - سياسة الأرباح المتبقية: وفي هذا النوع يعتمد حجم الأرباح الموزعة على حجم الأرباح المحتجزة الذي يعتمد بدوره على توافر الفرص الاستثمارية في السنة اللاحقة. وتمثل الأرباح الموزعة المبالغ المتبقية من الأرباح بعد استيفاء الشركة لكل احتياجاتها التمويلية.

## 2.7 الإجراءات الاختيارية ( Voluntary Events )

تعد الإجراءات الاختيارية أعمالاً تتطلب من حاملي الأسهم أن يكونوا فاعلين إذ يكون لهم عنصر الاختيار بين التنفيذ أو عدم التنفيذ، وسوف نتطرق إلى خمسة أمثلة على الإجراءات الاختيارية:

**هدف تعليمي 2.7 – معرفة خصائص الأعمال الاختيارية التالية:**

- إصدارات حقوق الاكتتاب (الأولية) Rights Issues
- التحويلات Conversions
- الحيازة Takeovers
- التبادلات Exchanges
- الطروحات الأولية للاكتتاب Initial Public offerings

### (1) إصدارات حقوق الاكتتاب (Rights Issues)

قد ترغب شركة في الحصول على تمويل إضافي عن طريق إصدار أسهم، وقد يكون ذلك بغرض توفير أرصدة من أجل التوسع أو سداد ديون البنك أو تمويل إصدارات السندات. وفي مثل هذه الحالات، فإن المعتاد أن تلجأ الشركة إلى حاملي أسهمها الحالية بواسطة ما يعرف بـ "استدعاء نقدي"، إذ سبق لهم شراء أسهم في الشركة، وبالتالي قد يكون لديهم الرغبة في شراء المزيد؛ وكمثال لحقوق الاكتتاب (الأولية) فقد تعرض الشركة على حاملي الأسهم الحالية الحق لمن يملك أربعة أسهم في شراء سهم واحد آخر جديد بسعر محدد، والاستجابة الأولية لهذا الإعلان بخصوص هذه الحقوق تعكس نظرة السوق إلى جملة المشروع، فإذا كان الهدف من عملية الاكتتاب التوسع المالي وهذه الإستراتيجية تبدو مقبولة للمستثمرين فيمكن أن يؤدي ذلك إلى الاكتتاب، أما إذا كان الغرض من زيادة رأس المال غير مقبول للمستثمرين فقد تكون الاستجابة عكسية.

ويجب على الشركة ومستشاري الاستثمار فيها فحص الأرقام بدقة، فإذا كان سعر الأسهم المعروضة للاكتتاب مرتفعاً فإن عملية الاستدعاء النقدي قد تفشل وقد يكون هذا محرراً ومكلفاً لبنك الاستثمار الذي تعهد الإصدار. ويلتزم متعهدو عملية الإصدار بشراء الأسهم إذا لم يتقدم أحد لشرائها، وفي الغالب يقوم بنك الاستثمار بالاكتتاب في جزء من الإصدار لنفسه.

## مثال 5.7

تملك شركة ABC 100 مليون سهم حالياً يتداول كل منها عند 40 ريالاً للسهم الواحد، وقد قررت الشركة زيادة التمويل من أجل التوسع عن طريق منح حاملي أسهمها الحاليين الحق في شراء سهم واحد لكل خمسة أسهم مملوكة (5.1)، بحيث يتم تحديد سعر الأسهم الجديدة لتباع بخصم بالنسبة إلى سعر السوق السائد عند 35 ريالاً فقط.

بذلك يكون كل مساهم في الشركة قد حصل على خيار يمكنه من التصرف عقب إصدار هذه الحقوق، فالفرد الذي يملك 5 أسهم في ABC يمكنه:

- استخدام الحق وبالتالي الاكتتاب عند 35 ريالاً وزيادة ملكيته في ABC إلى 6 أسهم .
- بيع حقوق الاكتتاب لمستثمر آخر: وحقوق الاكتتاب لها قيمة ويمكن بيعها، إذ إنها تتيح لحاملها الاكتتاب بسعر خصم مقارنة مع سعر السهم المدرج في السوق.
- عدم فعل أي شيء: إذا اختار المستثمر أن لا يفعل شيئاً فإن مستشار الشركة سوف يبيع هذه الحقوق بأفضل سعر متاح وبحول المبالغ المحصلة (بعد خصم الرسوم) إلى المساهم.

### (2) التحويلات (Conversions)

يملك حملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وحملة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم القدرة على تحويل استثماراتهم إلى أسهم عادية. وهذا الخيار قد يفيد بفترات محددة يكون خلالها للمستثمرين الحرية في اختيار الاستمرار في شكل استثماراتهم القائم أو ممارسة حقهم في التحويل.

### (3) الحيازة (Takeovers)

لنفترض أن شركة (ABC – صاحبة المبادرة) تقدمت بعرض للاستحواذ على شركة أخرى (XYZ – الهدف)، فإن حاملي الأسهم في XYZ يستطيعون بيع الأسهم بالسعر المعروض خلال فترة العرض وهم بذلك غير مجبرين على قبول العرض إذ إن لديهم الخيار في قبول أو رفض العرض.

### (4) التبادلات (Exchanges)

يتم تصميم بعض عمليات الاستحواذ في شكل تبادل سهم لكل سهم بنسبة معينة بدلاً من الشراء النقدي، فقد تعرض ABC على حاملي أسهم XYZ أسهم ABC الجديدة بعد عملية الاستحواذ ليتم تبادلها مع أسهم XYZ. وكما في حالة الشراء النقدي ليس هناك إلزام لحاملي الأسهم في XYZ بقبول العرض إذ لديهم الخيار بقبول أو رفض العرض.

### (5) الطروحات الأولية للاكتتاب (Initial Public Offerings)

عندما تقرر شركة قائمة بزيادة رأسمالها عن طريق إدراج أسهمها في السوق المالي فإنها تصبح شركة مسجلة في السوق، وبالتالي فهي ندعو كل من حاملي الأسهم الحاليين والمستثمرين الجدد إلى الاكتتاب في الأسهم الجديدة. وفي هذه الإصدارات العامة الأولية لا يلزم حاملي الأسهم الحاليين ولا المستثمرين الجدد بقبول العرض؛ فهذا الإجراء يعد عملاً اختيارياً.

### 3.7 مصطلحات الأرباح الموزعة (Terminology)

هدف تعليمي 3.7 – فهم المصطلحات التالية:

- تاريخ السجل (Record Date)
- التاريخ اللاحق لتوزيع الأرباح (Ex Date)
- المنافع المستحقة (Cum Benefits)
- السعر الخالي من المنافع (Ex Benefit)
- شراء الاستحقاق المتراكم الخاص (Special Ex)
- بيع الاستحقاق المتراكم الخاص (Special Cum)

ملاحظة: يُفترض هنا أن فترة تسوية الأسهم تتم عن طريق  $(T + \emptyset)$

يعد التوزيع النقدي للأرباح مثالاً لإجراءات الشركة الإلزامية كما ذكر آنفاً، وهو يمثل جزءاً من ربح الشركة يوزع على حاملي الأسهم. وقد تختلف الكمية التي تدفع للسهم الواحد اعتماداً على الربحية الكلية للشركة ودرجة السيولة المتاحة. ويتسلم حامل السهم الأرباح إما في شكل شيكات أو تحول تلقائياً إلى حسابه البنكي.

وقد توجد صعوبة عملية لدى الشركات الكبيرة (من حيث عدد الأسهم المصدرة) التي تتغير فيها ملكية الأسهم بصورة متكررة في تحديد هوية الشخص المؤهل للحصول على الربح الموزع. وقد طورت الأسواق إجراءات بخصوص الحد من تسلم أشخاص لأرباح لا تخصهم وبالتالي التقليل من عدد المساهمين الذين لا يحصلون على الأرباح التي هي من حقهم. وفي هذا الإطار تشتري الأسهم وتباع مع الحق في تسلم الربح القادم المعلن حتى تاريخ محدد يعرف بالتاريخ اللاحق للأرباح الموزعة (Ex-dividend). وحتى ذلك التاريخ تكون الأسهم ذات ربح موزع مستحق (Cum-dividend). وإذا تم شراء أسهم ذات ربح موزع مستحق فإن المشتري يحصل على الربح المعلن. وخلال الفترة من التاريخ اللاحق لتوزيع الأرباح حتى تاريخ دفع الأرباح فإن الأسهم تشتري وتباع بدون الحق في الأرباح الموزعة المعلن.

#### مثال 6.7

لو أن شركة قررت توزيع الأرباح وأعلن عن التوزيع في 17 أغسطس بحيث تدفع الشركة الأرباح لحاملي الأسهم الذين تظهر أسماؤهم في السجل كما في 8 أكتوبر، وهذا التاريخ يسمى تاريخ السجل (Day of Record).

باعتبار تاريخ السجل هو 8 أكتوبر، تقوم البورصة المحلية عادة بتحديد "التاريخ اللاحق للأرباح الموزعة" (Ex - Dividend Day). وعندما تدخل الأسهم هذا التاريخ فإن سعر السهم ينخفض بمقدار الربح المستحق.

ويجب أن تضمن هذه العملية أن المستثمرين الذين يشترون بعد تاريخ السجل (Ex-dividend) يدفعون سعراً أقل لأنهم لن يحصلوا على التوزيعات. وكذلك الحال للذين يبيعون فإنهم سيبيعون بسعر أقل لأنهم سوف يحصلون على التوزيعات النقدية.

قد يرغب مشتركو الأسهم أحياناً في تجنب تسلم الأرباح بالرغم من أن الأسهم المتداولة تتداول وهي مستحقة للأرباح الموزعة (Cum-dividend)، في هذه الحالة قد يجد هؤلاء المستثمرون طرفاً أخرى بحيث يتم شراء الأسهم بدون الأرباح المستحقة وتعرف هذه الطريقة باسم معاملة شراء خاصة (بدون ربح) Special-ex. وقد يوجد احتمال مماثل عندما يرغب بائع في بيع الأسهم عندما تكون الأسهم تتداول من دون أرباح (ex-dividend) ولكنه يريد بيع كلاً من السهم والربح المعلن وهذا يسمى معاملة بيع خاصة (أرباح متراكمة) Special Cum.

وكما يحدث مع التوزيعات، فإن إجراءات الشركات الأخرى أنفة الذكر تنتقل من وضع تكون فيه مستحقة (Cum) إلى وضع تكون فيه غير مستحقة (Ex) حتى يكون واضحاً للمستثمرين الحاليين والمحتملين ما إذا كانوا يتمتعون بهذه المنافع والحقوق من عدمه.

#### 4.7 حسابات ( Calculations )

هدف تعليمي 4.7 – القدرة على حساب البيانات ذات العلاقة بإجراءات الشركات المتعلقة حول:

- الرسملة (Capitalization)
- إصدار أسهم المنح (Bonus, Scrip Issues)
- إصدار حقوق الاكتتاب "الشفعة" (Rights Issues)

تمثل إصدارات العلاوة التي تعرف أيضاً بإصدارات المنحة أو الرسملة إجراءً من جانب الشركة تمنح بموجبه حاملي الأسهم الحاليين أسهماً جديدة بلا مقابل. وببساطة، تزيد الشركة في هذه الحالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم، وتحول جزءاً من أو كل الأرباح المحتجزة إلى رأسمال (رسملة).

### مثال 7.7

تتداول أسهم شركة المها حالياً بسعر يبلغ 12 ريالاً للسهم. وقد قررت الشركة إصدار أسهم منحة بواقع 1:1. النتيجة أن مالك السهم الذي يملك سهماً بقيمة 12 ريالاً سوف يملك بعد المنحة سهمين بنفس القيمة الكلية أي أن سعر السهم سينخفض إلى 6 ريالات.

ومن دوافع إصدار أسهم المنحة زيادة سيولة أسهم الشركة في السوق وتخفيض سعر السهم. وينبع ذلك من أنه إذا كان سعر سهم الشركة مرتفعاً جداً فهو غير مغزٍ للمستثمرين وخصوصاً صغار المستثمرين. لذلك فإن كبرى الشركات في بريطانيا تحاول الحفاظ على سعر أسهمها بأقل من 10 جنيهات إسترليني. فمذ عدة سنوات مضت كانت أسعار سهم بنك HSBC تتداول بسعر 21 جنيهاً، ومن ثم وزعت الشركة أسهم منحة بواقع 2:1 (سهمان جديان لكل سهم مملوك سابقاً)، مما أدى إلى انخفاض سعر السهم إلى 7 جنيهات.

ولحساب سعر السهم ما بعد المنحة المعلنة نتبع الطريقة التالية وباستخدام مثال HSBC :

الحالة	عدد الأسهم	السعر
قبل الإصدار	1	21 جنيه
المنحة (المكافأة)	2	مجانا
بعد الإصدار	3	$7 = 3 \setminus 21$ جنيه

وبالنسبة إلى حقوق الاكتتاب (الألوية) فإن طريقة حساب أسعارها مشابهة، وللتوضيح نستخدم نفس المثال المذكور سابقاً.

### مثال 8.7

تملك شركة الثريا أسهماً عددها 100 مليون سهم وتتداول حالياً عند 40 ريالاً للسهم. لتوفير التمويل من أجل التوسع قررت الثريا منح حاملي الأسهم الحاليين الحق في شراء سهم جديد لكل 5 أسهم مملوكة. وتعرف هذه بأنها إصدار حقوق اكتتاب (ألوية) بنسبة 1:5 أسهم. أما سعر الأسهم الجديدة المصدرة فهو 35 ريالاً فقط.

الحالة	عدد الأسهم	السعر
قبل - أقل عدد يؤهل للاكتتاب	5	$200 = 40 \times 5$ ريال
حق الاكتتاب	1	$35 = 35 \times 1$ ريالاً
بعد	6	$39.2 = 6 / (35 + 200)$ ريالاً

ولأن حاملي الأسهم لديهم الحق في بيع حق الاكتتاب لمستثمر آخر بشكل منفصل، يمكن بالتالي حساب سعر بيع هذا الحق، ويعرف بالسعر الصافي (Nil Paid Price) وهو ببساطة يمثل الفرق بين سعر ما بعد الاكتتاب "Ex-Right" وسعر الاكتتاب المعلن.

وفي المثال الأعلى يكون السعر هو  $35 - 39.2 = 4.20$  ريالاً.

## 5.7 مواضيع متفرقة ( Sundry Matters )

هدف تعليمي 5.7 – فهم التفاصيل الأساسية المتعلقة بإجراءات الشركات Corporate Actions المتنوعة

التالية:

- المزايا للمصدر (Advantages to the Issuer)
- استخدام متعهد إصدار (Use of an Underwriter)
- الاستقرار والثبات (Stabilization)

كما ذكر سابقاً فإن إجراءات الشركات تحدث نتاجاً لأسباب مختلفة؛ فبعضها يخدم المستثمرين مثل دفع توزيعات الأرباح لحاملي الأسهم والفائدة للدائنين، والبعض يحدث لإعادة تنظيم رأس المال المساهم ليحمله أكثر جذباً للمستثمرين عامة، مثل إصدارات العلاوة والتجزئة والتجميع. أما عمليات الاستحواذ فيمكنها تغيير مسار المنظمة في حين أن إصدارات الحقوق والطروحات الأولية للاكتتاب تعد من أعمال الشركات التي تزيد رأس المال.

وتحتاج حقوق الاكتتاب والطروحات الأولية للاكتتاب إلى دور بنوك الاستثمار لإدارة الإصدار أو التعهد بالتغطية. وهذا يعني أنه إذا لم يرغب المستثمرون في شراء الأسهم المصدرة فإن على بنك الاستثمار متعهد التغطية شراء كل الإصدار أو جزء منه. هذا الترتيب يضمن للشركة المصدرة الحصول على التمويل اللازم بالرغم من تحملها تكلفة مصاريف الضمان. وإذا ما كان حجم الإصدار كبيراً بحيث لا يستطيع بنك واحد التعهد فقد لا يرغب بنك استثماري واحد في المخاطرة لضمان تسويق الإصدار، وبدلاً من ذلك يتم تنظيم مجموعة ضمان (Syndicate) تتألف من مؤسسات مالية متنوعة. وفي كثير من الأحيان فإن البنك الاستثماري يربط ما بين التعهد بالإصدار والالتزام بتجنب هبوط سعر إصدار الأسهم إلى مستوى أقل من مستوى متفق عليه مسبقاً وخلال فترة محددة من الزمن. وتعرف هذه العملية بعملية الاستقرار بحيث يكون هناك متطلبات للإفصاح وتحديد لوقت العرض تحددها الجهات التنظيمية في السوق.

## أسئلة للمراجعة: الإجراءات الإدارية المالية

- 1 - إذا أعلن مصدر سهم أرباحاً موزعة وباع المستثمر (أ) جزءاً من أسهمه للمستثمر (ب) في اليوم الذي يسبق يوم السجل، فأيهما يكون مستحقاً لدفعات الأرباح الموزعة؟  
(أ) المستثمر (أ) يستحق الدفعة كلها  
(ب) المستثمر (ب) يستحق الدفعة كلها  
(ج) كلاهما يستحق - مناصفة على أساس 50% لكل واحد  
(د) كلاهما يستحق - على أساس نسبة الأيام التي تملك كل واحد فيها السهم
- 2 - شركة تتبع سياسة (الأرباح الموزعة المتبقية) متى تدفع أرباحاً موزعة أعلى، إذا كانت كل العوامل الأخرى ثابتة:  
(أ) عندما يكون لديها فرص استثمارية أقل جاذبية  
(ب) عندما يكون لديها أرباح أقل متاحة للاستثمار  
(ج) عندما يكون لديها نسبة مستهدفة أقل من الديون إلى حقوق الملاك  
(د) عندما تكون تكلفة الفرصة البديلة لأرباحها المحتجزة عالية
- 3 - اليوم الذي ينتهي فيه استحقاق مساهم في استلام أرباح موزعة يسمى بـ:  
(أ) يوم التصريح  
(ب) يوم السجل  
(ج) اليوم اللاحق لتوزيع الأرباح  
(د) يوم الإعلان الرسمي
- 4 - كان سعر سهم شركة أنوار 120 ريالاً سعودياً في بداية عام 2011 في يوم 2011/4/1 أعلنت الشركة تجزئة لأسهمها 2 إلى 3، ما سعر سهم شركة أنوار الجديد المتوقع في السوق؟  
(أ) 120 ريالاً سعودياً  
(ب) 80 ريالاً سعودياً  
(ج) 60 ريالاً سعودياً  
(د) 40 ريالاً سعودياً
- 5 - عندما ترغب شركة في تخفيض القيمة السوقية لسهمها بصورة مباشرة فإن الشركة على الأغلب سوف:  
(أ) تجزئ سهمها  
(ب) تشتري أسهم خزينة  
(ج) تبيع أسهم خزينة  
(د) تحتجز أرباحها الجارية

6 - يتداول سهم شركة هلال حالياً عند سعر 120 ريالاً سعودياً، فإذا قررت الشركة منح سهم واحد مقابل كل سهم من أسهمها الحالية، ما الذي يحدث لسعر السهم؟

- (أ) سيزيد إلى 240 ريالاً
- (ب) سيزيد لكن من الصعوبة تحديد السعر الأعلى الجديد
- (ج) سينخفض إلى 60 ريالاً للسهم
- (د) سينخفض لكن من الصعوبة تحديد السهم الأدنى الجديد

7 - تجزئ الشركات أسهمها من أجل:

- (أ) جعلها أكثر سيولة ومتاحة لقطاع أكبر من السوق
- (ب) تخفيض ربحية السهم الواحد
- (ج) جعل المساهمين الحاليين أكثر ثراءً بحصولهم على أسهم أكثر
- (د) تخفيض الضريبة التي تدفعها على أرباحها الجارية

8 - أي من الإجراءات المالية الإدارية التالية غير إلزامية؟

- (أ) الاكتتاب في حقوق الأولوية
- (ب) التوزيعات النقدية
- (ج) أسهم المنحة (المجانية)
- (د) إعادة شراء الأسهم

9 - بعد تجزئة السهم:

- (أ) سيزيد جزء حقوق الملكية من الميزانية العمومية
- (ب) سينقص جزء حقوق الملكية من الميزانية العمومية
- (ج) سيظل جزء حقوق الملكية من الميزانية العمومية على حاله ولن يتأثر
- (د) سينخفض مبدئياً في وقت التجزئة ومن ثم يزيد بعدها

10 - بعد تاريخ السجل لسهم يوزع أرباحاً:

- (أ) يدفع مشترو السهم سعراً أعلى لأنهم يحصلون على التوزيعات
- (ب) يدفع مشترو السهم سعراً أقل لأنهم لا يحصلون على التوزيعات
- (ج) يتسلم بائعو السهم سعراً أعلى لأنهم يحصلون على التوزيعات
- (د) سعر السهم لا يتأثر بل يظل كما هو قبل تاريخ السجل



## 8 الأسس الكمية للتحليل الاستثماري

### المقدمة

- 1.8 القيمة الزمنية للنقود
- 1.1.8 الفائدة المركبة (القيمة المستقبلية)
- 2.1.8 الخصم (القيمة الحالية)
- 3.1.8 الدفعات السنوية

### 2.8 معدلات العائد الكلي

- 1.2.8 معدل العائد متعدد الفترات
- 2.2.8 العائد المتوقع

### 3.8 مخاطر الاستثمار

### أسئلة المراجعة

### الملحق

### الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يستعرض هذا الفصل بعض الأسس الكمية التي تمثل أساساً للتحليل الاستثماري وتطبيقاته المتنوعة ويركز الجزء الأول من الفصل على مفهوم القيمة الزمنية للنقود التي تدخل في كثير من عمليات التقييم والتحليل الاستثماري كتحليل الأوراق المالية والمشاريع الاستثمارية والرهن العقاري والإيجار التشغيلي والأسمالي وعمليات الدمج والاستحواذ. أما الجزء الثاني من هذا الفصل فيركز على عناصر الاستثمار الخاصة بكيفية حساب العائد والمخاطر للاستثمارات المختلفة وأهميتها في تصنيف وترتيب الاستثمارات.

## 1.8 القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money

**هدف تعليمي 1.8-** فهم ماذا تعني القيمة الزمنية للنقود

القيمة الزمنية للنقود هي المفهوم الأكثر استعمالاً وتطبيقاً في المالية، ويستخدم في تحليل التدفق النقدي وهو أساس تطبيقات متنوعة كتحليل الأوراق المالية وتقييم المشاريع وتقييم المنشآت وحساب جداول سداد الرهن العقاري.

إن الريال الذي يُستثمر اليوم ينمو إلى أكثر من ريال في المستقبل لأنه يمكن إيداعه للحصول على فائدة. وهذا يعني أن قيمة الريال اليوم لا تساوي قيمة الريال في المستقبل. وهذا القيد يمنع التجميع البسيط للمبالغ النقدية خلال فترات زمنية مختلفة. إن العديد من الاستثمارات توتي منافعها على مدى فترات زمنية عديدة لذا يتطلب تقييم هذه الاستثمارات أن نأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود. وتساعدنا مبادئ الخصم والتراكم على تعديل القيم لأخذ عامل الزمن بعين الاعتبار.

### 1.1.8 الفائدة المركبة (القيمة المستقبلية)

**هدف تعليمي 1.1.8-** فهم كيفية حساب القيمة المستقبلية للأرصدة المستثمرة اليوم

عند إيداع مبلغ من النقود في المصرف أو أي مؤسسة إيداعية فإنه يحصل على فائدة. وهذه الفائدة تتراكم لأن الفائدة تتحقق ليس فقط للمبلغ الأساسي إنما أيضاً للفائدة المكتسبة في الفترات السابقة. وتفترض معظم التطبيقات أن الفائدة تكون مركبة وفي (مصطلحات) القيمة الزمنية للنقود، فإن القيمة الحالية تمثل قيمة مبلغ القرض أو المبلغ المستثمر اليوم في حين تعني القيمة المستقبلية المبلغ الذي سوف يتسلم لاحقاً. والقيمة المستقبلية ترتبط بالقيمة الحالية حسابياً كما يلي :

$$FV_n = PV_0(1 + i)^n$$

حيث  $FV_n$  = القيمة المستقبلية للاستثمار عند نهاية الفترات  $n$ .

$i$  = معدل الفائدة ( أحياناً تسمى معدل الخصم) خلال الفترة.

$PV_0$  = القيمة الحالية أو القيمة الفعلية المستثمرة عند بداية السنة الأولى .

$N$  = عدد الفترات.

### مثال 1.8

إذا أُودع مبلغ 1,000 ريال في حساب توفير يدفع للمودع 8% فائدة تتراكم سنوياً، فما الرصيد في هذا الحساب عند نهاية السنة الخامسة؟

باستخدام المعادلة السابقة:

$$\begin{aligned}FV_5 &= PV_0(1 + i)^5 \\ &= 1,000(1+.08)^5 \\ &= 1,000 (1.4693) \\ FV_5 &= S.R 1,469.3\end{aligned}$$

وفي بعض الحالات قد تحدث عملية التراكم عدة مرات خلال السنة كما هو الحال في بطاقة الائتمان؛ إذ قد تقرر شركة الائتمان أن تحمّل العميل فائدة بواقع 15% سنوياً ولكنها تقوم بحساب الفائدة على أساس شهري، وهذا الترتيب يعرف بأنه (15% للسنة بتراكم شهري) والتراكم المتكرر يزيد معدل الفائدة الفعلية. ولتقدير التراكم المتكرر يتم إجراء التعديل التالي للمعادلة حيث إن ( m ) يمثل عدد مرات تراكم الفائدة المركبة في السنة.

$$FV_n = PV_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \times m}$$

### مثال 2.8

إذا وُضعت الـ 1000 ريال المذكورة في المثال السابق في حساب توفير يعطي 8% بحيث تتراكم الفائدة كل ثلاثة أشهر بدلاً من كل سنة فإن الرصيد في حساب التوفير عند نهاية السنة الخامسة يُحسب كالآتي:

$$\begin{aligned}FV_5 &= PV_0 \left(1 + \frac{i}{4}\right)^{5 \times 4} \\ &= 1000 (1.02)^{20} \\ &= 1000 (1.4859) \\ &= 1,485.9\end{aligned}$$

لاحظ كيف أن زيادة فترات التراكم نتج عنها قيمة مستقبلية أكبر

### 2.1.8 الخصم ( القيمة الحالية ) ( Discounting ( Present Value )

هدف تعليمي 2.1.8- فهم كيفية حساب القيمة الحالية للأرصدة المتسلسلة في المستقبل

القيمة الحالية تمثل القيمة الحالية لمبلغ من المال يتوقع تسلمه في المستقبل.

$$PV_0 = \frac{FV_n}{(1 + i)^n}$$

الرموز تم تعريفها سابقاً.

### مثال 3.8

ما القيمة الحالية لمبلغ 10,000 ريال ستسلم بعد 5 أعوام من اليوم إذا كان معدل الخصم هو 8% في السنة؟

$$PV_0 = \frac{10000}{(1.08)^5} = 6,806 \text{ SR}$$

وهكذا فإن القيمة الحالية لمبلغ 10,000 ريال المتسلمة بعد 5 سنوات تساوي 6,806 ريالاً إذا كان معدل الفائدة 8% في السنة.

### 3.1.8 الدفعات السنوية Annuities

هدف تعليمي 3.1.8 - فهم كيفية حساب القيمة المستقبلية والحالية للدفعات السنوية

غطت الحالات التي نوقشت حتى الآن حالات يكون لدينا فيها اليوم مبلغ من المال ومن ثم تُحسب قيمتها المستقبلية أو قيمة مستقبلية واحدة محددة يتم تقدير قيمتها الحالية. أما الدفعات السنوية فهي سلسلة من الدفعات (عادة تكون متساوية) وتحدث في فترات متساوية. ويوجد نوعان من الدفعات: الدفعات السنوية العادية، والدفعات السنوية المستحقة. في الدفعات السنوية العادية تكون الدفعات عند نهاية كل فترة، أما في الدفعات السنوية المستحقة فتكون الدفعات عند بداية كل فترة. وللدفعات السنوية المستحقة قيمة مستقبلية وقيمة حالية أكبر من الدفعات السنوية العادية حيث إن الدفعات تتم مبكراً.

#### القيمة المستقبلية للدفعات السنوية : Future Value of Annuities

القيمة المستقبلية للدفعات السنوية العادية (FVA) مع دفعة (PMT) تُحسب بواسطة المعادلة التالية:

$$FVA_n = \frac{PMT}{i} [(1 + i)^n - 1]$$

### مثال 4.8

يودع مستثمر 1000 ريال في نهاية كل عام لمدة خمسة أعوام بمعدل فائدة 10% سنوياً وأودعت أول دفعة عند نهاية السنة الأولى. هذا مثال للدفعات السنوية العادية لمدة 5 سنوات مع دفعة تساوي 1000 ريال. سيكون الرصيد في البنك عند نهاية السنوات الخمس (القيمة المستقبلية) 6,105 ريالاً.

$$FVA_n = \frac{1000}{0.10} [(1 + 0.10)^5 - 1]$$

#### القيمة الحالية للدفعات السنوية : Present Value of an Annuity

القيمة الحالية (PVA<sub>0</sub>) للدفعة السنوية العادية يمكن حسابها باستخدام المعادلة التالية:

$$PVA_0 = \frac{PMT}{i} \left[ \frac{(1 + i)^n - 1}{(1 + i)^n} \right]$$

### مثال 5.8

يدير استثمار 100 ريال كل سنة من السنوات الخمس القادمة، والدفعة الأولى تستحق خلال سنة من الآن. القيمة الحالية لهذا الاستثمار هي القيمة الحالية للدفعات السنوية، فإذا كانت الفائدة السائدة هي 10% سنوياً فإن القيمة الحالية ستكون 379.10 ريالاً.

$$PVA_0 = \frac{100}{0.1} \left[ \frac{(1 + 0.1)^5 - 1}{(1 + 0.1)^5} \right] = S.R 379.1$$

### القيمة الحالية – حالتان خاصتان : Two Special Cases

يوجد نوعان آخران للتدفق النقدي هما الدفعة السنوية الثابتة مدى الحياة (اللامتناهية) والدفعات السنوية المتنامية مدى الحياة. الدفعة السنوية الثابتة تعرف بأنها دفعة تستمر مدى الحياة، أما الدفعة السنوية المتنامية مدى الحياة فهي دفعات تنمو مع الوقت بنفس معدل الزيادة.

والقيمة الحالية  $PVP_0$  للدفعات السنوية الثابتة مدى الحياة وفيها يدفع دفعة ثابتة PMT كل عام إلى الأبد باعتبار الدفعة الأولى بعد سنة من الآن يمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية:

$$PVP_0 = \frac{PMT}{i}$$

والقيمة الحالية  $PVGP_0$  للدفعات المتنامية مدى الحياة وفيها يدفع PMT للسنة الواحدة من الآن ثم يزداد عند معدل  $i$  % كل سنة للأبد:

$$PVGP_0 = \frac{PMT}{i - g}$$

### مثال 6.8

ما القيمة الحالية للاستثمار الذي يدفع 100 ريال كل سنة إلى الأبد مع تسلم الدفعة الأولى بعد سنة من الآن وبفائدة 8% للسنة.

$$PVP_0 = \frac{100}{0.08} = 1,250 \text{ SR}$$

## مثال 7.8

ما القيمة الحالية للاستثمار الذي يدفع 100 ريال للسنة الواحدة من الآن مع استمرار الدفع كل سنة بمعدل 5% سنوياً إلى الأبد (إذا كان معدل الفائدة الساري هو 10%)؟  
هذا يعني أن الاستثمار يدفع 100 ريال في السنة الأولى و 105 ريالات بعد عامين، و 110.25 ريالات بعد ثلاثة أعوام وهكذا:

$$PVGP0 = \frac{100}{0.10 - 0.05} = 2000 \text{ SR}$$

## 2.8 معدلات العائد الكلي Rates of Return

**هدف تعليمي 2.8** - معرفة حساب معدل العائد الكلي على الاستثمار وأغراضه ومحدداته وأثر تغير القيم المكونة له

ملاحظة: يمكن أن يُمتحن هذا الهدف باستخدام أسئلة كمية

يمثل معدل العائد الكلي على الاستثمار مقدار المبلغ المتحصل خلال فترة الاستثمار ويشمل ذلك مصدرين رئيسيين للعائد هما ارتفاع السعر (أرباح رأسمالية) والدخل (التوزيعات، الإيجارات، الفائدة ... الخ)، ويعبر عنها كنسبة من المبلغ المستثمر.

$$\text{معدل العائد الكلي} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الدخل النقدي}}{\text{سعر الشراء}}$$

وفي الحالة الخاصة بالأسهم يمكن كتابة المعادلة كالتالي:

$$\text{معدل عائد السهم} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}} + \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{سعر الشراء}}$$

معدل عائد السهم = عائد الأرباح الرأسمالية + عائد توزيعات الأرباح (غلة التوزيعات).

## مثال 8.8

افترض أنه تم شراء سهم بسعر 185 ريالاً ووزع أرباحاً بواقع 10 ريالات خلال العام وبيع السهم عند نهاية العام بمبلغ 200 ريال. يبلغ معدل العائد خلال فترة الاحتفاظ (عام واحد):

$$\frac{10}{185} + \frac{185 - 200}{185} = \frac{10 + 185 - 200}{185} = R \text{ العائد}$$

$$= 0.054 + 0.081 = 0.135 \text{ أو } 13.5\%$$

إجمالي معدل العائد هو 13.5% على أساس 8.1% أرباح رأسمالية و 5.4% عائد الأرباح الموزعة

## 1.2.8 معدل العائد متعدد الفترات Multi – Period Rate of Return

**هدف تعليمي 1.2.8** – معرفة حساب معدلات العائد على الاستثمار متعدد الفترات والغرض من حسابها والمحددات وأثر التغيرات في القيم الأساسية المكونة لها

إن الاستثمارات لا تحدد بفترة واحدة ولكنها قد تمتد لعدة فترات. و لذلك يحتاج المستثمرون إلى قياس متوسط العائد خلال المدى الاستثماري المنظور. وتوجد عدة مقاييس لقياس متوسط الأداء الذي يمكن استخدامه وتشمل المتوسط الحسابي والمتوسط الهندسي وسيتم استعراضها في الجزء التالي وكذلك العائد المرجح بمبالغ الاستثمار الذي سيتم استعراضه في ملحق في نهاية هذا الفصل :

### متوسط العائد الحسابي Arithmetic Average Return

يُحسب متوسط العائد الحسابي للعوائد المتعددة الفترات عن طريق حساب عوائد كل فترة ومن ثم جمع عوائد الفترات المنفردة وقسمته على عدد الفترات. وكمثال على ذلك: إذا كانت العوائد السنوية لأسهم معينة خلال السنوات الثلاث الأخيرة: 15% و 10% و 20% فإن المتوسط الحسابي كالتالي:

$$\text{المتوسط الحسابي} = \frac{\text{مجموع عوائد الفترات}}{\text{عدد الفترات}}$$

$$15\% = \frac{20\% + 10\% + 15\%}{3}$$

ومن محددات استخدام طريقة المتوسط الحسابي أن هذه الطريقة تتجاهل التأثير التراكم compounding وأنها لا تمثل مقياساً لمتوسط العائد المتحقق، ويفضل استخدام المتوسط الحسابي كتقدير غير متحيز لعائد الأسهم للفترات القادمة.

### متوسط العائد الهندسي (حساب العائد الهندسي غير مطلوب) Geometric Average Return

خلافاً للمتوسط الحسابي، يأخذ المتوسط الهندسي في الحسبان أثر التراكم compounding بشكل مباشر. ويحسب متوسط العائد الهندسي عن طريق تراكم عائدات كل فترة من الفترات ومن ثم حساب متوسطها.

$$R = \sqrt[T]{(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_T)} - 1 = \text{المتوسط الهندسي} *$$

حيث R = العائد

T = عدد السنوات

### مثال 9.8

باستخدام بيانات المثال السابق يبلغ المتوسط الهندسي 14.9%:

$$R = \sqrt[T]{(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_n)} - 1 = \text{المتوسط الهندسي}$$

$$0.149 = R = \sqrt[3]{(1 + 0.15)(1 + 0.1)(1 + 0.20)} - 1 \text{ أو } 14.9\%$$

## 2.2.8 العائد المتوقع Expected Return

هدف تعليمي 2.2.8 – معرفة حساب العائد المتوقع للاستثمار وتأثير التغييرات في القيم الأساسية المكونة له

أحياناً يهتم المستثمرون بمعرفة أداء استثماراتهم في المستقبل بدلاً من النتائج التاريخية لها، ويمكن تقدير الأداء المستقبلي المتوقع باستخدام الأوضاع الأكثر احتمالاً وليس يقيناً (ماعدداً في بعض الحالات عندما يكون الأداء المستقبلي للاستثمار معروفاً بالتأكيد مثل الاستثمار في السندات الحكومية)، وأفضل طريقة في هذه الأحوال هي وضع توزيع احتمالي لتوزيع العائد وحساب القيمة المتوقعة لها. والتوزيع الاحتمالي عبارة عن تعداد لعدة حالات محتملة مع توزيع احتمالي لحدوث كل حالة. ويُحسب العائد المتوقع كمتوسط مرجح للعوائد الفردية المحتملة حيث تكون عوامل الترجيح (أو الأوزان) هي الاحتمالات:

$$E(R) = \sum_{i=1}^{i=m} P_i \times R_i$$

حيث  $E(R)$  = العائد المتوقع من الاستثمار

$R_i$  = عائد الاستثمار في الحالة  $i$

$P_i$  = احتمال حدوث الحالة  $i$

$m$  = عدد الحالات (السيناريوهات) المحتملة.

ويساعد المثال التالي على إيضاح مفهوم العائد المتوقع.



### مثال 8.10

لنفترض استثمار مبلغ 100 ريال في الوقت الحالي. وقام محلل مالي بتقدير التوزيع الاحتمالي التالي لأداء الاستثمار لفترة عام من الآن. ويعتقد المحلل حدوث ثلاث حالات أو سيناريوهات للتوقعات المستقبلية: احتمال حدوث الحالة الأولى المتمثلة في الحصول على مبلغ 130 ريالاً بنهاية العام هو 20%، واحتمال حدوث الحالة الثانية المتمثلة في الحصول على 110 ريالاً في نهاية العام هو 60%، واحتمال حدوث الحالة الثالثة -وهي الحصول على 90 ريالاً في نهاية العام- 20%. لاحظ أن مجموع الاحتمالات يساوي 100% صحيح أو 100%.

الحالة	الاحتمال	الناتج (ريال)
1	20%	130
2	60%	110
3	20%	90

ويمكن تحول جدول الناتج إلى معدلات عوائد. ويتضمن الناتج الأول عائداً يبلغ 30% على الاستثمار البالغ 100 ريال

الحالة	الاحتمال	العائد %
1	20%	30%
2	60%	10%
3	20%	-10%

العائد المتوقع هو متوسط معدل العوائد الفردية باستخدام الاحتمالات كعوامل ترجيح.

$$\text{العائد المتوقع (ER)} = (0.2 \times 30\%) + (0.6 \times 10\%) + (0.2 \times -10\%) = 10\%$$

وهذا المقياس للعائد يمكن استخدامه كتقدير لأكثر النتائج احتمالاً للتحقق في المستقبل

### 3.8 مخاطر الاستثمار Investment Risk

**هدف تعليمي 3.8 –** فهم مخاطر الاستثمار وارتباطها بالعوائد المستقبلية وتأثير التغيرات في القيم الأساسية المكونة لها

ملاحظة: غير مطلوب حساب الانحراف المعياري والتباين

تشتمل جميع الاستثمارات على درجة معينة من حالة عدم اليقين بخصوص العوائد المستقبلية. وفي مجال الاقتصاد والتمويل فإن حالة عدم اليقين والمخاطر عنصران مترادفان إذ إن أي استثمار له عوائد مستقبلية غير مؤكدة يعد استثماراً خطراً. وينتج الخطر لاستثمار معين من عدة مصادر مثل الهزات الاقتصادية العامة و عوامل الصناعة أو عوامل مرتبطة بالاستثمار ذاته.

#### قياس المخاطر:

يوجد عدد من المقاييس العملية المختلفة لمخاطر الاستثمار، وفي هذا الجزء سوف نتطرق إلى قياس المخاطر الكلية بواسطة حساب ثلاث معادلات قياسية: التباين (Variance)، والانحراف المعياري (Standard Deviation)، والانحراف المعياري إلى العائد (Coefficient of Variation).

التباين : هو مجموع مربع الانحرافات للعائد عن العائد المتوقع ويقاس إجمالي المخاطر.

الانحراف المعياري : هو الجذر التربيعي للتباين.

الانحراف المعياري إلى العائد: هو الانحراف المعياري مقسوماً على العائد المتوقع.

ولحساب هذه المقاييس يمكن للمحلل استخدام البيانات التاريخية أو التقييم الاحتمالي الذاتي للمستقبل، وفي حالة استخدام البيانات التاريخية للعائد يحسب التباين  $\sigma^2$  كالآتي :

$$\sigma^2 = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^{t=T} (R_t - \bar{R})^2$$

حيث أن  $R_t$  = العائد في الفترة T

$\bar{R}$  = المتوسط الحسابي للعائد

T = عدد الفترات الزمنية

أما الانحراف المعياري فيرمز له بالرمز  $\sigma$  ويحسب كالآتي:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

وأخيراً فإن معامل الانحراف المعياري إلى العائد يرمز له بالرمز C.V. ويحسب كالآتي :

$$C.V. = \frac{\sigma}{\bar{R}}$$

إذا استخدم المحلل التوزيع الاحتمالي للعوائد المستقبلية يمكن حساب التباين في هذه الحالة كالآتي:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{i=n} P_i \times (R_i - \bar{R})^2$$

حيث  $P_i$  هي احتمالية حدوث العائد  $i$  والحدود الأخرى في المعادلة كما تم تعريفها مسبقاً

### مثال 11.8

لنفترض أن استثماراً يعطي عوائد مقدارها 15%، 10%، 20% كل عام على مدى السنوات الثلاث الأخيرة. متوسط العائد لهذا الاستثمار هو 15%.

ويتم حساب كل من (التباين والانحراف المعياري والانحراف المعياري إلى العائد كالتالي):

$$1 - \sigma^2 = \frac{1}{2} \sum (15 - 15)^2 + (10 - 15)^2 + (20 - 15)^2 = 25$$

$$2 - \sigma = \sqrt{25} = 5$$

$$3 - CV = \frac{5}{15} = 0.33$$

يلاحظ أن وحدات التباين يعبر عنها كنسبة مئوية مربعة

### مثال 12.8

باستخدام البيانات الواردة في المثال السابق

الحالة	الاحتمال	العائد%
1	20%	30%
2	60%	10%
3	20%	10%

متوسط العائد المتوقع هو 10%.

التباين والانحراف المعياري والانحراف المعياري إلى العائد تحسب كالتالي:

$$\sigma^2 = 0.2 \times (30 - 10)^2 + 0.6(10 - 10)^2 + 0.2 (-10 - 10)^2 = 160$$

$$\sigma = \sqrt{160} = 12.65$$

$$CV = \frac{12.65}{10} = 1.265$$

## أسئلة للمراجعة: الأسس الرياضية للتحليل الاستثماري

- 1 - القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي واحد:
- (أ) تزداد بازدياد عدد فترات الخصم  
(ب) أكبر بصورة عامة من المبلغ المستقبلي  
(ج) تعتمد على عدد فترات الخصم  
(د) ترتفع بارتفاع معدل الخصم
- 2 - كم تستغرق 10,000 ريال من الوقت حتى تتضاعف إذا كان سعر الفائدة 5% مركبة سنوياً؟
- (أ) 20 سنة تقريباً  
(ب) 10 سنوات تقريباً  
(ج) 15 سنة تقريباً  
(د) 5 سنوات تقريباً
- 3 - اشترت قطعة أرض شمال مدينة الرياض مقابل 10 ملايين ريال، وتتوقع عائداً سنوياً نسبته 12 بالمائة على استثمارك، بكم ستبيع الأرض بعد 10 سنوات؟
- (أ) 25 مليون ريال  
(ب) 31,060 مليون ريال  
(ج) 38,720 مليون ريال  
(د) 34,310 مليون ريال
- 4 - أي مما يلي يعطي أكبر فائدة سنوية؟
- (أ) 10% مركبة (متراكمة) سنوياً  
(ب) 9.9% مركبة (متراكمة) شهرياً  
(ج) 9.8% مركبة (متراكمة) أسبوعياً  
(د) 9.6% مركبة (متراكمة) يومياً
- 5 - العائد الكلي على ورقة مالية معينة يساوي:
- (أ) الأرباح الرأسمالية + التغير في سعر الورقة المالية  
(ب) العائد الكلي + غلة التوزيعات  
(ج) الأرباح الرأسمالية - الخسائر الرأسمالية  
(د) غلة التوزيعات + التغير في سعر الورقة المالية

6 - العائد الكلي:

- (أ) هو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء لاستثمار معين  
(ب) يقاس بقسمة مجموع التدفقات النقدية المتحصلة من المبلغ المستثمر  
(ج) العائد النسبي المقلوب  
(د) يقاس بقسمة جميع التدفقات النقدية المتحصلة من خلال سعر بيعه

7 - لكي يستطيع المستثمر تحديد معدل النمو المركب (المتراكم) لاستثمار معين على مدى فترة زمنية معينة، فسوف يقوم بحساب:

- (أ) المتوسط الحسابي  
(ب) المتوسط الهندسي  
(ج) المنوال الإحصائي  
(د) الوسيط الحسابي

8 - تعتمد القيمة الحالية على مفهوم:

- (أ) التراكم  
(ب) الانحراف المعياري  
(ج) التباين  
(د) الخصم

9 - استخدم الجدول التالي لحساب العائد المتوقع للأصل.

الاحتمال	العائد
0.25	0.1
0.5	0.2
0.25	0.25

- (أ) 15%  
(ب) 17.5%  
(ج) 18.75%  
(د) 20.0%

10 - اشترى أحمد سهماً بـ 100 ريال قبل عام. قيمة السهم الآن 150 ريالاً. وخلال العام، حقق هذا السهم أرباحاً موزعة بلغت 20 ريالاً. ما العائد الكلي لأحمد من تملك هذا السهم؟ (قرب جوابك إلى أقرب نسبة كاملة).

(أ) 30%

(ب) 20%

(ج) 70%

(د) 100%

11 - أفضل مقياس للعوائد يمكن استخدامه إذا كنت تريد قياس الأثر الإجمالي للعوائد خلال فترات زمنية، مع وجود مبلغ محدد في بداية الفترة هو:

(أ) العائد الكلي

(ب) العائد النسبي

(ج) مؤشر الثروة التراكمية

(د) إجمالي الإيراد

## الملحق (مادة علمية إضافية - ليست مادة ممتحنة)

### العائد المرجح بمبالغ الاستثمار Dollar-Weighted Return

**هدف تعليمي** – فهم طريقة العائد المرجح بمبالغ الاستثمار لحساب العائد على الاستثمار والغرض منه وأثر التغيرات في القيم الأساسية المشكلة له

هذه الطريقة من حساب العائد تشابه في المبدأ طريقة المتوسط الهندسي إذ إن العوائد يعاد استثمارها حالاً (تتراكم) وتستخدم طريقة العائد المرجح في الحالات التي يتضمن فيها الاستثمار تدفقات نقدية داخلية وخارجية خلال فترة الاستثمار. وتتطلب طريقة حساب معدل العائد هنا معرفة القيمة الحالية للنقود.

وتعرف القيمة الحالية بأنها القيمة الحالية لمبالغ يتوقع تسلمها في المستقبل وتحسب بقسمة التدفق النقدي المستقبلي بمعدل خصم. ومعدل الخصم عبارة عن معدل الزيادة في القيمة التي يبلغها ريال يستثمر حالياً في المستقبل بمعدل عائد معين. وتبحث طريقة العائد المرجح بمبالغ الاستثمار عن معدل العائد الذي يجعل القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية تعادل المبالغ المبدئية للاستثمار. بمعنى هي R التي تحل المعادلة التالية:

$$1 = \frac{\sum_{t=1}^{t=T} CF}{(1 + R)^t}$$

حيث إن

=I مبلغ الاستثمار المبدئي

=CF = التدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار ( التوزيعات أو الفائدة مضافا إلى الأصل)

= R معدل العائد المرجح بمبالغ الاستثمار

مثال

استثمار تبلغ قيمته 1,000,000 ريال يدفع 100,000 ريال بعد عام، و 150,000 ريال بعد عامين و 200,000 ريال بعد ثلاثة أعوام. بالإضافة إلى أن المليون ريال تمت استعادتها عند نهاية العام الرابع. يحسب العائد المرجح بمبلغ الاستثمار عن طريق:

$$\frac{1,000,000}{(1 + R)^4} + \frac{200,000}{(1 + R)^3} + \frac{150,000}{(1 + R)^2} + \frac{100,000}{(1 + R)} = 1,000,000$$

لا توجد طريقة سهلة لحساب (R) في هذه المعادلة ويتطلب ذلك برنامجاً متخصصاً أو آلة حاسبة مبرمجة، وباستخدام آلة حاسبة مالية فإن قيمة R تبلغ 11.55%. أي أن معدل العائد الداخلي الذي يتم احتسابه خلال فترة الاستثمار هو ذلك المعدل الذي يجعل مجموعة التدفقات النقدية تساوي صفراً.

## 9 تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم

### المقدمة

#### 1.9 مقدمة في تقييم الأوراق المالية

##### 1.1.9 مقدمة

##### 2.1.9 دورة حياة الصناعة

##### 3.1.9 الصناعات الدفاعية والدورية

##### 4.1.9 التقييم باستخدام توزيعات الأرباح

#### 2.9 مضاعفات الأسعار

##### 1.2.9 مضاعفات (مكررات) الأسعار المختلفة

#### 3.9 التحليل الفني

##### 1.3.9 ملامح التحليل الفن

### أسئلة المراجعة

### الملحق

### الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.



## المقدمة

يركز هذا الفصل على طرق تقييم الأوراق المالية كما هي مطبقة في مجال الاستثمار، وتقوم على استخدام التحليل الأساسي وترتكز على المفاهيم التي تضمنتها الفصول السابقة عن القيمة الزمنية للنقود من أجل تقييم أسعار الأسهم العادية والأسهم الممتازة. وهناك أيضاً مقدمة مختصرة للتحليل الفني مضمنة في هذا الباب.

## 1.9 مقدمة في تقييم الأوراق المالية Approaches To Security Valuation

### 1.1.9 مقدمة

**الهدف التعليمي 1.1.9** – فهم أساسيات التحليل الصناعي والتحليل القطاعي

يتبع تقييم الأوراق المالية عموماً منهجاً تنازلياً (من الاقتصاد الكلي إلى أداء الشركة). ففي البداية، يقوم المحلل بتقييم أداء الاقتصاد الكلي (التضخم، معدلات البطالة، أسعار العملة، ميزان المدفوعات والمؤشرات الاقتصادية الكلية الأخرى) التي قد يكون لها تأثير في قيمة الأوراق المالية. من بعد ذلك يتم تحليل خصائص الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

من باب مساعدة المحللين قد يكون من المفيد تصنيف عمل الشركة إلى قطاع محدد أو صناعة محددة. والقطاع عبارة عن تصنيف أوسع من الصناعة. فمثلاً، قطاع الخدمات يتضمن مجموعة من الصناعات مثل صناعة الكهرباء، الغاز، الهاتف والماء. من الواضح أن أداء الشركة يكون في العادة مرتبطاً بالإمكانيات والفرص المتاحة في القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه؛ فمثلاً تجد الشركات العاملة في الصناعات المتراجعة الأداء صعوبة أكبر في الحصول على أرباح من نظيراتها العاملة في الصناعات النامية.

إن هدف تحليل قطاع الصناعة هو تحديد عناصر الجذب النسبية للصناعات المختلفة. وبصورة أكثر دقة يكون المحلل بحاجة إلى تحديد المفاضلة القائمة بين المخاطر والعائدات والعوامل المهمة التي قد تؤثر في الأداء المستقبلي. وعندما يتم التعرف على تلك العوامل، فإن المحلل يمكنه البحث عن اتجاهات التوقعات المستقبلية في كل صناعة. إن تحليل الصناعة عنصر مهم في الاستثمارات الناجحة، ومع أن الأسواق عموماً قد تكون في حالة تصاعد إلا أن هناك صناعة معينة قد تكون في حالة تدهور.

عند دراسة الصناعة المعينة قد يكون من المفيد التمييز بين العوامل المرتبطة بجانب الطلب وتلك المرتبطة بجانب العرض. ففي جانب الطلب يحاول المحلل التعرف على المستخدمين النهائيين للمنتج وكيف يتغير سلوكهم في المستقبل. أما في جانب العرض فقد يكون عليه معرفة درجة التركيز والتي يقيس درجة هيمنة الشركات الكبيرة على الصناعة. وبعدها يعمل المحلل على البحث عن الإجابة عن تساؤلات مثل كيف تتنافس هذه الشركات؟ هل المنافسة مبنية على الأسعار، النوعية أو ضمانات ما بعد البيع؟ من خلال ذلك يستطيع المحلل تقييم ما إن كان الاستثمار في هذه الصناعة ذا جاذبية أم لا.

### 2.1.9 دورة حياة الصناعة

هدف تعليمي 2.1.9 – معرفة مراحل دورة حياة الصناعة

- البداية Startup
- النمو Growth
- النضج Consolidation
- الانحدار Decline

بالتمتع في اقتصاد بلد ما، يلاحظ أن بعض الصناعات تنمو بمعدلات أسرع من صناعات أخرى في حين أن هناك صناعات أخرى تبقى جامدة وخالية من أي استثمارات جديدة أو أي ابتكارات تذكر. إضافة إلى ذلك فإن بعض الصناعات التي تكون قد شهدت في الماضي نمواً، قد تتباطأ في فترات أخرى أو حتى تتدهور أحياناً. هذه المشاهدات قادت الاقتصاديين إلى تعريف فرضيات دورة حياة الصناعة (المنتج)، التي تقول إن الصناعة تمر عبر مراحل حتمية. وتتكون الدورة النمطية لحياة الصناعة من أربع مراحل: البداية والابتكار. تليها مرحلة النمو السريع حتى تصل مرحلة النضج وبعد ذلك تبدأ المرحلة النهائية في الانخفاض والانحدار. ومن المهم للمحلل أن يفهم في أي مرحلة تعيش هذه الصناعة أو تلك، إذ إن التوقعات للمستقبل والمخاطر تعتمد على ما تبقى من دورة حياة الصناعة (المنتج). فصناعات التقنية الحيوية مثلاً قد تكون في مرحلة النمو السريع، في حين أن صناعات الغاز مثلاً يمكن أن تكون صناعات في مرحلة النضج. ويمكن للقوى الخارجية (المحيطة) مثل التغييرات السياسية والتغييرات في النظم الاجتماعية والتغييرات الديموغرافية أن تؤثر بصورة كبيرة في صناعة محددة عبر تأثيرها في دورة حياتها.

### 3.1.9 الصناعات الدفاعية والدورية Cyclical and Defensive Industries

هدف تعليمي 3.1.9 – معرفة الاختلاف بين الصناعات الدفاعية والصناعات الدورية

يمر الاقتصاد عبر فترات متكررة من التوسع والتراجع (الدورات الاقتصادية). ولقد بذل الاقتصاديون جهوداً كبيرة في فهم هذه الدورات. وفي هذا الجزء سوف ننظر إلى سلوك مختلف أنواع الأسهم عند مختلف مراحل دورة النشاط. وبهذا الصدد قد يرغب المحلل في تصنيف الشركة كونها دفاعية أو دورية. ويتوقع أن تستجيب الأسهم الدفاعية والدورية بصورة مختلفة إذا ما تحرك الاقتصاد من حالة التراجع إلى حالة التوسع والعكس صحيح.

والصناعات الدورية هي الصناعات التي تكون لها حساسية أكبر تجاه الدورات الاقتصادية. مثل هذه الصناعات تميل إلى التفوق في الأداء على الصناعات الأخرى عندما يخرج الاقتصاد من مرحلة التراجع، ولكن أداءها يكون أسوأ من الصناعات الأخرى عندما يعود الاقتصاد إلى مرحلة التراجع. وتقع السلع المعمرة والسلع الكمالية والسيارات ضمن هذه الفئة. وعليه تحقق أسهم الشركات العاملة في الصناعات الدورية مكاسب جاذبة قبل وأثناء دخول الاقتصاد في مرحلة التوسع.

أما الصناعات الدفاعية في الجانب الآخر فنجد أن مبيعاتها وأرباحها تتمتع بمناعة نسبية من الدورات الاقتصادية. فمثلاً، قد يستمر محل البقالة في بيع نفس الكمية من المؤن الأساسية بغض النظر عما إذا كان الاقتصاد في مرحلة توسع أو تراجع. وتميل الشركات العاملة في مثل هذه الصناعات إلى تحقيق أداء أفضل من بقية الشركات عندما يدخل الاقتصاد مرحلة التراجع.

ومن خلال توقيت الاستثمار، قد يكون من المفيد الاستثمار في أسهم شركات الصناعات الدورية قبيل أن يدخل الاقتصاد مرحلة التوسع ومن ثم التحول إلى أسهم الصناعات الدفاعية قبل أن تبدأ مرحلة التراجع. على أي حال فإن هذا ليس بالأمر الهين، لأنه قبل أن يتضح تماماً موقع الاقتصاد في دورة الأعمال يكون الاقتصاد قد تحرك إلى أو خرج من مرحلة الكساد أو الانكماش.

#### 4.1.9 التقييم باستخدام التوزيعات Valuation Using Dividends

الهدف التعليمي 4.1.9- معرفة كيف يتم تقييم عناصر الاستثمار الرئيسية

- الأسهم الممتازة Preferred Stocks
- الأسهم العادية Common Stocks
- معدلات التوزيع الثابتة Constant Level Dividends
- معدل النمو الثابت في التوزيعات Constant Growth Dividends

ملاحظة: هذا الهدف يمكن اختباره عن طريق أسئلة كمية

عادة ما يكون العائد الكلي على الاستثمار في الأوراق المالية على إحدى صورتين:

- الأرباح الرأسمالية والتي تتحقق عندما ترتفع الأسعار وتباع الأوراق المالية بأكثر من كلفة شرائها.
- الدخل من التوزيعات المدفوعة من الشركات المصدرة للأسهم.

يتم تحديد ما يدفعه أي مستثمر للاستثمار من خلال تقييم العائدات المتوقعة على ذلك الاستثمار. وقد يخطط أحد المستثمرين للاحتفاظ بسهم لمدة ثلاث سنوات ثم بيعه. وعليه فإن قيمة هذا الاستثمار تتحدد عن طريق التوزيعات المقبوضة خلال السنوات الثلاث، إضافة إلى قيمة بيع الاستثمار المتوقعة في نهاية السنة الثالثة. وفي نهاية السنوات الثلاثة يتأثر المبلغ الذي يكون مستثمر آخر على استعداد لدفعه مقابل هذا الاستثمار بالتوزيعات التي يأمل في الحصول عليها إضافة إلى القيمة التي يتوقعها من الورقة المالية مستقبلاً. ويتم تقدير قيمة البيع هذه مرة أخرى عن طريق المستثمر التالي وهكذا. وفي النهاية يمكن التفكير في قيمة الاستثمار ببساطة على أنها القيمة الحالية لكل التوزيعات المتوقعة في المستقبل التي يجلبها الاستثمار خلال فترة الاقتناء. ونظراً إلى أن هذه التوزيعات مستقبلية فإن قيمتها الحالية هي قيمة الاستثمار التي تحسب باستخدام آلية القيمة الحالية التي سبقت الإشارة إليها والتي يكون فيها معدل العائد المطلوب بواسطة المستثمر في هذا النوع من الاستثمارات هو معدل الخصم الذي يتم استخدامه.

## تقييم الأسهم الممتازة Preferred Stock Valuation

الأسهم الممتازة هي التي تعد بالحصول على فوائد ثابتة غالباً إلى فترة غير محددة، وفي بعض الحالات لفترات ثابتة. والأسهم الممتازة الأبدية هي التي تعد بتوزيعات مستمرة غير منتهية. وتحدد قيمة السهم الممتاز على أساس القيمة الحالية للتوزيعات المستمرة الثابتة.

$$V_p = \frac{D_p}{K_p}$$

حيث:  $V_p$  القيمة الحالية للسهم الممتاز  
 $D_p$  التوزيعات المتوقعة للسهم الممتاز  
 $K_p$  معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز .

### مثال 1.9

سهم ممتاز يعد بتوزيعات سنوية ثابتة بواقع 8 ريالاً بدون انقطاع (أبدي)، علماً أن معدل العائد المطلوب عليه هو 10% وبذلك سيتم تداول السهم الممتاز على أساس 80 ريالاً للسهم كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$V_p = \frac{8}{0.1} = SR80$$

## تقييم السهم العادي Valuation of Common Stock

كما هو الحال في الأسهم الممتازة، فإن قيمة السهم العادي هي عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات النقدية التي قد يحصل عليها حامل السهم في المستقبل. غير أن الصعوبة في حالة تقييم السهم العادي هي أن التوزيعات النقدية غير مضمونة (كما هو الحال في الأسهم الممتازة). وهذا هو المجال الذي تبرز فيه قدرة المحلل المالي، إذ عليه تقييم كل مناحي الاقتصاد والصناعة والشركة ومن ثم التوصل إلى تقدير "علمي" لأكثر أنماط التوزيعات احتمالاً. وعندما يتم تحديد حجم التوزيعات، فإن حساب سعر السهم يتم عبر تطبيق معادلة القيمة الزمنية للنقود:

$$V_s = \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D^\infty}{(1 + K_s)^\infty}$$

حيث  $V_s$  هي قيمة السهم  
 $D_s$  هي التوزيعات  
 $K_s$  معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

وتتطلب المعادلة المذكورة أعلاه بعض الفرضيات حول أنماط التوزيعات من أجل جعلها قابلة للتطبيق من الناحية العملية. وفي التحليل التالي، سيتم تقييم أسعار الأسهم تحت حالتين. وعلى المحلل تحديد أي من الفرضيات أكثر تطابقاً مع السهم المطلوب تقييمه (هناك حالات أخرى لم تتم مناقشتها في هذا الدليل).

### (1) التوزيعات ذات المعدل الثابت: Constant Dividends

تحت هذه الفرضية يتوقع أن تبقى التوزيعات على نفس المعدل خلال السنوات المقبلة، مثلها مثل السهم الممتاز. وتطبق مثل هذه الفرضية على حالة الشركة المؤسسة تأسيساً جيداً (الشركة الناضجة)، والتي ليست في موقف تحتاج فيه إلى إعادة استثمار الأرباح المتحققة من أجل تنمية قيمة السهم. ويعني هذا أن الإدارة تدفع كل الأرباح المتحققة كتوزيعات.

$$V_s = \frac{D}{K_s}$$

حيث D عبارة عن التوزيعات الثابتة المدفوعة كل عام.

#### مثال 2.9

شركة بريطانية تتبع سياسة دفع توزيعات ثابتة قدرها جنيهان إسترلينيان للسهم. بقيت هذه التوزيعات ثابتة خلال السنوات الماضية وسوف تبقى كذلك في المستقبل المنظور. ما قيمة سهم هذه الشركة إن كان معدل العائد المطلوب يبلغ 15%؟

$$V_s = \frac{2}{0.15} = 13.33$$

### (2) النمو الثابت في التوزيعات: Constant Growth in dividends

يفترض نموذج التقييم هذا أن التوزيعات على الأسهم سوف تنمو بمعدلات ثابتة في المستقبل المحدد. مثل هذه الفرضية تسري في حالة الشركات التي لها سياسة توزيعات مستقرة (أي سياسة إعادة استثمار مستقرة).

$$V_s = \frac{D_0(1 + g)}{K_s - g} = \frac{D_1}{K_s - g}$$

حيث:  $D_0$  عبارة عن التوزيعات المدفوعة خلال الفترة السابقة  
معدل النمو في التوزيعات والعوائد.

ويعرف نموذج النمو الثابت بصورة واسعة، بنموذج غوردون (Gordon Model) نسبة إلى الاقتصادي المالي مايرون غوردون الذي طوره.

#### مثال 3.9

افتراض أن شركة س دفعت 10 ريالاً كتوزيعات (أي أن  $D_0 = 10$  ريالاً)، وأن النمو المتوقع في توزيعات الأرباح هو 10% في المستقبل المنظور. ويبلغ العائد المطلوب على السهم 15%، إذن يجب أن يكون سعر السهم:

$$220 = \frac{(0.10 + 1)10}{0.10 - 0.15}$$

معدل النمو الثابت يمكن تقديره من خلال سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد على الاستثمار في الشركة. المعادلة التالية تقوم على تنظيم هذه العلاقة:

$$g = (1 - \text{payout ratio}) \times \text{ROE} = b \times \text{ROE}$$

أي معدل النمو = معدل الاحتجاز (الإبقاء) للأرباح × العائد على حقوق المساهمين حيث:

b عبارة عن نسبة الإبقاء وهي الجزء من الإيرادات الذي أعيد استثماره.  
ROE هو العائد على حقوق المساهمين المتوقع تحقيقه.

## 2.9 مضاعفات الأسعار Price Multiples

تستخدم مضاعفات الأسعار بواسطة المحللين الأساسيين لتقييم المزايا النسبية لأسهم معينة أو للأسواق عموماً. وتقسّم هذه المضاعفات سعر السهم بناءً على مقاييس أخرى ذات صلة بالسهم، مثل ربحية السهم الواحد.

### 1.2.9 مضاعفات (مكررات) الأسعار المختلفة Various Price Multiple

الأهداف التعليمية 1.2.9 – فهم كيفية استخدام المحلل لمختلف نسب مضاعفات (مكررات) الأسعار

- السعر / الأرباح Price/Earnings
- السعر / التدفقات النقدية Price / Cash Flow
- السعر / القيمة الدفترية Price / Book Value
- السعر / المبيعات Price/Sales

يعد مكرر الربحية (السعر/الأرباح) (P/E) مؤشراً للقيمة، ويُحسب هذا المؤشر عن طريق تقسيم السعر على آخر أرباح حققها السهم الواحد. ومن أحسن استخدامات هذا المعدل مقارنته بين الشركات داخل الصناعة الواحدة. فإن كانت واحدة من الشركات في صناعة ما لها نسبة سعر/ربحية أعلى من غيرها، فإن المستثمر قد يرى في المكرر المرتفع دليلاً على تسعير متفائل لسعر السهم وبالتالي يعد السهم غالي الثمن.

وبدلاً من مقارنة سعر السهم بالعائد يمكن للمحلل اللجوء إلى المتغيرات الأخرى في المقام، فإذا كانت الأسهم التي يقوم المحلل بتغطيتها هي أسهم لشركات مبتدئة حديثاً ليس لها أرباح حتى حينه أو حتى لشركات تواجه خسائر، فإن نسبة السعر للأرباح قد لا تكون مناسبة. وبدلاً من ذلك، قد يعمل المحلل على اختيار استخدام السعر إلى المبيعات كمرشد لعملية التقييم. ويقوم هذا المضاعف على قسمة السعر على حجم المبيعات التي تم تحقيقها للسهم الواحد.

ويفضل بعض المحللين استخدام التدفقات النقدية بدلاً من العائد في المقام؛ وذلك لأن التدفقات النقدية أقل عرضة لعمليات التلاعب المحاسبي مقارنة مع الأرباح للسهم الواحد وينتج عن ذلك تضاعف السعر إلى التدفقات النقدية.

أما مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية فيستخدم لتقييم ما إذا كان السهم رخيصاً. ويقوم مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية على قسمة سعر السهم على صافي الأصول لكل سهم (القيمة الدفترية للسهم) كما هو معطى في الميزانية العمومية للشركة. فإذا كان هذا المضاعف ذا قيمة تقترب من الواحد أو أقل منها بقليل، فقد يكون ذلك مؤشراً على أن السهم يجري تداوله بسعر منخفض وأن سعره يعد رخيصاً.

### 3.9 التحليل الفني

ينظر التحليل الأساسي إلى كل المعلومات المتاحة ذات العلاقة التي قد تعطي مؤشرات حول الأداء المستقبلي للشركة. وتحتوي المعلومات المتوفرة على نسب التحليل المالي التي تم الإشارة إليها في الفصول الماضية، بالإضافة إلى تقييم بيئة الاقتصاد الكلي التي تعمل فيها الشركة وتقييم نوعية العنصر الإداري والحقائق الأخرى المماثلة. وفي المقابل، ينظر التحليل الفني إلى تاريخ سعر السهم ليحدد الأنماط التي يمكن التنبؤ بها والعمل على استغلالها. وهناك من المحللين الأساسيين من يعتقد أن أي محاولة لاستخدام معلومات الأسعار لتوقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار محكوم عليها بالفشل. فإذا كانت الأسواق المالية تعمل بدرجة كفاءة معقولة، فإن أسعار الأسهم المشاهدة يجب أن تتضمن كل المعلومات المتوفرة، التي تتضمن بالضرورة أي معلومات تاريخية حول الأسعار. إن التحليل الفني ليس بالضرورة بديلاً من التحليل الأساسي، ويمكن أن ينظر إليه على أنه عنصر مكمل للتحليل الأساسي.

#### 1.3.9 ملامح التحليل الفني

**هدف تعليمي 1.3.9 – فهم ملامح التحليل الفني:**

- الرسوم البيانية Charting
- أساسيات الأسواق Market Fundamentals
- تقييم الأسعار Price Evaluation
- نشاطات التداول Trading Activities
- مؤشرات الرأي Sentiment Indicators
- مؤشرات تدفق الأموال Flow of Funds Indicators
- مؤشرات هياكل الأسواق Market Structure Indicators

يعتمد التحليل الفني بقوة على إعداد الرسوم البيانية لتحركات الأسعار في الماضي والتي من خلالها يتم استخراج بعض الأنماط. ولذلك يُعرف المحللون الفنيون أحياناً بأصحاب الرسوم البيانية (Chartists). وهناك بعض الطرق الإحصائية الأخرى التي يتم استخدامها مثل المتوسطات المتحركة والتي يمكن توظيفها بواسطة المحللين الفنيين. وتعاني العديد من الأدوات المستخدمة بواسطة المحللين الفنيين من أنها مبهمه وأنها ليست ذات معنى اقتصادي يذكر ومثال على ذلك تذكر قاعدة التداول التي تقوم على التوصية بشراء السهم إذا كان سعره الحالي أقل من متوسط سعره خلال الأسبوع الماضي، وبيع السهم إذا كان سعره الحالي أعلى من متوسط سعر السهم في الأسبوع الماضي.

والتحليل الفني عبارة عن محاولة لاستخدام أنماط التوقعات المتكررة في أسعار الأسهم واستغلال ذلك من أجل الحصول على أرباح من خلال التداول. ويعتقد المحللون الفنيون أن التحولات الأساسية في الأسواق يمكن استغلالها قبل أن تنعكس تأثيراتها بصورة كاملة على الأسعار. إضافة إلى ذلك فإن المحللين الفنيين يعتقدون أنه قد يكون في مقدورهم استغلال حركات التصحيح البطيئة التي تتبع التذبذبات العشوائية التي قد تصاحب الاتجاهات العامة لحركة الأسعار.

إضافة إلى استخدام الرسوم البيانية للأسعار، يستخدم المحللون الفنيون كذلك مؤشرات للتنبؤ باتجاهات الأسعار في المستقبل. وتحاول هذه المؤشرات التعرف على ما إن كانت الأسواق في طريقها إلى أو خارجة من مرحلة ارتفاع عالي للأسعار. وتقع هذه المؤشرات في ثلاث فئات: مؤشرات الرأي، ومؤشرات تدفقات الأموال ومؤشرات هياكل الأسواق. ويتم تقييم كل من هذه المؤشرات من خلال المقاييس الكمية ذات الصلة.

وأحد المقاييس المستخدمة لتقييم مؤشرات الرأي هي نسبة متوسط حجم الأسهم المتناقصة الأسعار إلى متوسط حجم الأسهم المرتفعة الأسعار. فكلما كانت القيم أعلى من الواحد فإن ذلك يشير إلى ضغط باتجاه البيع، وبالتالي فهو يعني مرحلة هبوط في الأسعار في السوق. ومن الطبيعي أن القيمة الأقل من الواحد الصحيح تشير إلى العكس. وتستخدم نسبة مؤشر خيارات البيع إلى خيار الشراء مقياساً بديلاً لقياس مؤشرات الرأي في الأسواق.

أما حجم الأسهم التي تباع على المكشوف (Short Selling) بواسطة المستثمرين والأرصدة الائتمانية في حسابات الوساطة فتعد مؤشرات عامة مبنية على حركة تدفقات الأموال. وعلى غير المتوقع في المدى القصير فإن الزيادة في معدلات البيع على المكشوف يعدها بعض المحللين إشارة إلى سوق صاعدة، ويعزي المحللون ذلك إلى أن المستثمرين قد يميلون إلى شراء الأسهم لتغطية وضعهم المكشوف في المستقبل. أما الزيادة في الأرصدة الائتمانية فقد تكون إشارة إلى مرحلة ارتفاع أسعار بسبب أنه يرفع من معدل السيولة التي يمكن استثمارها في الأسواق.

كما تستخدم المتوسطات المتحركة المشار إليها سابقاً كمؤشرات على هيكل السوق، فإشارة ارتفاع الأسعار يمكن استنتاجها عندما تبدأ الأسعار في التحرك فوق متوسطاتها المتحركة. كما أن الاتساع الذي يحسب على أساس أنه الفرق بين عدد الأسهم المرتفعة وعدد الأسهم المنخفضة يمكن استخدامه أيضاً في قياس مؤشرات هياكل الأسواق.



## أسئلة للمراجعة: تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم

- 1- تمنح حصة من سهم عادي توزيعات أرباح تبلغ 15 ريالاً، فإذا كان معدل النمو المتوقع على المدى البعيد لهذا السهم 5%، ويطلب المستثمرون عائداً نسبته 11%، فما سعر هذا السهم؟
- (أ) 265 ريالاً  
(ب) 250 ريالاً  
(ج) 262.5 ريالاً  
(د) 300 ريالاً
- 2- إذا كان معدل العائد المتوقع على السهم يتجاوز المعدل المطلوب من قبل المستثمرين فهذا يعني:
- (أ) أن يباع السهم  
(ب) أن الشركة لا تحاول تعظيم السعر لكل سهم  
(ج) أن السهم يعد فرصة جيدة للشراء  
(د) أن التوزيعات لهذا السهم لم تعلن حتى الآن
- 3- أي من الأوراق المالية التالية يمكن تقييمها بقسمة التوزيعات السنوية على معدل العائد المطلوب؟
- (أ) السندات ذات القسائم المنخفضة  
(ب) السندات الرديئة  
(ج) الأسهم العادية والأسهم الممتازة  
(د) الأسهم الممتازة فقط
- 4- حسب نموذج نمو التوزيعات، إذا كانت الشركة تنوي الإعلان عن عدم دفعها لتوزيعات، فإن قيمة سهم الشركة سوف:
- (أ) تعتمد على الأرباح  
(ب) تكون أعلى من قيمة أسهم مثيلاتها من الشركات لأنها يمكن أن تعيد استثمار مبلغ أكبر في المشاريع الجديدة  
(ج) تكون صفراً  
(د) لا يمكن تحديدها إطلاقاً
- 5- نمو التوزيعات يعتمد بصورة مباشرة على:
- (أ) العائد على حقوق الملكية  
(ب) معدل الاحتجاز  
(ج) نسبة نمو إيرادات المبيعات  
(د) كل من (أ) و(ب)

6- في عام 2011م أصدرت شركة أمريكية سهماً ممتازاً بقيمة اسمية مقدارها 100 دولار، يدفع 8 بالمئة كتوزيعات سنوية. ونظراً إلى تغيرات في الاقتصاد العام وفي الوضع المالي للشركة، أصبح المستثمرون الآن يطلبون عوائد بنسبة 15 بالمئة. ما السعر الذي سيدفعه المستثمر مقابل حصة في سهم ممتاز إذا كان أول توزيع للأرباح سيتم بعد عام من الآن؟

- (أ) 100.00 دولار
- (ب) 53.33 دولاراً
- (ج) 86.95 دولاراً
- (د) 92.59 دولاراً

7- باستخدام نموذج النمو الثابت، فإن ارتفاع معدل العائد المطلوب من 16 إلى 19 بالمئة مصحوباً بارتفاع في معدل النمو من 8 إلى 11 بالمئة سيؤدي إلى:

- (أ) ارتفاع السعر أكثر من 3%
- (ب) ارتفاع السعر أقل من 3%
- (ج) ثبات السعر
- (د) انخفاض السعر أقل من 3%

8- بلغت نسبة دفع توزيعات الأرباح لشركة منارات 40% في عام 2010م، وعليه فإن معدل الاحتجاز في نفس العام هي .....

- (أ) 40%
- (ب) 50%
- (ج) 60%
- (د) 0%

9- يبلغ مكرر ربحية شركة س 18، ونسبة السعر/المبيعات 6.5، ومكرر ربحية الصناعة 30، ونسبة الأسعار إلى المبيعات في هذه الصناعة 8. بناءً على التقييم النسبي (مكررات الشركة قياساً إلى مكررات الصناعة)، فإن سهم شركة س:

- (أ) مقيم بأقل مما يستحق بناءً على مكرر الربحية النسبي، ومكرر السعر/المبيعات النسبي
- (ب) مقيم بأكثر مما يستحق بناءً على مكرر الربحية النسبي، ومقيم بأقل مما يستحق بناءً على مكرر السعر/المبيعات النسبي
- (ج) مقيم بأقل مما يستحق بناءً على مكرر الربحية النسبي، وبأكثر مما يستحق بناءً على مكرر السعر/المبيعات النسبي
- (د) مقيم بأكثر مما يستحق بناءً على مكرر الربحية النسبي، ومكرر السعر/المبيعات النسبي

10- سيدفع سهم ممتاز توزيعاً يبلغ 10 ريالاً في العام القادم، وفي كل عام بعده، أي أنه لا يتوقع نمو التوزيعات. ويبلغ معدل العائد المطلوب على هذا السهم 10%. استخدم نموذج خصم التوزيعات ثابتة النمو لحساب قيمة السهم الممتاز.

- (أ) 10 ريالاً
- (ب) 100 ريال
- (ج) 90 ريالاً
- (د) 110 ريالات

11- سيدفع سهم ممتاز توزيعاً يبلغ 15 ريالاً في العام القادم، وفي كل عام بعده، أي أنه لا يتوقع نمو التوزيعات. ويبلغ معدل العائد المطلوب على هذا السهم 9%. كم مقدار قيمة السهم الممتاز؟

- (أ) 15 ريالاً
- (ب) 166,67 ريالاً
- (ج) 16,66 ريال
- (د) 30 ريالاً

## الملحق

### التنبؤ بربحية أسهم الشركات Forecasting a firm's Earnings Per Share

هدف تعليمي هام – فهم استخدام نموذج خصم التوزيعات للتنبؤ بربحية السهم الواحد للشركة.

بسبب التعقيد في دورات النشاط الاقتصادي، ودورة حياة الصناعة، والأحداث التي تؤثر في شركات معينة، يكون من الصعب تحديد مسار مستقبل أي شركة. وتقوم المصارف الاستثمارية والمؤسسات المالية الأخرى بتوظيف محللين للأوراق المالية تكون مهمتهم الوحيدة التنبؤ بالأداء المستقبلي لشركات معينة يعهد لهم بمتابعتها. وقد يركز محلل ما على مجموعات صغيرة من الأسهم، عادة ما تكون في نفس الصناعة أو نفس النشاط التجاري. وقد يعمل هؤلاء المحللون على التنبؤ بالمؤشرات الاقتصادية مثل التضخم، ونمو الدخل القومي، وكذلك حجم الصناعة في السوق، بالإضافة إلى عوامل المنافسة والبيانات الخاصة بالشركة المعنية مثل التكلفة ونوعية الإدارة ومعدلات الرفع المالي. وقد يقوم هؤلاء المحللون بزيارات شخصية وإجراء مقابلات مع التنفيذيين في تلك الشركات. وبناءً على هذه المعلومات يعد المحلل تقارير مالية متوقعة، شبيهة بما تم عرضه سابقاً، ويمكن أن يتخذها أساساً للتنبؤ بالأرباح ونموها.

ويقوم نظام تقديرات الوسطاء المؤسسي (The Institutional Brokers' Estimate system (IBES)، بتجميع مؤشرات النمو لمختلف محلي البيانات الذين يتابعون كبرى الشركات الأمريكية المتداولة ويقوم بعرضها في مكان واحد محدد.

يمكننا استخدام نموذج خصم التوزيعات المشار إليه سابقاً للحصول على توقع للأرباح خلال السنة القادمة. تذكر أن:

$$\frac{D_0(1+g)}{K-g} = \text{السعر}$$

وبمعرفة السعر الجاري والتوزيعات، يمكننا استنتاج معدل النمو في الأرباح لكل سهم.

مثال:

دفعت شركة ABC أرباحاً بلغت جنيهين إسترلينيين على السهم ويتداول السهم بسعر 42 جنيهاً إسترلينياً. يطلب المستثمرون معدل عائد 10% على أسهم ABC. ما معدل النمو في الأرباح المتضمن في سعر السهم؟

$$\frac{2(1+g)}{0.10-g} = 42$$
$$g = 5\%$$

# 10 تقييم الأصول: أدوات الدين

## المقدمة

### 1.10 ملامح أدوات الدين

1.1.10 أنواع سندات الشركات

2.1.10 حساب سعر السند

### 2.10 مخاطر الاستثمار في السندات

1.2.10 المخاطر التي تواجه المستثمرين في السندات

2.2.10 الاستثمار في السندات المصدرة خارج المملكة العربية السعودية

### 3.10 تقييم أدوات الدين

1.3.10 العلاقة بين سعر السند وفائدته

2.3.10 العلاقة بين سعر السند وأجله

3.3.10 السندات الصفرية

## أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيه تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## مقدمة

في هذا الفصل نقوم بتعريف مبدئي لخصائص السندات، وشرح أساسيات تقييم أدوات الدين باستخدام التدفقات النقدية المخصومة. كذلك يتم وصف المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات وعرض طرق قياس مخاطر السندات.

### 1.10 ملامح أدوات الدين

السند هو مستند يثبت معاملة إقراض واقتراض، وهو بالتالي يعد ورقة اعتراف بالمدونية. ويقوم المقترض للمال بإصدار سند للمقرض. وتوفر التعهدات التي تصاحب عملية إصدار السند الإطار المرجعي والقانوني الذي يحوي التفاصيل الأخرى للمعاملة.

وهناك ثلاثة ملامح أساسية تميز السند وهي كالتالي:

**الأول:** استحقاق أو أجل السند، الذي يشير إلى الفترة الزمنية للقرض.

**الثاني:** هو القيمة الاسمية للسند. وهذا يوضح المبلغ المبدئي المقترض الذي أقر المقترض بإعادة دفعه عند الاستحقاق. وفي الولايات المتحدة معظم السندات تكون قيمتها الاسمية 1000 دولار.

**الثالث:** هو سعر فائدة السند (معدل كوبون السند) Coupon كنسبة من القيمة الاسمية. مثلاً إن كانت القيمة الاسمية للسند 1000 ريال، واستحقاق السند 10 سنوات، مع معدل كوبون (فائدة) يبلغ 8%، فإن المقترض يعد بالقيام بسداد المبالغ التالية: 40 ريالاً كل ستة شهور (4% × 1000 ريال) لمدة عشر سنين، إضافة إلى القيمة الاسمية للسند البالغة 1000 ريال عند نهاية السنوات العشر.

### 1.1.10 أنواع سندات الشركات Corporate Bond Variants

**الهدف التعليمي 1.1.10 –** فهم مختلف الخيارات التي قد تكون متاحة في سندات الشركة

- حق الاستدعاء Call Provisions
- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds
- بنود التسديد الجزئي Sinking Fund Provision للسندات
- هياكل دفعات الفائدة Coupon Structures

**حق الاستدعاء:** تصدر بعض السندات مع خيار يعطي مصدر السند الحق في استدعاء السند، أي دفع القيمة الأصلية قبل أجل الاستحقاق. مثل هذا الخيار يعمل دائماً في مصلحة المصدر (المقترض) حيث يختار إعادة أموال الإصدار لأصحابها عندما تنخفض معدلات أسعار الفائدة في السوق. ويعمل المستثمرون على خصم أسعار السندات المتضمنة لمثل هذا الخيار لتعكس هذه الخاصية السلبية في السعر بالنسبة إلى المستثمر.

**السندات القابلة للتحويل:** تأتي بعض السندات متضمنة لخيار يعطي مشتري السند الحق في تحويل السند إلى عدد محدد من أسهم الشركة. هذا الخيار يميل إلى مصلحة مشتري السند (حامله)، مما قد ينتج عنه أن السند يكون مقيماً بعلاوة مقارنة بالأنواع الأخرى من السندات القابلة للتحويل.

**بنود التسديد الجزئي للسندات:** إن عملية تسديد كامل القيمة الاسمية للسند في وقت واحد قد تشكل عبئاً مالياً على المصدر، ولذلك قد يصير بعض المقرضين على أن يتم دفع جزء من الدين كل سنة. ويعرف هذا بالسداد الجزئي حيث تنص بنود السداد الجزئي على الجدولة التي من خلالها يقوم المقرض بإعادة دفع القيمة. بالتالي تتشكل دفعات السند الدورية من كل من الفائدة والجزء المستحق من أصل السند.

**أنواع الفائدة المثبتة على السند:** يمكن تصميم أنواع متعددة من كوبونات السندات. ولكن النوعين الأكثر شيوعاً هما السندات ذات الكوبون الثابت الذي ينص على دفع نسبة مئوية من القيمة الاسمية خلال فترة حياة السند، أو السند ذو الكوبون المتغير الذي يبنى اعتماداً على واحد من معدلات الفائدة في السوق، مثل معدل الإقراض بين البنوك في سوق لندن (LIBOR).

### 2.1.10 حساب سعر السند Calculating The Price of a Bond

**هدف تعليمي 2.1.10 – القدرة على حساب سعر السند (ذي الكوبون السنوي ونصف السنوي) وفهمه**

تعد عملية تقييم السند سهلة مقارنة بالسهم؛ وذلك أن حجم ووقت دفعيات السند خلال فترة حياته محددة. والسند الشائع في الاستثمار هو الذي يمنح المستثمر فائدة ثابتة (كوبون) سواء أكانت سنوية أم نصف سنوية ثم القيمة الأصلية عند حلول الأجل. وقيمة السند يجب أن تساوي القيمة الحالية لدفعات الفائدة إضافة للقيمة الحالية لدفعات الاسترداد. ورياضياً، فإن قيمة السند الذي يدفع فائدة سنوياً يمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{C_t}{(1+y)^t}$$

حيث P: القيمة الحالية (السعر السوقي) للسند.

T ما تبقى من فترة حياة السند بالسنوات.

Ct التدفقات النقدية (الكوبون الذي يدفع كل سنة) أو القيمة الأصلية عند حلول الأجل.

معدل العائد المطلوب.

#### مثال 1.10

سند ذو قيمة اسمية قدرها 1000 ريال تبقى من عمره 3 سنوات، ومعدل سعر الفائدة عليه 6% (تدفع سنوياً) بناءً عليه تكون قيمة السند السوقية 924.06 ريال عندما يكون معدل العائد المطلوب 9% سنوياً

$$\text{القيمة} = \frac{1060}{(1.09)^3} + \frac{60}{(1.09)^2} + \frac{60}{(1.09)} = 924.06 \text{ ريال}$$

هذا مثال لسند يتم تداوله بمعدل خصم عن قيمته الاسمية، أي السند الذي تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الاسمية.

المثال السابق يفترض أن دفعيات الكوبون تتم سنوياً، ولكن من الدارج أن بعض السندات الحكومية وسندات الشركات تدفع الفائدة بشكل نصف سنوي. يوضح المثال التالي تقييماً لسند يتم دفع فائدته بشكل نصف سنوي:

## مثال 2.10

سند ذو قيمة اسمية تبلغ 1000 ريال بمعدل كوبون 6% على أن تدفع الفائدة بشكل نصف سنوي، وبقي لاستحقاقه ثلاث سنوات. ما سعر السند في حالة كان العائد المطلوب عليه 9% سنوياً؟

ستكون دفعيات الكوبون السنوية 60 ريالاً سنوياً تدفع على قسطين 30 ريالاً كل ستة أشهر. ومعدل الفائدة لستة شهور يبلغ 4.5% (9/2%). بخضم الدفعات على هذا المعدل نحصل على قيمة السند البالغة 922.63 ريالاً:

$$922.63 \text{ ريال} = \frac{1030}{(1.045)^6} + \frac{30}{(1.045)^5} + \frac{30}{(1.045)^4} + \frac{30}{(1.045)^3} + \frac{30}{(1.045)^2} + \frac{30}{(1.045)}$$

## 2.10 مخاطر الاستثمار في السندات Risk Associated With Investing in Bonds

### 1.2.10 المخاطر التي تواجه المستثمرين في السندات The Risk Faced by Investors in Bonds

**الهدف التعليمي 1.2.10-** فهم مختلف المخاطر التي تواجه المستثمرين في السندات

Interest Rate Risk (Price Risk)	• مخاطر سعر الفائدة (مخاطر السعر)
Inflation Risk	• مخاطر التضخم
Liquidity Risk	• مخاطر السيولة
Default Risk	• مخاطر عدم السداد

تواجه المستثمر الذي يشتري السندات مخاطر من مصادر متعددة. وهذه المخاطر تتضمن مخاطر سعر الفائدة ومخاطر التضخم، ومخاطر السيولة ومخاطر عدم السداد (الإفلاس).

#### مخاطر سعر الفائدة والمخاطر السعرية Interest Rate Risk (Price Risk)

يتأثر السعر السوقي للسند عكسياً بمعدل سعر الفائدة. فعندما تنخفض أسعار الفائدة فإن أسعار السندات ترتفع والعكس صحيح؛ فعندما يرتفع سعر الفائدة فإن سعر السند قد ينخفض. وبما أن أسعار الفائدة تتذبذب عشوائياً في الاقتصاد فإن السند معرض لحركات عشوائية في سعره. هذا التغير العشوائي في سعر السند هو الذي يعرف على أنه مخاطر السعر. والمستثمر في السندات قد يحصل على فرق في السعر (ربح) عندما تنخفض أسعار الفائدة حيث ترتفع أسعار السندات وقد يعاني من الخسارة عندما تزيد أسعار الفائدة حيث تنخفض أسعار السندات.

#### مخاطر التضخم Inflation Risk

مخاطر التضخم لها صلة بمفهوم مخاطر سعر الفائدة الذي جرت الإشارة إليه سابقاً. فعندما ترتفع معدلات التضخم فإن أسعار الفائدة ترتفع وهي بالتالي تؤثر في سعر السند. ومع أن معظم الأصول المالية تتأثر بالتضخم، فإن السندات تتأثر بمعدلات التضخم بصورة أكثر حدة.



## مخاطر السيولة Liquidity Risk

سوق الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة هي السوق التي يكون فيها المستثمر قادراً على بيع الورقة المالية في وقت قصير دون الحاجة إلى عرض خصومات كبيرة على سعر الورقة المالية. وسوق الأوراق المالية التي يجري التداول فيها بنشاط يشار إليها على أنها ذات سيولة عالية. وأسواق السندات خاصة أسواق سندات الشركات، تميل إلى أن يكون التداول فيها ضعيفاً، وفي هذه الحالة فإن حملة السندات الذي يرغبون في بيع السندات في مثل هذه الأسواق عليهم عرض خصومات على سعر السند، وبالتالي التعرض للخسارة من أجل جذب المستثمرين.

## مخاطر عدم السداد Default Risk

عندما تفترض الشركات المال عن طريق إصدارها سندات ولا تستطيع الإيفاء بتعهداتها في سداد الفوائد أو القيمة الاسمية للسند فإن السند يعد في حالة عدم سداد. وكون حامل السند (المقرض) معرضاً لفقد ماله أو جزء منه هو ما يشار إليه بمخاطر عدم السداد. وبينما لا تعاني السندات الحكومية من هذه المشكلة (بسبب أن الحكومة قادرة على زيادة الضرائب أو طبع النقود من أجل تسديد قيمة السندات)، فإن سندات الشركات معرضة لنوع من مخاطر عدم السداد ولكن بدرجات متفاوتة بناءً على أداء الشركات. إن تقييم احتمالية عدم قدرة الشركة على السداد ليست مهمة يسيرة إذ إنها تتطلب تحليلاً شاملاً للأداء المالي للشركات المقترضة. ولحسن حظ حملة السندات، فهناك بعض الشركات - وكالات التصنيف الائتماني - التي تعرض خدمات تقييم وضع السندات مقابل رسوم مثل مؤسسات موديز وستاندرد أند بور (Moody's & Standard & Poor).

وتأخذ وكالات التصنيف الائتماني في الاعتبار كل العوامل المالية وغير المالية في التصنيف الائتماني للشركات. وقد تتضمن هذه الاعتبارات الكفاءة الإدارية، والمنافسة في القطاع، وتنوع خطوط الإنتاج، ونسبة الدين، وظروف الاستدعاء، والعلاقات مع العاملين والنسب المالية الأخرى. ويهدف التصنيف الائتماني إلى تقييم قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها المالية.

ويبرز الجدول التالي نظام التصنيف الائتماني للسندات كما تطبقه اثنتان من الشركات أو وكالات التصنيف وهما موديز وستاندرد أند بور. وكما هو واضح فإن السندات مقسمة إلى مجموعتين أساسيتين هما السندات الاستثمارية وسندات المضاربة:

ومما يجدر ذكره أن هناك العديد من شركات وكالات التصنيف الائتماني بجانب موديز وستاندرد أند بورز مثل وكالة فيتش التي تعمل في منطقة الخليج بصورة واسعة.

## نظام مودي وستاندرد آندبور للتصنيف الائتماني

البيان	نظام التقييم	
	ستاندرد آندبور	مودي
السندات الاستثمارية		
الجودة الأعلى، سند له الهامش الأعلى من الأمان فيما يتعلق بسداد قيمته والفوائد عليه.	AAA	Aaa
النوعية أقل من الفئة السابقة، السندات في هذه الفئة والتي قبلها تسمى سندات ذات جودة عالية.	AA	Aa
أعلى فئة من النوعية المتوسطة، شركات لها قدرات ائتمانية جيدة تعكس القدرة على مقابلة الالتزامات، رغم أن السندات في هذه الفئة أكثر تأثراً من الفئتين السابقتين بالظروف الاقتصادية السلبية.	A	A
الفئة الوسطى من الفئة المتوسطة. هذه السندات لها معدلات أمان مرضية، رغم أن مستويات النشاط والظروف الاقتصادية العكسية قد تؤثر على قدرة الشركة المصدرة على مقابلة التزاماتها	BBB	Baa
سندات المضاربة		
أقل فئة من التصنيف المتوسط، أي أن هذا المستوى يعكس احتمالية عالية لعدم الدفع إن واجهت الشركة أي ظروف عكسية.	BB	Ba
مخاطر عدم سداد أعلى من الفئات السابقة، عدم التأكد من إمكانية سداد الفوائد وأصل السند إن ساءت الظروف الاقتصادية، تحمل مخاطر عدم سداد كبيرة.	B	B

تعد السندات الاستثمارية سندات ذات جودة عالية، وتعكس مستوى منخفضاً من مخاطر عدم السداد. وهذه التصنيفات قد تكون مهمة للعديد من المؤسسات التمويلية والمالية والمستثمرين وصناديق الاستثمار، إذ إن كثيراً من ضوابطها ونظمها تقيد استثمارات هذه الجهات وتحصرها في سندات الفئة الاستثمارية. أما الفئة الثانية، سندات المضاربة، فتتشكل من سندات مضاربة تعكس درجة عالية من المخاطر. ويشار إليها في بعض الأحيان باسم السندات الرديئة (Junk Bonds).

## 2.2.10 الاستثمار في السندات المصدرة خارج المملكة العربية السعودية

**الهدف التعليمي 2.2.10 – فهم المخاطر الإضافية التي تواجه المستثمر عندما يستثمر في سندات صادرة خارج المملكة العربية السعودية**

في أسواق اليوم العالمية يمكن لأي مستثمر أن يشتري سندات صادرة في أي جزء آخر من العالم. وبالرغم من محاسن التنويع، فإن الاستثمار في السندات الصادرة في الخارج له مخاطر إضافية نذكرها فيما يلي:

فالأول من هذه المخاطر هو المخاطر السياسية التي قد يتعرض لها البلد الذي يصدر السند فيه؛ فالحكومات قد تتغير والنظام الاقتصادي قد يتبدل واحتمالات أن تتغير أسعار الفائدة وبالتالي تتغير كذلك مخاطر عدم السداد للسندات الصادرة في ذلك البلد.

وقريباً من هذه المخاطر السياسية فإن تطورات الاقتصاد الخارجي والعلاقة مع الاقتصاد السعودي لا بد أن ينتج عنها تفاوت أو تذبذب في أسعار تبادل العملات الأجنبية. وقد يكون لهذا تأثيرات عكسية في قيمة السندات مقابل قيمتها في المملكة. ويحتمل أن تؤدي مثل هذه التطورات إلى التدخل في أسعار تبادل العملات الأجنبية، وهذا قد يمثل قيداً على قدرة المستثمر السعودي بيع السندات الصادرة في الخارج وتحويل حصيلتها إلى ريات سعودية (مخاطر أسعار العملة).

هناك عملية قيد الاستثمار في الخارج، فعادة ما يُطلب الفصل بين الملكية القانونية للسند (الاسم الذي يدخل بموجبه السند في سجلات حامل السند) وبين الملكية النفعية للسند، فالمالك المستفيد هو الذي يحق له تسلم كل الفوائد والأرباح الرأسمالية للسند، ولكن هذه الفوائد يتم تسلمها مبدئياً ومن ثم تحويلها إلى الداخل عن طريق المالك الشرعي (يحتمل أن يكون أمين حفظ) (Custodian). الأمر الذي قد يؤثر في سرعة تحويل دفعات الفائدة وأصل القرض، إضافة إلى مخاطر إفلاس أمين الحفظ واحتمال بيع السندات من أجل سداد ما عليه من مطالبات للدائنين.

وهناك مخاطر أخرى محتملة قد تؤثر في المستثمر السعودي الذي يستثمر في السندات الصادرة في الخارج، وتشمل القيود على النسبة من السندات الصادرة الذي قد يحق له شراؤها كمستثمر فردي والقيود على الاستثمار التي قد تسمح بالاستثمار في أنواع معينة من السندات.

### 3.10 تقييم أدوات الدين Valuation of Debt Securities

كما ذكرنا عاليه فإن المبادئ الأساسية حول تقييم السندات تقوم على خصم التدفقات النقدية المستقبلية. على كل حال، فإن هناك بعض أنواع من السندات التي قد تكون الدفعيات المستقبلية لها غير ثابتة (عائمة)، مثل السندات التي تدفع فائدة (كوبون) مرتبطة بأسعار الفائدة السوقية أو السندات المبنية على خيارات ضمنية مثل السندات القابلة للاستدعاء أو السندات القابلة للتحويل. وهناك اعتبارات خاصة تتضمن نظرية الخيارات قد يكون من الضروري استخدامها لتسعير مثل هذه الأوراق المالية.

#### 1.3.10 العلاقة بين سعر السند وعائده Price VS. Yield

الهدف التعليمي 1.3.10 - فهم العلاقة بين سعر السند وعائده

يعتمد سعر السند على معدل الخصم، ومعدل الخصم هذا عبارة عن العائد المطلوب. وقد تقود الزيادة في معدل العائد المطلوب إلى انخفاض سعر السند؛ بسبب أن العوائد المستقبلية يجري خصمها بمعدلات أعلى، مما قد يقود إلى قيمة حالية أقل للسند. وكذلك فإن انخفاض معدل العائد المطلوب قد يؤدي إلى ارتفاع قيمة السند. وبالتالي العلاقة بين سعر السند والعائد علاقة عكسية.

هذا الوضع مبين بالمثال التالي:

#### مثال 3.10

افترض أن سنداً قيمته الاسمية 1000 ريال لمدة 5 سنوات، ومعدل الكوبون (الفائدة) 8% تدفع سنوياً. فإن عدل العائد المطلوب من 10% إلى 10.5%، فإن سعر السند سينخفض من 924.18 ريالاً إلى 906.43 ريالاً.

السعر عندما كانت الفائدة المطلوبة 10% هو:

$$924,18 \text{ ريال} = \frac{1080}{(1.10)^5} + \frac{80}{(1.10)^4} + \frac{80}{(1.10)^3} + \frac{80}{(1.10)^2} + \frac{80}{(1.10)}$$

بينما يصبح السعر عندما يتغير العائد إلى 10.5% هو

$$906,43 \text{ ريال} = \frac{1080}{(1.105)^5} + \frac{80}{(1.105)^4} + \frac{80}{(1.105)^3} + \frac{80}{(1.105)^2} + \frac{80}{(1.105)}$$

### 2.3.10 العلاقة بين سعر السند وأجله Price VS. Maturity

الهدف التعليمي 2.3.10 – فهم العلاقة بين سعر السند وأجل السند

تتغير أسعار السندات بمرور الوقت. والسند الصادر بناءً على خصم من قيمته الاسمية (بخصم) سيميل إلى الارتفاع عندما يقترب من أجله (تاريخ الاستحقاق)، في حين أن السند الصادر بعلاوة سينخفض سعره كلما اقترب أجل سداه.

#### مثال 4.10

سند قيمته الاسمية 100 ريال، ومعدل فائدته السنوية (الكوبون) 8%، افترض أن المستثمر اشترى هذا السند بسعر 924.18 ريالاً، عندما كان أجله 5 سنوات، وعائده حتى الاستحقاق 10% سنوياً. في نهاية السنة الأولى وباقتراض أن الأجل والحصيلة بقيا على ما هما عليه، فإن سعر السند سيرتفع إلى 936.60 ريالاً:

$$936.60 \text{ ريال} = \frac{1080}{(1.1)^4} + \frac{80}{(1.1)^3} + \frac{80}{(1.1)^2} + \frac{80}{(1.1)^1}$$

لاحظ أن أجل هذا السند قد أصبح أربع سنوات فقط

كما أن سعر السند له علاقة مع الغلة الجارية (Current Yield) للسند والتي تحسب كنسبة دفعيات الكوبون السنوية إلى سعر السند في السوق

$$\frac{\text{دفعية الكوبون}}{\text{سعر السند في السوق}} = \text{الغلة (العائد) الجاري}$$

$$8.66\% = \frac{80}{924.18} = \text{الغلة (العائد) الجاري هو } 10 - 4 \text{ وبالتطبيق على المثال}$$

### 3.3.10 السندات الصفرية Zero Coupon

الهدف التعليمي 3.3.10 – فهم خصائص السند الصفري وحساب أسعاره

السند الصفري هو ببساطة سند لا يدفع مبالغ فائدة (كوبون). وقد يكون من أبسط صور الإقراض والاقتراض. ويدفع مشتري السند الصفري السعر اليوم ويحصل على القيمة الاسمية (التي تمثل إعادة دفع القرض زائدا الفائدة) في تاريخ لاحق. وحيث إن هذه السندات ليس لها كوبون، فإن سعر السند عبارة عن القيمة المخصومة لقيمة السند الاسمية.

#### مثال 5.10

سند صفري أجله عشر سنوات وقيمه الاسمية 10,000 ريال، يتداول عند عائد يبلغ 8.5%، وبالتالي فإن سعر هذا السند يبلغ 4,422.85 ريالاً

$$\text{السعر} = \frac{10,000}{(1.085)^{10}} = 4,422.85 \text{ ريالاً}$$

## أسئلة للمراجعة: تقييم الأصول: أدوات الدين

- 1 - أي من العوامل التالية يرجح أن يرفع أسعار الفائدة في السوق؟  
(أ) زيادة طلب الشركات لرؤوس الأموال  
(ب) قلة رغبة الأسر في الادخار  
(ج) ارتفاع التضخم المتوقع  
(د) كل ما سبق
- 2 - افترض أنك تود شراء سند شركة أمريكية يستحق بعد 10 سنوات، ويبلغ معدل الكوبون (الفائدة) السنوي 10%، وقيمتها الاسمية 1000 دولار. إذا كنت تطلب عائداً اسمياً على هذا الاستثمار حتى نهاية الاستحقاق نسبته 8 بالمئة، فما أقصى سعر يمكنك دفعه مقابل هذا السند (قرب إلى أقرب دولار)؟  
(أ) 890 دولاراً  
(ب) 1000 دولار  
(ج) 1017 دولاراً  
(د) 1134 دولاراً
- 3 - يمكن الحصول على قيمة سند شركة ما عن طريق احتساب القيمة الحالية لدفعات الفائدة، والقيمة الحالية للقيمة الاسمية باستخدام.....  
(أ) العائد الحالي للسند  
(ب) معدل كوبون (فائدة) السند  
(ج) معدل العائد المطلوب للسند  
(د) معدل فائدة السند الفعلية
- 4 - تبقى 6 سنوات حتى الاستحقاق النهائي لعمر سندات مصدرة لشركة أمريكية. وقد أصدرت هذه السندات بنسبة كوبون (فائدة) تبلغ 6 بالمئة بقيمة اسمية مقدارها 1000 دولار. وبسبب زيادة المخاطر، ارتفع المعدل المطلوب إلى 10 بالمئة. فما القيمة الحالية لهذه السندات؟  
(أ) 656.40 دولاراً  
(ب) 899.00 دولاراً  
(ج) 825.79 دولاراً  
(د) 596.50 دولاراً
- 5 - السندات الصفرية التي تصدرها الشركات:  
(أ) تباع مبدئياً (initially) بقيمتها الاسمية (خصم يساوي صفر)  
(ب) تباع مبدئياً (initially) عند سعر يفوق قيمتها الاسمية  
(ج) تباع مبدئياً (initially) بسعر أقل من قيمتها الاسمية  
(د) تدفع عائدها عند شرائها مباشرة

6 - السعر السوقي للسند مع مستوى المعدلات العائدة

- (أ) مرتبط إيجابياً
- (ب) مرتبط سلبياً
- (ج) غير مرتبط
- (د) مرتبط ارتباطاً غير مباشر

7 - عندما يتداول سند بسعر يفوق قيمته الاسمية فهو عندئذ يتداول:

- (أ) بخصم
- (ب) بالقيمة الاسمية
- (ج) بعلاوة
- (د) مستوى

8 - أي من التالي ليس ضمن هيئات التصنيف الرئيسية للسندات

- (أ) موديز (Moody's)
- (ب) ستاندرد آند بورز (Standards & Poor's)
- (ج) فيتش لخدمات الإستثمار (Fitch)
- (د) فاليو لاين (Value Line)

9 - تسمى الفائدة التي تدفع على سند قياساً لسعره السوقي :

- (أ) العائد المتوقع
- (ب) العائد حتى الاستحقاق
- (ج) معدل الكوبون
- (د) الغلة الجارية

# 11 المشتقات

## المقدمة

### 1.11 أنواع المشتقات وأدواتها

#### 1.1.11 أنواع عقود المشتقات

### 2.11 العقود الآجلة

#### 1.2.11 ملامح العقود الآجلة

### 3.11 العقود المستقبلية

#### 1.3.11 ملامح العقود المستقبلية

#### 2.3.11 الهامش والتسوية اليومية

#### 3.3.11 الاختلافات بين العقود المستقبلية والآجلة

### 4.11 عقود الخيار

#### 1.4.11 ملامح عقود الخيار

### 5.11 عقود المبادلة

#### 1.5.11 عقود المبادلة لأسعار الفائدة

## أسئلة المراجعة

## الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.



## مقدمة

في هذا الفصل نتعرف إلى طبيعة عقود المشتقات مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية. إضافة إلى، ذلك يحاول هذا الفصل تقديم بعض الملامح الأساسية للأسواق التي من خلالها تتم المتاجرة في هذه الأنواع من العقود.

### 1.11 أنواع المشتقات وأدواتها Derivative Markets And Instruments

الأوراق المالية التي تعتمد قيمتها على قيمة أصول أخرى تسمى مشتقات مالية. والنوعان الأساسيان من المشتقات المالية التي يجري تداولها في البورصات على نطاق العالم هي عقود الخيار والعقود المستقبلية. ولعقود الخيار والعقود المستقبلية قيمة تعتمد على قيمة أصول أخرى مثل السلع أو المعادن الثمينة. فمثلاً، قد يكون هناك عقد مستقبلي مدته ثلاثة أشهر على خام نפט غرب تكساس أو عقد خيار على أسهم شركة IBM مدته ستة شهور. هذه الأوراق المالية يمكن استخدامها بفعالية في إدارة المخاطر أو يمكن وضعها على أساس استخدامها في عمليات المضاربة. ونستعرض في هذا الفصل ملامح هذه العقود وهيكل أسواقها التي يتم تداولها من خلالها.

#### 1.1.11 أنواع عقود المشتقات Types of Derivative Contracts

الهدف التعليمي 1.1.11 – معرفة أساسيات عقود المشتقات

- العقود الآجلة (Forwards)
- المستقبلية (Futures)
- عقود الخيارات (Options)
- عقود المبادلة (Swaps)

عقود المشتقات يمكن أن يجري تداولها في السوق غير المنظم (مفاوضات بين طرفين) أو يجري تداولها في أسواق البورصات المنظمة مثل بورصة شيكاغو. والمنتجات التي يجري تداولها في الأسواق المنظمة يمكن الوصول إليها بسهولة حتى بالنسبة إلى صغار المستثمرين، في حين أن عمليات المتاجرة المباشرة في الأسواق غير المنظمة قد تجري بين الشركات الكبرى فقط أو بين الأثرياء من رجال الأعمال.

أما العقود الآجلة والمستقبلية فتقوم على اتفاقيات تجري في الوقت الحاضر لشراء أو بيع سلعة معينة في تاريخ مستقبلي بناءً على سعر يتم تحديده مسبقاً. ويطلب من كلا طرفي العقد الوفاء بالتزاماتهما بموجب نصوص العقد.

أما عقود الخيارات في المقابل فهي عقود غير متوازنة، أي أنها تعطي الخيار لحاملها في ممارسة الخيار فقط إن كان الأمر في مصلحته أما الطرف الآخر من العقد فهو ملزم بالتنفيذ. إن خيار شراء أسهم IBM في نهاية ثلاثة أشهر بسعر 50 دولاراً يعطي الحق لحامل الخيار - أي أنه سيمارس حقه - إن كان السعر في نهاية الأشهر الثلاثة قد زاد على 50 دولاراً. أما خيار بيع أسهم شركة IBM بعد ثلاثة أشهر عند سعر 50 دولاراً فيعطي حامل الخيار الحق في ممارسة خياره إن كان سعر السهم بعد ثلاثة أشهر أقل من 50 دولاراً.

ولا يجري تبادل للمال بين البائع والمشتري مبدئياً في حالة العقود الآجلة والمستقبلية إلا أن المشتري في عقد الخيار عليه دفع مبلغ (مكافأة) للبائع عند بداية العقد، وتسمى (علاوة).

أما عقد التبادل (SWAP) فيعد من عقود الأسواق غير المنظمة. وفي هذه العقود هناك إلزام لطرفي العقد بتبادل مدفوعات دورية بناءً على حركة سعر أصل من الأصول. فمثلاً، عقود مبادلة "معدلات الفائدة" تلزم الطرفين بدفع مبلغ يحسب على أساس سعر فائدة محدد بناءً على أصل المبلغ المستثمر وخلال فترة زمنية محددة.

وبشكل عام، تخدم المشتقات عدداً من الوظائف المهمة؛ إذ إنها تتيح للأفراد والشركات التحوط من المخاطر عن طريق اتخاذ وضع مناسب في أسواق المشتقات. وهذه الأسواق من جانبها تساعد على تقسيم المخاطر على كل المشاركين في السوق. والمستثمر الذي يود المضاربة على أساس تحركات الأسعار المستقبلية قد يجد من المناسب استخدام أسواق المشتقات كبديل للسوق الفورية للأصل المستهدف للاستثمار.

## 2.11 العقود الآجلة Forward Contracts

العقود الآجلة عبارة عن عقد تسليم متأخر، بحيث يتفق الطرفان (البائع والمشتري) على تسليم أو تسلم سلعة أو سند مالي عند تاريخ محدد في المستقبل بناءً على سعر يتم الاتفاق عليه اليوم.

### 1.2.11 ملامح العقود الآجلة Characteristics of Forward Contracts

**الهدف التعليمي 1.2.11** – فهم ملامح العقود الآجلة والمخاطر التي قد يواجهها كل طرف

يقر البائع في العقود الآجلة بتسليم الأصل مدار العقد عند تاريخ مستقبلي محدد، ويسمى في هذه الحالة "البائع". أما المشتري فيقر بقبول الأصل ودفع السعر المتفق عليه، ويسمى في هذه الحالة "المشتري". والعقود الآجلة تميل إلى أن تكون عقوداً يتم تصميمها حسب طلب أطرافها (غير نمطية) وبالتالي فهي تعد من عقود السوق غير المنظم.

### مثال 1.11

دخلت أرامكو في عقد مع البنك السعودي الأمريكي لشراء 1.25 مليون يورو بعد 95 يوماً من تاريخه بسعر 4.22 ريالاً لليورو. ليس هناك تبادل لأي سلعة لحظة توقيع العقد، وفي نهاية الفترة تدفع أرامكو مبلغ 5275 مليون ريال (1.25 مليون يورو بسعر 4.22 ريالاً لليورو) وتتسلم مبلغ 1.25 مليون يورو المتفق عليها من البنك السعودي الأمريكي.

وخلافاً لعقود الخيار، فإن العقود الآجلة يكون فيها الطرفان ملزمين بالوفاء بالشروط التعاقدية التي ينص عليها العقد.

وتستخدم العقود الآجلة كأداة للتخلص من المخاطر التي تشمل على سبيل المثال مخاطر تذبذب أسعار السلع والعملات ومعدلات الفائدة. وبالعودة إلى مثال أرامكو، نرى أن أرامكو ستكون متأكدة من أن المبلغ المتفق عليه في العقد سيتم تسليمه على أساس سعر اليورو 4.22 ريالاً عند نهاية فترة الـ 95 يوماً بغض النظر عن انخفاض أو ارتفاع سعر اليورو خلال هذه الفترة.

## 3.11 العقود المستقبلية Futures Contracts

العقود المستقبلية مشابهة تقريباً للعقود الآجلة، إلا أنها تختلف عنها في آلية التداول. فبينما تكون العقود الآجلة مصممة خصيصاً لتتطابق مع حاجات طرفي العقد، فإن العقود المستقبلية تعد عقوداً قياسيةً (نمطية) تتم المتاجرة بها في الأسواق المنظمة طبقاً للوائح الحاكمة في تلك الأسواق.

### 1.3.11 ملامح العقود المستقبلية Characteristics Of Futures Contracts

**الهدف التعليمي 1.3.11** – فهم ملامح العقود المستقبلية والمخاطر التي قد تواجه كل طرف من أطراف العقد

يمكن استخدام العقود المستقبلية كأدوات للتخلص من مخاطر تقلبات السعر. خذ مثلاً مزارع القمح الذي يكون عادة غير متأكد من السعر الذي يمكن أن يبيع قمحه به عند الحصاد. ولكن يمكن لذلك المزارع عن طريق الدخول في عقد مستقبلي كبايع للقمح أن يحدد ويثبت سعر البيع سلفاً. وبالمقابل فإن شركة تصنيع الأغذية التي تشتري القمح يمكنها تثبيت سعر شراء القمح الذي تحتاج إليه كمدخل في إنتاجها. كذلك تُستخدم الأسواق المستقبلية بواسطة المضاربين الذين يتاجرون بناءً على توقعات حركة أسعار الأصول. وبغض النظر عن الدوافع وراء الدخول في التعاملات المستقبلية، فإن طرفي التعاقد يدخلان في التزامات واضحة. فإذا ما قرر المشتري مثلاً أنه لا يود الاستمرار في الالتزام وتسلم البضاعة المتفق عليها، فإن عليه أن يجد شخصاً أو طرفاً آخر ليحل محله في تنفيذ العقد. وبنفس الطريقة فإن البائع ملزم أيضاً بتسليم الأصل محل التعاقد في السوق بالكمية المتعاقد عليها، إلا إذا وجد من يحل محله.

وتطور السلطات في الأسواق التي من خلالها يتم التداول في العقود المستقبلية اللوائح ذات الصلة بالعقود – وتتضمن هذه:

أ - طبيعة وعدد الوحدات والأصول التي سيتم تسليمها بناءً على عملية التعاقد. مثلاً، كل من عقود أذون الخزينة المستقبلية في سوق شيكاغو للعقود المستقبلية، يتم على أساس تسليم إذن خزانة (استحقاق 90 يوماً) وقيمتها الاسمية مليون دولار.

ب - كمية السلعة التي يجب تسليمها. فمثلاً عقود الذهب في بورصة COMEX في نيويورك تتم على أساس تسليم ذهب بنسبة نقاء 99.9%.

ج - التاريخ والشهر المحدد للتسليم.

د - التتابع وأسلوب التسليم.

هـ - متطلبات الهامش والتسوية اليومية. وسوف يشار إلى هذا الموضوع في الجزء التالي.

## 2.3.11 الهامش والتسوية اليومية Margin And Marking To Market

الهدف التعليمي 2.3.11 – معرفة كيفية استخدام الهامش في تخفيض المخاطر والتسوية اليومية

في البدء عندما يدخل طرفان في تعاقد مستقبلي، فإن كل طرف عليه إيداع وديعة كإثبات حسن نية وهي تساوي نسبة معينة من قيمة الأصل مدار التداول وهو ما يطلق عليه الهامش. تبعاً لذلك، وفي نهاية كل يوم تعاقدية تتم عملية التسوية بحيث يتم حساب الأرباح والخسائر لكل المتداولين على جانبي التعاقد. وتضاف الأرباح إلى هامش الحساب الربح وتخصم من هامش الحساب الخاسر.

والمثال التالي يساعد على فهم إجراءات التسوية اليومية:

### مثال 2.11

افترض أن مزارعاً يمثل الطرف البائع لعقد مستقبلي على الذرة تسليم ديسمبر بسعر 2.10 دولاراً للبوشل (مكيال حبوب سعته 36 لتراً) في سوق شيكاغو.

حجم العقد هو 5000 بوشل. افترض أن المزارع دفع هامشاً قدره 10%، والذي يبلغ في هذه الحالة 1050 دولاراً (10% × 2.10 × 5000). فإذا أغلق العقد عند سعر 2.00 دولار عند نهاية يوم التداول، فإن ربح المزارع هو 500 دولار [5000 × (2.10-2.00)]. وبالتالي سيضاف مقدار الربح البالغ 500 دولار إلى رصيد الهامش الذي سيصبح في هذه الحالة 1550 دولاراً.

أما الطرف الآخر من التعاقد الذي يمثل الطرف المشتري فإنه قد تعرض لخسارة قدرها 0.10 دولار لكل بوشل أو خسارة إجمالية قدرها 500 دولار لكامل التعاقد. هذا المبلغ سيتم خصمه من مبلغ هامشه.

كما هو واضح من المثال السابق، فإن الطرف المشتري قد خسر في حين ربح الطرف البائع عندما انخفض سعر السلعة. وبالعكس، فإن الطرف المشتري في العقود المستقبلية يكسب في حين يخسر الطرف البائع عندما تزيد أسعار السلعة محل التعاقد. وعندما تتراكم الخسائر ويقل الهامش إلى حد حرج (يسمى هامش الصيانة)، فإن المتداول قد يتلقى اتصالاً من وسيطه المالي لإيداع أموال إضافية لهامشه. وفي الأسواق المستقبلية، يعني وجود الهامش أن الخسائر تتم تسويتها فور حدوثها، الأمر الذي يساعد على تخفيض مخاطر عدم السداد.

ومن المثير ملاحظة أن الأسواق المستقبلية خلافاً للأسواق الآجلة لا تنتهي إلى مرحلة التسليم العيني. بدلاً من ذلك، يعمل المشاركون على تبادل المراكز بحيث يبحث البائع في هذا التعاقد عن تعاقد آخر يكون فيه هو المشتري والعكس كذلك قبل حلول أجل التسليم، وهذا هو الذي يشار إليه بتعبير "إغلاق" لأوضاع التداول.

### 3.3.11 الاختلافات بين العقود المستقبلية و الآجلة

#### Differences Between Futures & Forward Contracts

الهدف التعليمي 3.3.11 – فهم الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

Default Risk	• مخاطر عدم الدفع (السداد)
Marketability Risk	• مخاطر القابلية للتسويق
Transactions Cost	• تكلفة التعاملات
Daily Settlement	• التسويات اليومية
Delivery	• التسليم
Flexibility	• المرونة
Price Fluctuation Limits	• حدود تذبذب الأسعار

العقود المستقبلية هي في الأساس تعاقدات آجلة معيارية (منمطة) تتم المتاجرة فيها في أسواق المشتقات. ومع ذلك فإن هناك بعض الاختلافات المهمة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة يمكن النظر إليها فيما يلي:

#### مخاطر عدم الدفع (السداد):

العقود الآجلة لا تحمي الطرفين المتعاقدين ضد مخاطر عدم الدفع (السداد). إذ يقع على طرفي العقد تقييم قدرة واستعداد الطرف الآخر لاحترام التزاماته التعاقدية. وبغض النظر عن ذلك فإن الظروف قد تنشأ بحيث يكون أي من الطرفين معرضاً لعدم القدرة على الوفاء بهذه الالتزامات. أما العقود المستقبلية فتوفر فرص حماية ضد مخاطر عدم الدفع إذ إنه تتم المتاجرة بها في أسواق منظمة، بحيث تكون هناك جهات مسؤولة لتوفير الحماية المطلوبة عن طريق جمع الهوامش ورصدها في حساب كل طرف. كما أنها تؤدي دوراً مهماً في تسوية عمليات تداول العقود المستقبلية وإدارتها، ويقوم بيت التسوية (Clearing House) بحساب التدفقات اليومية للأموال بين الرابحين والخاسرين عن طريق إدارة ودائع الهوامش التي يتم وضعها من قبل الطرفين المتعاقدين. ومن ناحية أخرى، تضمن بيوت التسوية كل طرف من أطراف هذه العقود، وبالتالي تخفض مخاطر عدم السداد بصورة ملموسة.

#### مخاطر عدم القابلية للتسويق:

يمكن للمتعاملين في الأسواق المستقبلية الدخول والخروج من السوق بسهولة عن طريق عكس أوضاعهم في التعاملات. أما في العقود الآجلة، فإن الانسحاب من العقد يتطلب مفاوضات مع الطرف الآخر في التعاقد، أو الدخول في عقد جديد مع طرف ثالث.

#### تكلفة المعاملات

تكلفة المعاملات تتمثل في كل التكاليف والنفقات النقدية التي ترتبط بالتعاقد مثل عمولة السمسرة، الضرائب وتكلفة البحث عن طرف عندما يكون المستثمر في وضع معاكس. هذه التكاليف تعد أقل عندما تتم المتاجرة في الأسواق المنظمة. نتيجة لذلك فإن العقود المستقبلية لها تكاليف تعامل أقل من العقود الآجلة.

### التسويات اليومية

كما أشرنا سابقاً، فإن الأرباح والخسائر الناجمة عن العقود المستقبلية تتم تسويتها في نهاية كل يوم تداول عبر الهوامش. وهذا الإجراء يسهم في تقليل مخاطر عدم السداد، إذ إن الخسائر لا يسمح بتراكمها إلى النقطة التي يكون فيها الطرف الآخر غير قادر على الدفع. أما في الأسواق الآجلة، فتتم التسويات في نهاية أجل كل عملية تعاقد مرة واحدة فقط.

### التسليم

التسليم نادراً ما يتم في الأسواق المستقبلية، إذ إن معظم العقود تغلق قبل تاريخ التسليم. وفي المقابل، فإن معظم التعاقدات في الأسواق الآجلة يتم إنهاؤها بتسليم الأصل إلى الطرف المستحق.

### المرونة

الطبيعة المعيارية (النمطية) للأسواق المستقبلية تقلل كثيراً من درجة المرونة فيها. وفي المقابل، يمكن تهيئة الأسواق الآجلة لتتطابق مع الحاجات الأساسية للمشاركين بحيث يتم تصميم هذه العقود لتتناسب مع احتياجات أطرافها. فمثلاً كل عقد مستقبلي للجنيه الإسترليني يتم على أساس تسليم 62,500 جنيه إسترليني. فالشركة التي تود بيع 100,000 جنيه إسترليني ستجد أن العقود المستقبلية غير مناسبة لأنها تعطيها الفرصة لبيع 62,500 جنيه (عقد واحد) أو 125,000 جنيه (عقدين). ولكن مصرفاً تجارياً ما قد يكون على استعداد للدخول مع الشركة في عقد أجل بمبلغ 100,000 جنيه بناءً على اتفاق الطرفين.

### حدود تذبذب الأسعار

قد تعمل الأسواق المستقبلية على وضع قيود على حجم تذبذب الأسعار المستقبلية من يوم لآخر. وقد تزيد سلطات السوق هذه الحدود أو تخفضها استجابةً لتغيرات محتملة في درجة تذبذب أسعار العقود. وعادة ما تزال القيود على الأسعار كلما اقتربت العقود من آجالها، ويتم ذلك غالباً في الشهر الأخير للتداول. أما العقود الآجلة فليس فيها مثل تلك القيود على تحركات الأسعار.

## 4.11 عقود الخيار Option Contracts

### 1.4.11 ملامح عقود الخيار

الهدف التعليمي 1.4.11 – فهم ملامح وخصائص عقود الخيارات والمخاطر التي قد تواجه كل طرف فيها

عادة ما تكون الخيارات في إحدى صورتين: خيارات الشراء أو خيارات البيع. فحامل خيار الشراء له الحق ولكن ليس عليه الالتزام بشراء الأصل محل التداول على أساس سعر محدد سلفاً (يسمى سعر التنفيذ، أو سعر الممارسة)، في أو حتى تاريخ محدد (تاريخ الانتهاء) في المستقبل. ويمكن أن يكون الأصل محل التداول سهماً مفرداً، مؤشر أسهم، عملة، ذهباً، أو أي أصل آخر.

#### مثال 4.11

خيار شراء بتاريخ 21 نوفمبر على سهم شركة إنتل بسعر تنفيذ قدره 85 دولاراً، يعطي حامل الخيار الحق - ولكن ليس الالتزام - في شراء سهم أنتل (من البائع أو المحرر لخيار الشراء) بسعر 85 دولاراً في 21 نوفمبر.

ستكون ممارسة الخيار مربحة لحامل الخيار (المشتري) في 21 نوفمبر إذا تجاوز سعر أنتل في السوق مبلغ 85 دولاراً.

إن لم تتم الاستفادة من الخيار بنهاية أجله، فإن الخيار يصبح لا قيمة له. وإذا كان بالإمكان ممارسة الخيار في أي تاريخ قبل نهاية الأجل يسمى هذا النوع من الخيارات "الخيار الأمريكي". أما إذا كان الخيار له تاريخ محدد تتم الاستفادة منه في هذا التاريخ فقط وليس قبله فإن الخيار في هذه الحالة يسمى "الخيار الأوروبي".

أما خيار البيع فيعطي حامله الحق ولكن ليس الالتزام ببيع الأصل محل التداول بسعر التنفيذ إلى محرر خيار البيع في تاريخ محدد (إن كان على النمط الأوروبي) أو في أي تاريخ حتى تاريخ الأجل (إن كان على النمط الأمريكي). وتتحقق الأرباح من خيارات البيع إن انخفضت قيمة الأصل في السوق إلى حد أقل من السعر المتفق عليه.

#### مثال 5.11

خيار بيع على سهم إنتل بتاريخ استحقاقه 21 نوفمبر وسعره 85 دولاراً، يعطي حامل الخيار الحق في بيع سهم إنتل إلى محرر خيار البيع بمبلغ 85 دولاراً.

سيكون الخيار مربحاً لحامل الخيار إن كان سعر سهم إنتل في السوق أقل من 85 دولاراً. والذي هو سعر التنفيذ.

المستثمر الذي يبيع (يحرر) الخيار يحصل على عمولة مقابل منحه لهذا الخيار. وهذه العمولة هي السعر الذي يجري تداول الخيار عنده وتسمى أيضاً مكافأة الخيار. ولا يحتاج المستثمر الذي يشتري الخيار إلى الانتظار حتى يحين أجله لكي يحقق ربحه، إذ يمكنه بيع الخيار لمستثمر آخر في سوق الخيارات. وبنفس

الطريقة فإن المستثمر الذي يبيع الخيار يمكنه شراء خيار آخر لتغطية موقفه (Off-setting). ويتم تداول الخيارات في الأسواق المنظمة مثل بورصة مجلس شيكاغو للخيارات (الأسهم)، وبورصة فيلادلفيا (للعملات). وبالنسبة إلى السلع الأخرى والسندات، فإن الخيارات عليها يجري تداولها في عدد من البورصات الأخرى في أمريكا وحول العالم. وكما هو الحال في عقود المستقبلات فإن البورصات -كل على حدة- هي التي تعرف وتنمط عقود الخيارات (أسواق منظمة)، كما تقوم بإعداد اللوائح التي يتم من خلالها التداول في عقود الخيار.

تقوم الصحف المالية بنشر الأسعار السوقية للخيارات القائمة على العديد من الأصول. وفي الجدول أدناه نموذج للخيارات التي تتم المتاجرة بها على سهم أنتل في بورصة مجلس شيكاغو للخيارات، وكما وردت في وول ستريت جورنال لثلاث أسعار تنفيذ مختلفة وثلاث أشهر مختلفة الاستحقاق.

أسعار وول ستريت جورنال. خيارات على سهم أنتل:

سعر سهم أنتل (1)	سعر التنفيذ (2)	أجل الاستحقاق (3)	الحجم (4)	خيار الشراء (5) (الساعة 3 مساء)	الحجم (6)	خيار البيع (7) (الساعة 3 مساء)
80,25	75	يناير	712	11	35	5,75
80,25	80	أكتوبر	2542	3,25	2360	3,625
80,25	85	أكتوبر	4986	1,75	354	7,125
80,25	85	نوفمبر	1630	,5	197	8,175

يشير العمود الثاني إلى سعر التنفيذ لسهم أنتل، وهو الأصل تحت التداول الذي تم إنشاء الخيار بناءً عليه. الحجم يشير إلى عدد العقود (البيع، والشراء) التي تم تداولها في اليوم السابق. بينما يشير العمود الخامس والعمود السابع إلى العلاوة المدفوعة لخيار البيع أو خيار الشراء. بلغ سعر الإغلاق لعقد خيار يناير ذي سعر التنفيذ 75 دولاراً على سهم أنتل 11 دولاراً وبلغ سعر خيار البيع عند نفس سعر التنفيذ 5.75 دولارات. وفي بورصة شيكاغو للخيارات، فإن كل عقد خيارات يتضمن تسليم 100 سهم، وعلى ذلك فإن المستثمر الذي يشتري خيار شراء عليه دفع مبلغ  $100 \times 11$  دولار أي 1100 دولار في حين يكلف خيار البيع 100  $\times 5.75$  دولار أي 575 دولاراً. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإن قيمة خيار الشراء تزيد مع انخفاض سعر التنفيذ، في حين يزيد سعر خيار البيع مع زيادة سعر التنفيذ.

وتحدد العلاقة بين سعر التنفيذ (الممارسة) وسعر الأصل مدار العقد ما إذا كان الخيار مربحاً أم لا. ويكون خيار الشراء مربحاً (in the money) إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر الأصل السوقي، ومتعادلاً (at the money) إذا كان السعران متساويين، وخاسراً (out of the money) إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر الأصل مدار العقد. والعكس صحيح في حالة خيار البيع



## 5.11 عقود المبادلة Swap Contracts

عقود المبادلة عبارة عن اتفاق تعاقدى بين طرفين يقر بموجبه كل طرف بالقيام بدفعات دورية على أساس أسعار لأصول معينة أو معدل فائدة أو مؤشر مرجعي خلال فترة من الزمن. وسنعرض عقود المبادلة على أسعار الفائدة في القسم التالي.

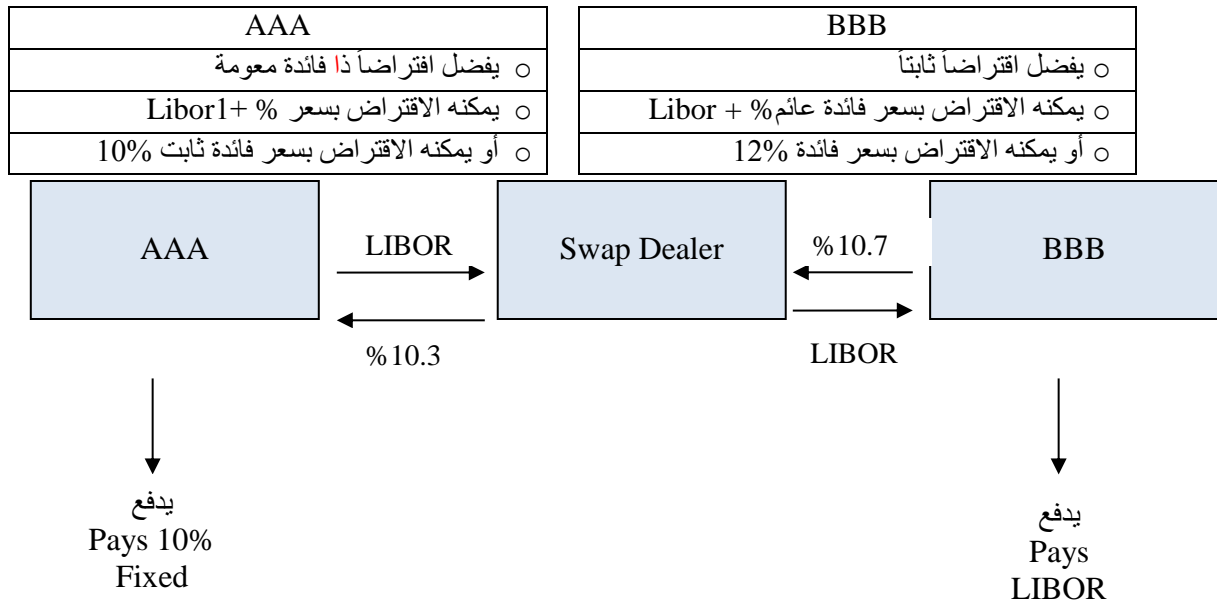
### 1.5.11 عقود المبادلة لأسعار الفائدة Interest Rate Swaps

الهدف التعليمي 1.5.11 – فهم ملامح وأساسيات عقود مبادلة أسعار الفائدة

الصورة الشائعة لتبادل أسعار الفائدة هي التي من خلالها يقوم أحد الطرفين بدفع سعر فائدة ثابت (Fixed Rate) في حين يقوم الطرف الآخر بدفع سعر فائدة عائِم (Floating Rate)، وتعرف أحياناً بعقود تبادل سعر الفائدة الثابت والعائم. ويستخدم المشاركون في الأسواق المالية تبادل أسعار الفائدة لتحويل نوع واحد من التزامات الفائدة (مثل معدل الالتزام بالفائدة الثابتة) إلى آخر (مثل الالتزام بالفائدة المعومة).

المثال التالي يوضح أساسيات عقود تبادل على أسعار الفائدة. لنفترض أن هناك شركتين هما "AAA" و "BBB" وكل منهما يفكر بالدخول في اتفاقية تبادل وقد تم التفاوض عبر وسيط "تاجر التبادل". الشركة AAA تفضل التمويل عبر معدل الفائدة العائم، ولكن لها ميزة تفضيلية عن شركة BBB في سوق سعر الفائدة الثابت (الفارق 2%)، في حين ترغب شركة BBB في التمويل على أساس معدل التمويل الثابت ولكن لها ميزة تفضيلية على AAA في سوق المعدل العائم (الفارق 1%). قام الوسيط "تاجر التبادل" بتعريف فرص كل طرف عن طريق جمع الطرفين، فقامت AAA بإصدار سندات ذات معدل ثابت، وأصدرت BBB سندات ذات معدل عائِم ومن ثم حدثت عملية التبادل، وقد أقر كل طرف بالتزاماته تجاه الآخر.

ويظهر الشكل التالي العلاقة بين مختلف أطراف التبادل



## أسئلة للمراجعة: المشتقات

- 1 - الخيار الذي يعطي حامله الحق في بيع سهم بسعر معين في وقت معين مستقبلاً يعرف بـ:
- خيار شراء
  - خيار بيع
  - خيار مغطى
  - خيار معاملات
- 2 - باع العقد الآجل عليه:
- الالتزام بتسليم سلعة معيارية لمشتري العقد
  - الخيار وليس الالتزام بتسليم سلعة معيارية لمشتري العقد
  - الالتزام بتسليم سلعة متفق عليها (مخصصة وليست معيارية) لمشتري العقد
  - الخيار وليس الالتزام بتسليم سلعة متفق عليها (مخصصة وليست معيارية) لمشتري العقد
- 3 - أي من التالي يعد غير صحيح؟
- يتم تداول العقود المستقبلية في بورصة مالية
  - العقود المستقبلية أكثر سيولة من العقود الآجلة
  - تسمح العقود المستقبلية بخيارات تسليم أقل من العقود الآجلة
  - يتم تسوية العقود المستقبلية يومياً
- 4 - أي من التالي يملك الأثر الأكبر لتخفيض مخاطر التخلف عن السداد لعقود المستقبلات؟
- ترتيبات التسليم المرنة
  - التدقيق الائتماني لكل من البائع والمشتري
  - التسوية اليومية
  - السيولة العالية
- 5 - خيار بيع له سعر تنفيذ (ممارسة) بمبلغ 35 دولاراً، يبلغ سعر السهم الذي سحب عليه الخيار 42 دولار، هذا الخيار هو:
- مربح (In The Money)
  - متعادل (At The Money)
  - خاسر (Out of The Money)
  - يكاد يكون مربحاً

6 - خيار شراء له سعر تنفيذ (ممارسة) 55 دولاراً وسعر شراء (مكافئة) الخيار 4 دولارات، كم سيكون ربحك الصافي إذا قمت ببيع خيار الشراء وكان سعر السهم 52 دولاراً عند انتهاء أجل الخيار؟

- (أ) - 4 دولارات
- (ب) + 3 دولارات
- (ج) + 4 دولارات
- (د) + 7 دولارات

7 - مَنْ مِنَ التَّالِي لِه الحَق فِي بِيَع أَصْل عِنْد سَعْر مَحْدَد سَلْفاً؟

- (أ) محرر خيار بيع
- (ب) مشتري خيار بيع
- (ج) محرر خيار شراء
- (د) مشتري خيار شراء

8 - مَنْ مِنَ التَّالِي يَنْشَأ عَلَيْهِ التَّزَام فِي المَسْتَقْبَل لِبِيَع أَصْل بِسَعْر مَحْدَد سَلْفاً

- (أ) مشتري خيار شراء
- (ب) محرر خيار شراء
- (ج) مشتري خيار بيع
- (د) محرر خيار بيع

9 - الأداة الاستثمارية التي تستخدم لإدارة مخاطر سعر الفائدة والتي تتطلب تبادل سلسلة دفعات هي:

- (أ) العقود المستقبلية
- (ب) التحوط الكلي
- (ج) العقد الأجل
- (د) عقود المبادلات

10 - أحد محاسن استخدام المبادلات للتخلص من مخاطر سعر الفائدة أن المبادلات:

- (أ) أقل تكلفة من العقود المستقبلية
- (ب) أكثر سيولة من العقود المستقبلية
- (ج) أقل تكلفة من إعادة هيكلة الميزانية العمومية (قائمة المركز المالي)
- (د) تحصل على معالجة محاسبية أفضل من الخيارات

## 12 أسس اتخاذ القرار الاستثماري

### المقدمة

#### 1.12 بيئة الاستثمار

1.1.12 مكونات العائد المطلوب

2.1.12 المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر

3.1.12 علاوة التضخم

4.1.12 علاوة المخاطر

5.1.12 العلاقة بين العائد والمخاطر

#### 2.12 مقدمة في إدارة المحافظ

1.2.12 التنوع

2.2.12 حساب المخاطر والعائد للمحفظة

#### 3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

1.3.12 المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة (Systematic & Unsystematic)

2.3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

3.3.12 معدل العائد المطلوبة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

### أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يتم اتخاذ قرارات الاستثمار بناءً على معيارين أساسيين: العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بذلك الاستثمار. ويهدف المستثمر إلى تحقيق الحد الأقصى من العائد مع تقليل المخاطر إلى الحد الأدنى. هذا الفصل يزود المتدربين بالخلفيات الضرورية حول العائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار، ويقدم أيضاً صورة عامة عن نماذج إدارة المحافظ ونماذج تقييم الأصول الرأسمالية.

## 1.1.2 بيئة الاستثمار The Investment Setting

### 1.1.2 مكونات العائد المطلوب The Components of Required Return

**الهدف التعليمي 1.1.12** – فهم العائد المطلوب على الاستثمار ومكوناته التي يشتق منها

- |                     |                                    |
|---------------------|------------------------------------|
| Real Risk Free Rate | • المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر |
| Inflation Premium   | • علاوة التضخم                     |
| Risk Premium        | • علاوة المخاطر                    |

عندما يختار فرد ما استثمار أمواله في أصل معين أو أوراق مالية فإن هناك نطاقاً معيناً للعائد الذي يطمح إلى تحقيقه، وهذا ما يشار إليه عادة بالعائد المطلوب على ذلك الاستثمار. وهذا العائد المطلوب يمكن اعتباره مكوناً من ثلاثة أجزاء: معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر، وعلاوة التضخم، وعلاوة المخاطر الخاصة بالاستثمار.

العائد المطلوب = المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر + علاوة التضخم + علاوة المخاطر.

### 2.1.12 المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر The Real Risk Free Rate

**الهدف التعليمي 2.1.12** – فهم معنى وتأثيرات المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر

المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر هو العائد المطلوب في حالة عدم وجود تضخم أو مخاطر مصاحبة للاستثمار، ويمكن أن نفكر في ذلك النوع من العائد على أساس أنه الحد الأدنى من العائد الذي يمكن الحصول عليه من الاستثمار تحت أي ظرف.

### 3.1.12 علاوة التضخم The Inflation Premium

الهدف التعليمي 3.1.12 – فهم معنى وتأثيرات علاوة التضخم

يتم طلب علاوة التضخم بسبب أن التضخم يؤثر عكسياً في القوة الشرائية للنقود، وبالتالي فإن على المستثمر أن يبحث عن تعويض لذلك الانخفاض في العائدات على استثماراته.

ومن المفيد أن نلاحظ أن هناك اختلافاً بين العائد الحقيقي (كما رأينا هنا) والمعدلات الاسمية؛ فالمعدلات الاسمية هي التي تتضمن علاوة التضخم في حين لا يتضمن العائد الحقيقي ذلك. فمثلاً إذا كان المستثمر يود الحصول على عائد حقيقي قدره 5% (صافي بعد التضخم)، وأنه يتوقع أن يكون معدل التضخم 4%، فإن عليه البحث عن عائدات اسمية بمعدل تقريبي قدره 9%. وتظهر العلاقة بين العائد الاسمي والعائد الحقيقي في المعادلة التالية:

$$1 + \text{المعدل الاسمي} = (1 + \text{العائد الحقيقي})(1 + \text{معدل التضخم}).$$

#### مثال 1.12

حصل مستثمر على 15% من حسابه المصرفي وكانت نسبة التضخم 6%، ما معدل العائد الحقيقي؟

15% تعد هي العائد الاسمي، في حين أن 6% هي معدل التضخم.

نجد أن العائد الحقيقي هو 8.49% (تقريباً يساوي 9% (15% - 6%))

### 4.1.12 علاوة المخاطر Risk Premium

الهدف التعليمي 4.1.12 – فهم معنى وتأثيرات علاوة المخاطر

المخاطر بشكل عام غير مرغوب فيها ولا يمكن التنبؤ بها، لذا فإن الاستثمار يجب أن يوفر حوافز (عوائد) للمستثمرين لتعويضهم عن تحمل المخاطر. والمستثمرون في الغالب يميلون إلى الهروب من المخاطر بمعنى أنهم يحاولون تجنب المخاطر أو البحث عن تعويض مجز مقابل تحملها. وكلما كبرت المخاطر على الاستثمار كانت معدلات علاوة المخاطر أكبر. وتعرف علاوة مخاطر الاستثمار بأنها معدل العائد على الاستثمار الذي يفوق العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر مثل (أنونات الخزينة Treasury bills).

## 5.1.12 – العلاقة بين المخاطر والعائدات The Relationship between Risk and Return

الهدف التعليمي 5.1.12 – فهم العلاقة بين المخاطر والعوائد

تحيط بالاستثمار في الأسهم عموماً بالمخاطر الأمر الذي يجعل الأسهم توفر فرصاً للحصول على عائدات عالية في حالة الاحتفاظ بها لفترة طويلة مقارنة مع أنماط أخرى من الاستثمار (مثل السندات وأدوات سوق النقد). واعتماداً على أنواع الشركات (حديثة الإنشاء أم قديمة)، فإن علاقة العائد/المخاطر تتفاوت من متوسطة إلى عالية.

السندات عموماً أقل مخاطر من الأسهم، وبالتالي فهي توفر عائدات أقل. وبالطبع، فإنه بالنسبة إلى السندات ذات التصنيف الائتماني المرتفع مثل سندات الخزينة الأمريكية، فإن المخاطر عليها تكون أقل جداً من غيرها من السندات التي تصدرها الشركات؛ إذ المستثمر يكاد يكون على يقين من تحقق العائدات على استثماراته ما دام محتفظاً بالسندات حتى يحين أجلها. أما إذا كانت السندات تباع قبل حلول أجلها، فإن هناك مخاطر من أن قيمتها السوقية قد تكون أقل من قيمتها الاسمية مما قد يعرض رأس المال المستثمر لمخاطر الخسارة التي تؤثر سلباً في عائدات المستثمر.

تعد الاستثمارات في الأرصدة النقدية أو أدوات الخزينة ذات مخاطر أقل كونها أكثر أماناً في احتمالية تحصيلها للعائد، ولكنها في الوقت نفسه تعطي فرصاً أقل لنمو رأس المال.

ومن الواضح إذاً أن المخاطر العالية يجب أن تصحبها معدلات عائد أعلى، إلا أنه من غير الواضح إلى أي مدى يمكن قياس هذه العلاقة كميًا. ومع ذلك، يمكن الاعتماد على دلالات نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية للتعرف على العلاقة بين العائد والمخاطر. وبصورة عامة تشير نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن المخاطر يمكن أن تقسم إلى نوعين:

**النوع الأول:** وهو ما يطلق عليه "مخاطر السوق" أو "المخاطر المنتظمة"، وهي المخاطر على الاستثمار التي قد تنتج من النشاط الاقتصادي عموماً وعن البيئة السياسية، مثل المخاطر الناتجة عن الأزمات السياسية أو عن الكساد العام وقد يكون لها تأثير سلبي في الاستثمارات كافة، ولكن بنسب متفاوتة.

**والنوع الثاني:** هو تلك التي قد تواجه أنواعاً محددة من الاستثمارات أو ما يسمى بالمخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة، وهي المخاطر التي يمكن تنويعها عبر الاحتفاظ بأسهم مجموعة من الشركات الفردية إذ الخسائر التي قد تحدث من استثمار في سهم من تلك الأسهم قد يتم تعويضها من العوائد التي يجنيها الاستثمار من أسهم شركات أخرى. وإذا كانت المحفظة الاستثمارية متنوعة جيداً، فإن المخاطر التي تواجه تلك المحفظة تكون كلها مخاطر سوق (المنتظمة) إذ إنها تخلص من المخاطر الخاصة (غير المنتظمة).

## 2.12 مقدمة في إدارة المحافظ An Introduction To Portfolio Management

### 1.2.12 التنويع Diversification

الهدف التعليمي 1.2.12 – فهم التنويع كأحد أدوات إدارة المحافظ

كما أشرنا سابقاً في هذا الفصل، فإن التنويع يمكن المستثمر من إزالة أو تخفيض المخاطر على الاستثمار. فعن طريق التنويع الفعال للاستثمار داخل محفظة المستثمر، يمكن للمستثمر تقليل المخاطر إلى مستوى معين. في القسم التالي نحاول إلقاء نظرة على الارتباط بين العائدات على الاستثمارات وأثرها في درجة التنويع. إن الجمع بين الأصول المرتبطة سلبياً (التي تميل إلى التحرك في اتجاهات معاكسة)، يقلل من المخاطر ويزيد من فوائد التنويع.

### 2.2.12 حساب المخاطر و العائد للمحفظة Calculating Risk And Return in a Portfolio

الهدف التعليمي 2.2.12 – معرفة العناصر ذات الصلة بحساب المخاطر والعائد على المحفظة الاستثمارية

- نسبة المال المستثمر في كل أصل من أصول المحفظة
- العائد والمخاطر لكل أصل
- العلاقة (الارتباط) بين عوائد أصول المحفظة

ملاحظة: تحقيق هذا الهدف التعليمي لا يتطلب حساب المخاطر

من أجل حساب العائد والمخاطر على المحفظة لابد من وجود المعطيات التالية:

- أ. نسبة المال المستثمر في كل أصل من أصول المحفظة (وزن الأصل).
- ب. العائد والمخاطر على كل أصل من أصول المحفظة. وتقاس مخاطر المحفظة عموماً بمقياس الانحراف المعياري للعوائد Standard deviation.
- ج. الدرجة التي يرتبط بها عائد إحدى الأوراق المالية إلى عائد الأوراق المالية الأخرى في المحفظة وتسمى هذه العلاقة "الارتباط". والمقياس المستخدم هو معامل الارتباط (Correlation Coefficient)، الذي تكون قيمته بين -1 و +1. ومعامل الارتباط -1 هو معامل ارتباط سالب تام بينما معامل الارتباط +1 يعبر عن ارتباط موجب تام.

### حساب العائد: Calculating Return

يُحسب عائد المحفظة كمتوسط مرجح (موزون) للعوائد من الأصول التي تتكون منها المحفظة. والأوزان المستخدمة عبارة عن نسب الأموال المستثمرة في كل أصل من الأصول في المحفظة. العائد لمحفظة ذات أصلين:

$$r_p = w_1 \times r_1 + w_2 \times r_2$$

$$ع = ع_1 \times ص_1 + ع_2 \times ص_2$$

حيث: ص<sub>1</sub> ، ص<sub>2</sub> هما نسبة الأموال المستثمرة في الأصل 1 والأصل 2.

ع<sub>1</sub> و ع<sub>2</sub> هما عائدات الأصل 1 والأصل 2.



### حساب المخاطر: Calculating Risk

تقاس مخاطر المحفظة المالية عن طريق الانحراف المعياري للمحفظة، ويجري ذلك عبر المعادلة التالية بالنسبة إلى محفظة ذات أصلين:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho\sigma_1\sigma_2}$$

حيث:  $\sigma_1\sigma_2$  هما الانحراف المعياري للأصلين 1 و 2.

$\rho$  هو معدل الارتباط بين عائدات الأصلين 1، و 2.

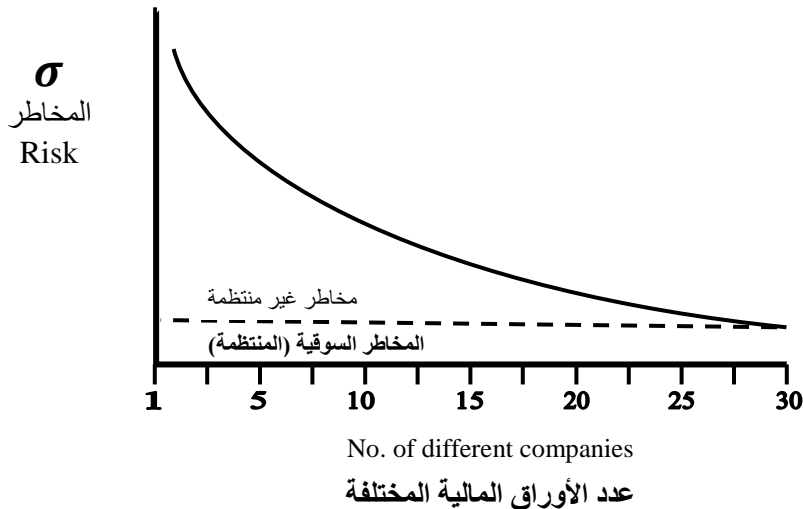
ويلعب معامل الارتباط دوراً محورياً في تخفيض المخاطر؛ إذ كلما قلت قيمة P عن +1، كبرت احتمالية تخفيض المخاطر. ففي الحالة الافتراضية حيث يكون هناك أصلاً مترابطين سلبياً ترابطاً تاماً أي أن  $\rho = -1$ ، فإنه من المحتمل تكوين محفظة بلا مخاطر. وهذه الحالة افتراضية لأن معظم الأصول في أرض الواقع ترتبط فيما بينها بدرجة أو بأخرى.

### 3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM)

#### 1.3.12 المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة: Systematic And Non- Systematic Risk

الهدف التعليمي 1.3.12- فهم الاختلافات بين المخاطر الخاصة (غير المنتظمة) ومخاطر الأسواق العامة (المنتظمة)

تم رصد مشاهدات تثبت أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، فإن مخاطرها تنخفض ولكن إلى درجة محددة. وهذا يوضح الفرضية التي ترى أن كل الأوراق المالية معرضة لعوامل مخاطر عامة (منتظمة) إضافة إلى المخاطر (غير المنتظمة) المميزة الخاصة بكل ورقة مالية، وأن المخاطر المحددة أو المميزة للورقة المالية يمكن تقليلها أو التخلص منها عند تكوين محفظة مالية. الرسم البياني التالي يوضح هذه الملاحظة.



وعملياً، وُجد أن المحفظة التي تضم نحو 30 سهماً تحقق معظم منافع التنويع. والمخاطر التي يمكن التخلص منها عن طريق التنويع تسمى المخاطر المميزة أو الخاصة، أو المخاطر غير المنتظمة. أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع فتسمى المخاطر المنتظمة أو مخاطر السوق.

وتتذبذب أسعار الأسهم عموماً نتيجة التغير في العديد من العوامل العامة في الأسواق؛ مثل التضخم، والنمو الاقتصادي، وتغير معدلات صرف العملات الأجنبية. كما أن أسعار الأسهم تتذبذب أيضاً نتيجة لأحداث قد تلاحق شركات محددة مثل الإنجازات في مجالات البحث والتطوير، أو الإضراب الذي يدخل فيه العاملون في إحدى هذه الشركات. وتبرز نظرية المحفظة أن المخاطر الخاصة لكل شركة يمكن إزالتها عن طريق عملية بسيطة هي التنويع. وبما أن هذا النوع من المخاطر يمكن التحكم فيه، فإن الأسواق المالية قد لا تدفع علاوة مخاطر على هذا النوع من المخاطر. أما المخاطر السوقية أو المخاطر المنتظمة فهي التي تؤثر في كل الأوراق المالية ولا يمكن التحكم فيها ولا يمكن تجنبها، وبالتالي فإن المستثمر يبحث عما يعوضه نتيجة لتحمله المخاطر السوقية، فكلما كانت المخاطر السوقية للاستثمار "المنتظمة" عالية، ارتفع العائد المطلوب على هذا الاستثمار.

### 2.3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model

**الهدف التعليمي 2.3.12** - فهم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخدام بيتا في تحديد علاوة المخاطر

يضطلع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بقياس العوائد المتوقعة على الأوراق المالية، بناءً على معادلة تقترض أن المستثمر سوف ينال تعويضاً عن المخاطر المنتظمة فقط، وليس عن المخاطر غير المنتظمة أو المخاطر الخاصة. وتقاس المخاطر المنتظمة للأوراق المالية بمعامل بيتا (التي يرمز لها بالحرف الإغريقي  $\beta$ )، ويمكن تعريفها بصورة عامة بأنها تمثل ارتباط واعتماد عائدات الأوراق المالية على العائدات الكلية للسوق.

بمعرفة قيمة بيتا للورقة المالية أو الاستثمار، فإن معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية توضح أن علاوة المخاطر عن الورقة المالية تتناسب مع علاوة المخاطر لكامل سوق الأسهم. وتكتب معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على النحو التالي:

$$R_i = R_f + [\beta(R_m - R_f)]$$

$$ع_s = ع_v + بيتا(ع_f - ع_v)$$

حيث:

$ع_s$  = العائد على الورقة المالية

$ع_v$  = العائد على أصل خال من المخاطر

$ع_f$  = العائد على مجمل السوق

بيتا = معامل بيتا للورقة المالية

وتقاس قيمة بيتا للورقة المالية عادة عن طريق الطرق الإحصائية. ويمكن تفسيرها على أساس أنها تمثل حساسية العائدات على الورقة المالية تجاه التغيرات في مجمل عائدات السوق. على ذلك فإن الاستثمارات الخالية من المخاطر لها بيتا تساوي صفراً، في حين أن الأوراق المالية التي خطورتها تعادل مجمل الخطورة

في السوق لها معامل بيتا يساوي الواحد. أما الورقة المالية التي تبلغ قيمة بيتا لها 2 فذلك يعني أنها تتعرض لتغير مضاعف أو بنسبة 2% عند كل تغير بنسبة 1% في مجمل العائدات على السوق.

### 3.3.12 معدل العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

#### The Required Rate of Return Using (CAPM)

**الهدف التعليمي 3.3.12** – القدرة على حساب معدل العائد المطلوب على السهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المشار إليه أعلاه يمكن استخدامه في تقدير المعدلات المطلوبة للعائد. والمدخلات الثلاث هي:- المعدل الخالي من المخاطر، العائد المتوقع في السوق، وقيمة بيتا للأصل ( سهم ، سند ، مؤشر .... )

#### مثال 2.12

سهم له معامل بيتا يساوي 1.75. في حين يبلغ العائد على أذونات الخزينة الحكومية 5% (هذا يستخدم في تقدير العائد الخالي من المخاطر). ويتوقع المستثمرون عائداً قدره 12% على مجمل السوق. عليه فإن المعدل المطلوب للعائد على هذا السهم يبلغ:

$$ع = 5\% + [(12\% - 5\%) \times 1.75] = 17.25\%$$

## أسئلة للمراجعة: أسس القرار الاستثماري

- 1- أي مما يلي غير صحيح؟
- (أ) العائد المتوقع لمحفظه استثمارية هو دائماً المتوسط المرجح للعائد المتوقع لكل أصل في المحفظة
- (ب) يقيس التباين المشترك (المتزامن) الحركة المشتركة بين عوائد الأوراق المالية الفردية
- (ج) الانحراف المعياري لمحفظه استثمارية هو دائماً المتوسط المرجح للانحرافات المعيارية للأصول الفردية في المحفظة
- (د) يعد تفسير وقبول الانحراف المعياري أسهل من تفسير وقبول التباين كقياس للمخاطر

### 2- معامل الارتباط:

- (أ) يساوي التباين المشترك (المتزامن) مضروباً في عدد الانحرافات المعيارية الفردية
- (ب) يقيس مدى تحرك عوائد الورقة المالية نسبةً إلى بعضها البعض
- (ج) قد يكون أكبر من +1
- (د) يبين علاقة أقوى بين عوائد ورقتين مالييتين عندما تكون قيمته المطلقة أقرب إلى الصفر

### 3- أي من معاملات الارتباط التالية تعطي أكبر مزايا التنوع لمحفظه استثمارية معينة؟

- (أ) 0
- (ب) 0.5
- (ج) 1
- (د) -0.9

### 4- أي مما يلي غير صحيح؟

- (أ) كلما زاد عدد الأوراق المالية في محفظة فإن مخاطرها غير المنتظمة ستتناقص في الغالب
- (ب) يستحيل دائماً إلغاء جميع المخاطر لمحفظه استثمارية ذات ورقتين مالييتين
- (ج) كلما كان معدل الارتباط بين الأوراق المالية في محفظة سلباً زادت درجة الفائدة من التنوع
- (د) كلما أضيفت أوراق مالية، قل معدل انخفاض المخاطر الخاصة (غير المنتظمة) لكل ورقة مالية مضافة

### 5- يبلغ معامل بيتا للسهم (أ) 1,5، وللشهم (ب) 0,5. أي من العبارات التالية يجب أن تكون صحيحة عن هذه الأوراق المالية؟

- (أ) يعد السهم ب إضافة مرغوبة إلى المحفظة أكثر من السهم (أ)
- (ب) يعد السهم أ إضافة مرغوبة إلى المحفظة أكثر من السهم (ب)
- (ج) العائد المتوقع على السهم أ سيكون أكبر منه على السهم (ب)
- (د) العائد المتوقع على السهم ب سيكون أكبر منه على السهم (أ)
- 6- احتسب معدل العائد المطلوب لشركة سعودية مدرجة، مفترضاً أن المعدل الخالي من المخاطر يساوي 4 في المئة، وعلاوة مخاطر السوق (الفرق بين عائد السوق ومعدل الفائدة الخالي من

المخاطر) 6 في المئة، علماً أن معامل بيتا للشركة يبلغ 1.5، ومتوسط عوائدها المحققة خلال السنوات الثلاث الماضية 12 في المئة، بينما كان 15% للسنة الأخيرة.

- (أ) 17%
- (ب) 10%
- (ج) 13%
- (د) 18%

7- ما أفضل مقياس لمخاطر أصل وحيد؟

- (أ) التباين المشترك
- (ب) الانحراف المعياري
- (ج) معامل بيتا
- (د) المدى

8- ما أفضل مقياس لمخاطر لأصل في محفظة متنوعة؟

- (أ) معامل الارتباط
- (ب) معامل التحديد
- (ج) معامل بيتا
- (د) معامل التغير

9- يقدر معامل بيتا لشركة صحراء الأمريكية بـ 1.25. فإذا كان العائد على سندات خزينة تستحق بعد 10 سنوات 5.65%، ومتوسط العائد طويل الأجل على مؤشر إس أند بي 500 يبلغ 11%، فاحسب معدل العائد المطلوب لشركة صحراء.

- (أ) 12.34%
- (ب) 7.06%
- (ج) 13.74%
- (د) 5.65%

10- المخاطر التي يمكن إلغاؤها من خلال التنويع تسمى .....

- (أ) المخاطر غير المنتظمة
- (ب) المخاطر المرتبطة بالشركات
- (ج) المخاطر القابلة للتنويع
- (د) كل ما سبق

11- يكون التنوع في أوج فعاليته عندما تكون عوائد الورقة المالية.....

- (أ) عالية
- (ب) مرتبطة ارتباطاً سلبياً
- (ج) مرتبطة ارتباطاً إيجابياً
- (د) غير مترابطة

12- أي من العوامل التالية تؤثر في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر؟

- (أ) معدل العائد الحقيقي خالي من المخاطر للاقتصاد
- (ب) المعدل المتوقع للتضخم
- (ج) علاوة المخاطر
- (د) جميع ما سبق

# 13 صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التحوط

## 1.13 أساسيات صناديق الاستثمار

1.1.13 الخصائص العامة لصناديق الاستثمار

2.1.13 مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار

3.1.13 الرسوم

4.1.13 صافي قيمة الأصل

5.1.13 صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة

6.1.13 أنواع الصناديق طبقاً للمكونات

7.1.13 أنواع الصناديق بناءً على أهدافها

## 2.13 مقاييس أداء صناديق الاستثمار

## 3.13 صناديق المؤشرات المتداولة

1.3.13 أساسيات صناديق المؤشرات المتداولة

2.3.13 مقارنة صناديق المؤشرات المتداولة مع صناديق الاستثمار

## 4.13 صناديق التحوط

## أسئلة المراجعة

## الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## 1.13 أساسيات صناديق الاستثمار

### 1.1.13 الخصائص العامة لصناديق الاستثمار

الهدف التعليمي 1.1.13 - معرفة الخصائص العامة لصناديق الاستثمار

أدى نشوء صناديق الاستثمار إلى توسع وزيادة مقدرة الأفراد على المشاركة في الأسواق المالية. وصندوق الاستثمار عبارة عن آلية تقوم من خلالها شركة بتجميع الأموال من مجموعة ضخمة من المستثمرين الأفراد لتكون مالياً مجمعة يمكن بعد ذلك استثماره في مختلف الأدوات الاستثمارية. ويستهدف منشئو صناديق الاستثمار أهدافاً مختلفة لمقابلة احتياجات المستثمرين بتوفير صناديق ذات مستويات مخاطر متعددة ومفتحة على أنواع مختلفة من الأوراق المالية. وفي الولايات المتحدة يوجد ما يربو على 2,500 صندوق استثماري تسمح للمستثمرين باختيار صناديق معينة تناسب احتياجاتهم الاستثمارية. وقد وجدت صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية رواجاً كبيراً في الآونة الأخيرة، حيث يقوم الأشخاص المرخص لهم بعرض مجموعة عريضة من صناديق الاستثمار المختلفة.

### 2.1.13 مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار

الهدف التعليمي 2.1.13 - معرفة مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار للمستثمر

- تقدم صناديق الاستثمار عدداً من المزايا للمستثمرين الأفراد :
  - إدارة مؤهلة للصناديق.
  - التنوع من خلال تجميع الأموال، مع أن الأفراد قد يستثمرون مبالغ صغيرة.
  - تكلفة معاملات منخفضة؛ لأن مديري الصناديق يتداولون كميات كبيرة من الأوراق المالية.
  - القدرة على اختيار الصناديق التي لها توجه يلائم أهداف المستثمر.
- ويعد التنوع والإدارة المحترفة بلا منازع من أعظم مزايا صناديق الاستثمار للمستثمر، والتي يصعب تحقيقها من خلال المبالغ الصغيرة المتاحة لصغار المستثمرين الأفراد.

### 3.1.13 الرسوم

الهدف التعليمي 3.1.13 - معرفة الرسوم المختلفة والتكاليف الأخرى المفروضة على صناديق الاستثمار

تفرض صناديق الاستثمار رسوماً مختلفة يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدل العائد للمستثمر. وتفرض صناديق الاستثمار المحملة (Loaded Funds) رسوماً أولية كرسوم مبيعات، وفي بعض الأحيان تكون الرسوم على شكل رسوم خروج إذا سُحبت الأموال من الصندوق. وفي حالة عدم وجود سبب قوي للاعتقاد بأن مدير صندوق الاستثمار يمكن أن يحقق أداءً استثمارياً متفوقاً، فإنه من الأفضل اختيار صناديق الاستثمار التي لا تفرض رسوم شراء / بيع. وتفرض معظم صناديق الاستثمار رسوماً تشغيلية لتغطية تكاليف إدارة الصندوق مثل المصاريف الإدارية، والرواتب، وتفرض رسوماً أخرى لتغطية مصاريف الإعلانات، والعمولات المدفوعة للسماسرة، وتكلفة طباعة وتوزيع التقارير السنوية. وعلى المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الصناديق البحث بعناية في صناديق الاستثمار التي يرغبون في الاستثمار بها وفهم تركيبة هذه التكاليف والرسوم وأثرها في العائد الكلي.



### 4.1.13 صافي قيمة الأصل (Net Asset Value)

**الهدف التعليمي 4.1.13** فهم المقصود بصافي قيمة الأصل لصندوق استثماري، وامتلاك القدرة على حسابها

يتم الاستثمار في صناديق الاستثمار عن طريق شراء أسهم (وحدات) يصدرها الصندوق. ويستخدم الصندوق بدوره هذه الأموال للاستثمار في الأوراق المالية بما يتوافق مع أهدافه المعلنة. ويمثل صافي قيمة الأصل (NAV) القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق الاستثماري مقسومة على عدد الوحدات القائمة (المصدرة) للصندوق. وتعلن الصحف المالية مثل صحيفة (وول ستريت جورنال) معلومات عن الأسعار اليومية لعدد كبير من صناديق الاستثمار. بالإضافة لذلك، تقوم عدد من المطبوعات مثل "مجلة الأموال" و "فوربز" بتقديم تحليل مفصل عن أداء صناديق الاستثمار سنوياً. أما في المملكة العربية السعودية فتقدم الأسعار الأسبوعية ومعلومات التداول في موقع السوق المالية السعودية (تداول).

ويُحسب صافي قيمة الأصل (NAV) كما يلي:

$$\text{صافي قيمة الأصل} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{الخصوم}}{\text{عدد الوحدات المصدرة للصندوق}}$$

حيث أن القيم السوقية للأصول تمثل القيمة السوقية للأوراق المالية التي يملكها الصندوق، ويخصم منها أي خصوم مثل الرواتب المستحقة، ومن ثم يُقسم الناتج على عدد الأسهم (الوحدات) التي أصدرها الصندوق.

في حالة الصندوق الاستثماري الذي أصدر 5 ملايين سهم ويحتفظ بأصول مالية تبلغ قيمتها السوقية 342 مليون ريال فيما تبلغ خصومه 12 مليون ريال كرسوم استثمار، و 6 ملايين ريال كإيجار مكاتب ومصاريف أخرى، تبلغ قيمة أصله الصافية (NAV) 64.80 ريالاً.

$$\text{صافي قيمة الأصل} = \frac{6 - 12 - 342}{5} = 64.80 \text{ ريالاً.}$$

### 5.1.13 صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة

**الهدف التعليمي 5.1.13** فهم الفروقات بين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة

كما يدل اسمه، فإن صندوق الاستثمار المفتوح يكون مستعداً دائماً لبيع وطرح وحدات جديدة فيه أو استرداد الأسهم (الوحدات) القائمة بسعر يساوي قيمة الأصل الصافية فيه (NAV). وفي المقابل فإن صناديق الاستثمار المغلقة تغلق بعد نهاية فترة الاكتتاب التي تباع خلالها الصناديق وخدماتها. وإذا أراد المساهم أن يسترد وحداته فإن عليه إيجاد مشترٍ لوحداته. ويتم تداول وحدات صناديق الاستثمار المغلقة في بورصات الأسهم مثل أسهم الشركات. وهناك ظاهرة جديرة بالملاحظة تخص صناديق الاستثمار المغلقة؛ وهي أن قيمة وحداتها السوقية لا تساوي قيمة صافي أصولها (NAV) في كل الأحيان. وكثيراً ما يلاحظ أن وحدات الصناديق المغلقة تتداول بعلاوة وفي غالب الحالات بخصم عن قيمة أصولها الصافية.

## 6.1.13 أنواع الصناديق طبقاً للمكونات General Characteristics of Mutual Funds

الهدف التعليمي 6.1.13 – معرفة مختلف فئات صناديق الاستثمار

Money Market	• صناديق أسواق النقد
Bonds	• صناديق السندات
Stock	• صناديق الأسهم
Balanced	• الصناديق المتوازنة
Country	• الصناديق القطرية (المكان)
Index	• صناديق المؤشرات

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار بعدة طرق. فيما يلي ست من فئات صناديق الاستثمار طبقاً لأنماط الاستثمارات المضمنة فيها:

### (1): صندوق سوق النقد Money Market Fund

تستثمر صناديق سوق النقد بشكل أساسي في الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدون الخزينة، شهادات الإيداع، والأوراق التجارية. وهذه الصناديق تميل إلى كونها آمنة نسبياً، على أن الأمان بالطبع يعني أنها تدرّ عائدات متواضعة. ويمكن لهذا النوع من الصناديق أن يوفر خدمات مماثلة للحسابات المصرفية تسمح للمستثمر بتحرير الشيكات في مقابل أمواله المستثمرة في صندوق أسواق النقد.

### (2): صناديق السندات Bond Funds

وتستثمر هذه الصناديق في السندات ذات الدخل الثابت مثل سندات الحكومة وسندات الشركات. وتميل صناديق السندات إلى تحقيق دخل مستمر ثابت مع معدلات أمان معقولة، مع أن السندات قد تعاني من انخفاض قيمتها عندما ترتفع أسعار الفائدة. وقد تختار صناديق السندات التخصص في أنواع محددة من الأسواق ذات الدخل الثابت في صورة آجال أو درجة جودة وكفاءة (مثل الاستثمار في السندات الاستثمارية مقابل صناديق أخرى تستثمر في سندات المضاربة).

### (3): صناديق الأسهم Stock Funds

هذه هي الصناديق التي تستثمر في أسهم الشركات. وهذه الصناديق تميز نفسها عن طريق تفاوت أنماطها وتركيزها على قطاعات محددة من الاقتصاد. مثلاً، قد يهتم المستثمر بقطاع صناعة الاتصالات، وقد يجد صندوقاً يستثمر في أسهم شركات الاتصالات فقط دون غيرها من الشركات.

### (4): الصناديق المتوازنة Balanced Funds

الصندوق الذي يستثمر في الأسهم والسندات مع جزء من مكونات المحفظة المستثمرة في أصول مالية قصيرة الأجل يمكن تسميته الصندوق المتوازن. مثل هذه الصناديق قد تستطيع توفير دخل مستمر معقول دون تعريض المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق لمؤثرات خطيرة.

### (5) الصناديق القطرية Country Funds

أصبح تنويع الاستثمارات عبر كل أنحاء العالم سهلاً الآن مع إدخال نظم الصناديق المؤسسة جغرافياً كصناديق تخص دولة محددة. وتتراوح الخيارات بالنسبة للمستثمرين بين الاستثمار في الصناديق القطرية (الصناديق اليابانية، الصناديق المكسيكية .. إلخ) أو الاستثمار في الصناديق التي تضم مجموعة من الدول (الصناديق في الأسواق الآسيوية النامية حديثاً).

### (6): الصناديق القياسية (المؤشرات) Index Funds

صناديق المؤشرات عبارة عن تعبير موسع لصناديق الأسواق. فمثلاً يستثمر صندوق فانجارد 500 في 500 سهم مضمنة في إس أند بي 500. وقد يجد المستثمرون المهتمون بتنويع استثماراتهم بأقل تكلفة هذه الصناديق القياسية أكثر مناسبة لاحتياجاتهم.

### 7.1.13 أنواع الصناديق بناءً على أهدافها

الهدف التعليمي 7.1.13 – معرفة ثلاثة من أنماط أهداف الصناديق المتبناة بواسطة صناديق الاستثمار:

• الصناديق قوية النمو	Aggressive Growth Funds
• صناديق الدخل	Income Funds
• صناديق النمو والدخل	Growth and Income Funds

بدلاً من تصنيف الصناديق طبقاً للاستثمارات المضمنة فيها، يمكن تصنيف الصناديق طبقاً لأهدافها أو اتجاهاتها الاستثمارية. وفيما يلي ثلاثة تصنيفات عامة للصناديق:

### (1): الصناديق قوية النمو Aggressive Growth Funds

الصندوق الذي له مثل هذا الهدف يستثمر في أسهم الشركات النامية، والقطاعات قوية النمو في الاقتصاد. وهذه الصناديق حتماً تتعرض لدرجة مخاطر عالية.

### (2) صناديق الدخل Income Funds

هذه الصناديق تحاول الحصول على أعلى معدل للدخل الجاري الثابت مع المحافظة على سلامة المبالغ المالية المستثمرة. ومثل هذه الصناديق قد تتضمن نسبة كبيرة من الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات.

### (3): صناديق الدخل والنمو: Growth and Income Funds

هذا النوع من الصناديق هو الذي يدعو إلى الاستثمار في خليط من الأوراق المالية، بعضها ذات إمكانات نمو وبعضها ذات معدل دخل ثابت. والفكرة وراء ذلك هي التأكيد على وجود معدل مناسب من الدخل وإمكانات نمو معتدلة في القيمة دون التأثير في المبالغ المالية المستثمرة في البداية.

## 2.13 مقاييس أداء صناديق الاستثمار

هدف تعليمي 2.13 – فهم وحساب مقاييس أداء صناديق الاستثمار

- الانحراف المعياري
- معامل بيتا
- مؤشر شارب
- معامل ألفا
- مؤشر ترينور

عادة ما تصاحب المخاطر الاستثمارات. ولمعرفة أداء صندوق استثماري إضافة إلى مقارنة أداء الصناديق بعوائد أو مؤشرات غيرها من الصناديق، يستطيع المستثمر استخدام مقاييس العوائد/المخاطر التي تضع مخاطر الصناديق في اعتبارها عند تقييم أداء صندوق ما. وتشمل هذه المقاييس الانحراف المعياري، ومؤشر بيتا، ونسبة أو مؤشر شارب ومعامل ألفا ومؤشر ترينور، وغيرها من المقاييس التي لا تتسع هذه المادة للتطرق إليها.

**الانحراف المعياري:** هو أحد المؤشرات الإحصائية التي تقيس مدى أداء صندوق معين، ويشار إليه كرقم سنوي. فعندما يكون للصندوق انحراف معياري عالٍ، فإن مدى أدائه يكون عريضاً جداً، مما يشير إلى وجود احتمالاً كبير للتذبذب. فكلما كان التذبذب في الأداء عالياً، دل على ارتفاع المخاطر وانعكس في شكل انحراف معياري أكبر.

**بيتا:** يعد مؤشر بيتا طريقة أخرى لرصد تحركات الصناديق ارتفاعاً وانخفاضاً، إذ يقيس تقلب الصندوق نسبةً إلى مؤشر معين في السوق. بمعنى آخر، يقيس مدى حساسية الصندوق للتحركات أو التغيرات في السوق.

عندما تكون قيمة بيتا أكبر من 1 فهذا يعني أن الصندوق أكثر تقلباً من المؤشر، وإذا كانت قيمة بيتا أقل من 1 فذلك يعني أن الصندوق أقل تقلباً من المؤشر. على سبيل المثال، تشير قيمة بيتا التي تبلغ 1.1 إلى أنه إذا ارتفع السوق بنسبة 10%، فإن الصندوق قد يرتفع بنسبة 11%، والعكس صحيح في حالة النزول.

**مؤشر شارب:** يعد أكثر المقاييس جمعاً للمخاطر والعوائد في مؤشر واحد سنوياً. ويُحسب مؤشر شارب بقسمة عائد الصندوق الفائض عن العائد الخالي من المخاطرة (عادة أدونات خزينة ذات 90 يوماً) على انحرافه المعياري. وهذا يقيس مقدار العائد الفائض عن المعدل الخالي من المخاطرة مقابل مقدار المخاطرة التي تم الدخول فيها لتحقيق العائد.

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{R_t - R_f}{\sigma}$$

مؤشر شارب = ع ز - ع خ / سيجم

حيث:

ع ز = العائد على الصندوق خلال فترة زمنية (ز).

ع خ = متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال فترة زمنية (ز).

سيجم = الانحراف المعياري للعائد

إذا حقق صندوق استثماري عائداً نسبته 20%، وكانت مقدار العائد الخالي من المخاطر 5%، وانحرافه المعياري 10%، فسيكون مؤشر شارب لهذا الصندوق:

$$1.50 = 10/(5-20)$$

إن أفضل استخدام لمقياس مؤشر شارب يكمن في مقارنة نسبة صندوق واحد بصندوق آخر، أو بمتوسط مجموعة من الصناديق التي تماثله. وبالنسبة إلى الصناديق المتشابهة، كلما كان مؤشر شارب مرتفعاً، كان أداؤها أفضل.

**مقياس ألفا:** مقياس ألفا يمثل مقياساً للقيمة المضافة أكثر منه مقياساً للمخاطر، وتمثل ألفا الفرق بين العائد المتوقع من الصندوق، حسب معامل بيتا الخاص به، والعائد الحقيقي له. وكلما كانت ألفا مرتفعة فإن ذلك يعني أن الصندوق قد أدى أداءً قوياً. أما إذا كانت ألفا سالبة، فهذا يعني أن الصندوق قد أدى أداءً دون مستوى المؤشر، وحسابياً فإن:

$$\text{ألفا} = \text{عائد الصندوق} - [\text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{بيتا} (\text{عائد السوق} - \text{العائد الخالي من المخاطر})]$$

**مؤشر ترينور:** يشبه مؤشر ترينور مؤشر شارب، ولكن بدلاً من قسمة العوائد الإضافية على الانحراف المعياري، تتم القسمة على معامل بيتا الصندوق. ويكون الصندوق ذو المؤشر العالي ذا عائد مرتفع قياساً إلى المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق).

### 3.13 صناديق المؤشرات المتداولة

#### 1.3.13 أساسيات صناديق المؤشرات المتداولة

##### هدف تعليمي 1.3.13 – معرفة أساسيات صناديق المؤشرات المتداولة

تمثل صناديق المؤشرات المتداولة نوعاً خاصاً من صناديق الاستثمار؛ فهي تحتفظ بسلة من الأسهم الفردية، تماماً كما تفعل صناديق الاستثمار، لكنها أكثر مرونة من صناديق الاستثمار، إذ إن صناديق المؤشرات المتداولة تُستردى وتُباع في البورصة، فيسمح بتداول أسهمها أو وحداتها في البورصات أثناء اليوم مثل الأسهم العادية، إلا أنها تُدار بطريقة غير نشيطة، وهذا يعني استخدام مجموعة من القواعد المحددة سلفاً لاختيار الأسهم الفردية التي يُحتفظ بها في كل صندوق متداول.

وعلى عكس صناديق الاستثمار التي تحتاج إلى إصدار أسهم جديدة لمقابلة طلبات الشراء من جانب المستثمرين، وإلغاء الأسهم المصدرة (القائمة) للوفاء بعمليات الاسترداد، يقوم المستثمرون في حالة صناديق المؤشرات المتداولة بإجراء الصفقات مع غيرهم من المستثمرين (المشتريين والبائعين) لمقايضة أسهم أو وحدات صناديق المؤشرات المتداولة لقاء الأموال النقدية، لكن تجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المصدرة لصناديق المؤشرات المتداولة لا يتغير نتيجة للصفقات، فلا يتغير إلا عدد المساهمين.

بوجه عام، تكون نفقات صناديق المؤشرات المتداولة أقل من نفقات معظم الصناديق الاستثمارية؛ وذلك بسبب الطبيعة غير النشيطة لإستراتيجيات بناء المؤشرات، علاوة على أن سيولتها تعتمد على سيولة الأسهم المدرجة في المؤشر.

وفي المملكة العربية السعودية، وافقت هيئة السوق المالية في مطلع عام 2010م على آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة، مما أتاح إصدار وحداتها وتداولها في السوق المالية السعودية (تداول). وقد سُمح للمواطنين والأجانب (المقيمين وغير المقيمين) بتملك وتداول صناديق المؤشرات المتداولة. وفي نهاية عام 2010م، أدرج صندوقان من صناديق المؤشرات المتداولة وبدأ تداولهما في (تداول)، وهما "صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية" و"صندوق فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات". وقد بلغت قيمة أصول هذين الصندوقين نحو 74.2 مليون ريال سعودي.

### 2.3.13 مقارنة صناديق المؤشرات المتداولة مع صناديق الاستثمار

**هدف تعليمي 2.3.13-** فهم الاختلافات بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار

الجدول أدناه يقارن يلخص سمات صناديق الاستثمار مقابل صناديق المؤشرات المتداولة:

صناديق المؤشرات المتداولة	صناديق الاستثمار	
مقصود على مؤشرات الأسهم	مجموعة متنوعة من الأوراق المالية	نطاق الاستثمار
إصدار وحدات واستردادها بصافي قيمة الأصول	صافي قيمة الأصول	التقييم
مستمر طوال ساعات التداول	نهاية اليوم (أو يكون بصفة دورية في بعض الحالات)	التسعير
أقل حتى من صناديق المؤشرات	متغيرة، لكنها عادة ما تكون أقل بالنسبة إلى صناديق المؤشرات	النفقات
عمولات أو وساطة	لا يوجد (بالنسبة إلى الصناديق التي لا تفرض رسوماً لا يوجد تكاليف، أما تلك التي تفرض رسوماً، فهناك رسوم على عمليات البيع)	تكلفة العمليات

## 4.13 صناديق التحوط

هدف تعليمي 4.13 – فهم المقصود بصناديق التحوط

لا تعد صناديق التحوط من الأدوات الاستثمارية القديمة عند النظر إليها كفئة من الأصول؛ فقد شهدت أوائل التسعينيات الانطلاقة الكبرى لصناديق التحوط في الولايات المتحدة الأمريكية وحول العالم. وفي عام 2009م، تجاوزت قيمة الأصول التي تديرها صناديق التحوط 69 تريليون دولار في العالم (1.5 تريليون دولار في الولايات المتحدة)، وتقدر أعدادها بأكثر من 13000 صندوق في العالم (منها قرابة 10000 صندوق في الولايات المتحدة وحدها).

إن صندوق التحوط هو صندوق استثمار خاص، يستثمر في مجموعة من الأصول، وتشكيلة متنوعة من الإستراتيجيات الاستثمارية، تهدف إلى حماية الأموال المستثمرة من الخسائر في الأسواق الهابطة، مع محاولة تعظيم العوائد في الأسواق الصاعدة.

تضطلع صناديق التحوط - بصفقتها فئة من فئات الاستثمار - بمجموعة أوسع من أنشطة الاستثمار والتداول مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية ذات الاستثمارات الطويلة فقط (المملوكة)؛ فاستثماراتها تمتد لتشمل مجموعة أكبر من الأصول، بما في ذلك الأسهم والسندات والسلع.

ويتجلى الهدف الأبرز لصناديق الاستثمار في تحقيق عائدٍ إيجابي على الاستثمارات الأساسية أو الضمنية، بغض النظر عن أداء السوق إجمالاً. وفي المقابل نجد أن صناديق التحوط لا تتاح غالباً إلا للمستثمرين المحنكين (المستثمرون الأثرياء أو ذوو الدخل العالي، وعادة لا تباع للعامة أو للمستثمرين الأفراد)، ومن أجل تحقيق عوائد إيجابية، يمكن لصناديق الاستثمار استخدام الرفع المالي، والبيع على المكشوف، والإقراض المضمون بأصول، والمراجعة، وغير ذلك من إستراتيجيات وأساليب التداول.

يجب على المستثمرين في صناديق التحوط عموماً أن يتصفوا بالحنكة والخبرة والدراية بمخاطر الاستثمار. ولتخفيف مخاطر الاستثمار، تستخدم معظم صناديق التحوط إستراتيجيات مختلفة لإدارة المخاطر، لكي تحتاط للمخاطر الاستثمارية الملازمة أو المتأصلة.

## أسئلة للمراجعة: صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التحوط

- 1 - أي من العبارات التالية حول صناديق الاستثمار المفتوحة خاطئة؟  
(أ) تسترد الصناديق الأسهم بقيمة الأصل الصافية  
(ب) توفر هذه الصناديق إدارة احترافية للمستثمرين  
(ج) تعطي هذه الصناديق معدلاً مضموناً من العوائد  
(د) كل من (ب) و(ج)
- 2 - أي من العبارات التالية حول صناديق الاستثمار المغلقة خاطئة؟  
(أ) تتداول هذه الصناديق دائماً بخصم من قيمة الأصل الصافية  
(ب) تسترد هذه الصناديق الأسهم بصافي قيمة الأصل  
(ج) توفر هذه الصناديق إدارة احترافية للمستثمرين  
(د) كل من (أ) و(ب)
- 3 - لصندوق الجزيرة الاستثماري أصول في نهاية السنة بلغت 625 مليون ريال وخصوم بلغت 75 مليون ريال. إذا كان عدد وحداته بنهاية السنة 200 مليون وحدة، فما صافي قيمة الأصول تقريباً؟  
(أ) 5.67 ر.س  
(ب) 3.50 ر.س  
(ج) 3.12 ر.س  
(د) 2.75 ر.س
- 4 - بلغت أصول صندوق الصقر الاستثماري 388 مليون ريال سعودي في حين بلغت خصومه 144 مليون ريال سعودي. إذا كان صافي قيمة أصوله 1.94 ريال سعودي، فما عدد وحدات الصندوق؟  
(أ) 200 مليون وحدة  
(ب) 274226874 وحدة  
(ج) 125773196 وحدة  
(د) 74226804 وحدة
- 5 - عندما تقارن معظم صناديق الاستثمار بأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ويلشاير 5000، فإنها:  
(أ) تتفوق على عوائد السوق في كل الأعوام  
(ب) تتفوق على عوائد السوق في معظم الأعوام  
(ج) تتجاوز العائد على صناديق المؤشر أو ما يسمى بالصناديق القياسية  
(د) لا تتفوق في أدائها على أداء السوق



6 - يجب على المستثمرين في الصناديق المغلقة الذين يرغبون في تسهيل مراكزهم المالية أن:

- (أ) يبيعوا أسهمهم من خلال الوسطاء
- (ب) يبيعوا أسهمهم للجهة المصدرة بخصم عن صافي قيمة الأصل
- (ج) يبيعوا أسهمهم للجهة المصدرة بعلاوة عن صافي قيمة الأصل
- (د) يبيعوا أسهمهم للجهة المصدرة مقابل صافي قيمة الأصل

7 - ستكون أسعار طرح الصناديق المفتوحة عند الإصدار في الغالب:

- (أ) أقل من صافي قيمة الأصل بسبب الرسوم والعمولات
- (ب) أكبر من صافي قيمة الأصل بسبب الرسوم والعمولات
- (ج) أقل من صافي قيمة الأصل بسبب محدودية الطلب
- (د) أكبر من صافي قيمة الأصل بسبب الطلب الفائض

8 - أي من العبارات التالية حول صناديق الاستثمار في أسواق النقد صحيحة؟

- (أ) تستثمر هذه الصناديق في الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، واتفاقيات إعادة الشراء
- (ب) عادة ما تقدم امتيازات تحرير الشيكات
- (ج) تعد هذه الصناديق عالية التمويل والخطورة
- (د) كل من (أ) و(ب) صحيح

9 - قد تشمل الرسوم الإدارية والمصاريف الأخرى للصناديق الاستثمارية على:

- (أ) رسوم الشراء.
- (ب) رسوم البيع.
- (ج) رسوم الإعلان
- (د) كل ما سبق عاليه

10 - أي من العبارات التالية صحيحة؟

- (أ) صناديق المؤشرات المتداولة أكثر مرونة من صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة
- (ب) صناديق المؤشرات المتداولة أكثر مرونة من صناديق الاستثمار المفتوحة ولكنها أقل مرونة من صناديق الاستثمار المغلقة
- (ج) صناديق المؤشرات المتداولة أقل مرونة من صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة
- (د) صناديق المؤشرات المتداولة أقل مرونة من صناديق الاستثمار المفتوحة ولكنها أكثر مرونة من صناديق الاستثمار المغلقة

11 - أي مما يلي لا يعد ميزة إيجابية للصناديق الاستثمارية؟

- (أ) توفر صناديق الاستثمار مجموعة متنوعة من الأساليب الاستثمارية
- (ب) تقدم لصغار المستثمرين مزايا التنوع
- (ج) تعامل الدخل كمعبر (Passed though) إلى المستثمر لأغراض الضرائب
- (د) (أ) و(ب) و(ج) جميعها مزايا إيجابية للصناديق الاستثمارية

12 - صناديق التحوط هي:

- (أ) صناديق استثمار عامة لها صافي قيمة أصول عالية جداً
- (ب) صناديق استثمار عامة لها قيود محددة للاكتتاب فيها
- (ج) صناديق استثمار خاصة تستثمر في قطاع عريض من أنواع الاستثمارات
- (د) صناديق استثمار خاصة تستثمر في قطاع ضيق من أنواع الاستثمارات

13 - أي مما يلي يمكن أن يزيد صافي قيمة الأصل للسهم في الصندوق الاستثماري، بافتراض ثبات

جميع الأمور الأخرى؟

- (أ) زيادة عدد الأسهم المصدرة للصندوق
- (ب) ارتفاع الذمم أو الحسابات الدائنة للصندوق
- (ج) حدوث تغير في إدارة الصندوق
- (د) ارتفاع في قيمة أحد أسهم الصندوق

# 14 أدوات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة

## المقدمة

### 1.14 عقود المشاركة

1.1.14 الشروط الأساسية

2.1.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.1.14 حقوق العميل ومسؤولياته

### 2.14 عقود المضاربة

1.2.14 الشروط الأساسية

2.2.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.2.14 حقوق العميل ومسؤولياته

4.2.14 فئات عقود المضاربة

### 3.14 اتفاقيات المرابحة

1.3.14 الشروط الأساسية

2.3.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

3.3.14 حقوق العميل ومسؤولياته

### 4.14 عقود أخرى محددة

1.4.14 تعاملات بيع السلم

2.4.14 المبيعات النقدية والائتمان

3.4.14 عقود الاستصناع

4.4.14 عقود إيجار الأصول الإنتاجية

## أسئلة المراجعة

### الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى تعريف المتدربين بأدوات الاستثمار المتطابقة مع الشريعة الإسلامية. وأدوات الاستثمار المتوافقة مع الشريعة هي الأدوات المالية والعقود التي توفرها البنوك الإسلامية، بما في ذلك عقود المشاركة، المضاربة، المرابحة أو بيع السلم، بيع الائتمان، وعقود الاستصناع.

## 1.14 عقود المشاركة Musharak or Partnership Contracts

### 1.1.14 الشروط الأساسية

الهدف التعليمي 1.1.14 – معرفة الشروط الأساسية لعقود المشاركة

المشاركة هي عقد يساهم بموجبه طرفان في مشروع استثماري معين، على أن تكون الأرباح والخسائر بنسبة مشاركة كل طرف من الأطراف المشاركة. وقد تكون الفرص الاستثمارية في عقود المشاركة عبارة عن أي نشاط مثل المشاريع التجارية، أو مرافق الإنتاج أو بيع أو شراء سلعة. وفي الغالب يكون طرفاً عقد المشاركة العميل والمصرف.

### 2.1.14 حقوق المصرف ومسؤولياته Rights and Responsibilities

الهدف التعليمي 2.1.14 – فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقود المشاركة

عموماً يوفر البنك معظم التمويل في عقد المشاركة. ويحق للمصرف عندئذ مراقبة أو الإشراف على المشروع لتحديد ما إن كانت الأموال تستخدم بطريقة مقبولة أم لا.

ويمكن أن تكون عقود المشاركة ثابتة أو متناقصة؛ ففي عقد المشاركة الثابت، تظل مساهمة كل من المصرف والعميل في المشروع كما هي عليه خلال فترة حياة المشاركة (العقد). أما في حالة عقود المشاركة المتناقصة، فإن المصرف يعطي العميل الحق في سحب مساهمته تدريجياً. ولأي من الطرفين - العميل والمصرف - أن يبيع حصته في عقد المشاركة لطرف ثالث.

### 3.1.14 حقوق العميل ومسؤولياته Client Rights and Responsibilities

الهدف التعليمي 3.1.14 – فهم حقوق العميل والتزاماته في عقود المشاركة

في عقد المشاركة، يتحمل أحد الطرفين مسؤوليات إدارة المشروع، وهذا الطرف يحصل على نسبة من صافي الربح تعويضاً على جهوده (الإدارة). وفي معظم الحالات يكون عميل المصرف هو الشريك الذي يتولى الإدارة في عقود المشاركة. وبالرغم من فائدتها كأداة استثمارية إسلامية مواكبة، إلا أن استخدام عقود المشاركة قد قل مع مرور الوقت. والسبب الأساس وراء ذلك فيما يبدو هو الممارسات الزائفة في العقود بواسطة العملاء غير الجادين الذين صاروا يعرضون رأس مال البنك للمخاطر.

## 2.14 عقود المضاربة Mudaraba Contracts

### 1.2.14 الشروط الأساسية

الهدف التعليمي 1.2.14 – معرفة الشروط الأساسية لعقود المضاربة

عقد المضاربة الذي يعرف أيضاً في الشريعة باسم عقد القراض، هو نوع خاص من أنواع المشاركة يساهم فيه أحد الطرفين بتمويل المشروع في حين يقوم الطرف الثاني بعملية الإدارة وتشغيل المشروع. ويتحمل الطرف الأول -وهو المعروف بمالك رأس المال (رب المال)- كل المخاطر المالية إذ يتحمل منفرداً الخسارة التي قد تحدث للمشروع. أما الطرف الثاني -وهو الشريك العامل (المضارب)- فيقتسم الربح في المشروع بناءً على نسبة محددة سلفاً، ولكن لا يتحمل مسؤولية أي خسائر تحدث للمشروع إلا في حالة سوء الاستخدام المتمثل في الإهمال المتعمد أو الإخلال بشروط العقد. ومن أمثلة المضاربة توفير رأس المال للعيادات الطبية أو الصيدليات من خلال مصرف يعمل كرب المال.

### 2.2.14 حقوق المصرف ومسؤولياته

الهدف التعليمي 2.2.14 – فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقد المضاربة

عادة ما يوفر المصرف رأس المال في عقد المضاربة، ممثلاً رب المال. والرأي الشرعي الذي يقوم عليه العقد هو أن رأس مال المضاربة يعد "أمانة" لدى العميل؛ لذلك لا يجوز لرب المال طلب ضمان أو رهن من المضارب. في الحقيقة، إن قام المصرف بطلب ضمان من المضارب فإن العقد يعد باطلاً. كما أن المصرف غير مسموح له بطلب مبلغ معين من المال كربح على المشروع، إذ الربح العائد من المشروع هو الذي يتم تقسيمه بين الطرفين على أساس نسبة محددة وليس على أساس مبالغ مطلقة.

### 3.2.14 حقوق العميل ومسؤولياته

الهدف التعليمي 3.2.14 – فهم حقوق العميل ومسؤولياته في عقد المضاربة

لكي يكون عقد المضاربة شرعياً، يجب أن يتطابق مع شروط معينة فيما يتعلق بأسس توزيع الربح. وكما هو الحال بالنسبة إلى المصرف، لا يمكن للعميل طلب مبلغ محدد من المال كعائد على المشروع. وإن كان أحد الطرفين مخولاً لمبلغ معين كأرباح فإن العقد يصبح باطلاً. ويتم تقسيم الأرباح بناءً على نسبة محددة ومعلنة مسبقاً لكل طرف وليس بناءً على مبالغ مطلقة. وقد تكون المضاربة باطلة أيضاً إن كان طلب من المضارب أو العامل تحمل نصيب من الخسائر المالية للمشروع. ولكن الشريك العامل يمكن أن يتحمل مسؤولية الخسائر المالية التي قد تنتج عن الإهمال المتعمد أو سوء التصرف أو الإخلال ببند العقد.

## 4.2.14 فئات عقود المضاربة

الهدف التعليمي 4.2.14 فهم الاختلافات بين عقود المضاربة الخاصة وعقود المضاربة المتعددة الأطراف

يمكن تقسيم عقود المضاربة إلى قسمين:

### 1- عقود المضاربة الخاصة

عقد المضاربة الخاصة هو العقد الذي يساهم فيه طرفان فقط في مشروع واحد، ويكون فيه أحد الطرفين هو المساهم برأس المال (عادة ما يكون المصرف)، والطرف الثاني هو المساهم بالمجهودات الإدارية (العميل). ويتم في بعض الحالات توفير رأس المال بواسطة طرف واحد ولكن قد يتضمن العقد إدارة مشتركة من الطرفين.

### 2- عقود المضاربة المتعددة الأطراف

عقد المضاربة متعدد الأطراف هو العقد الذي يقوم بين أكثر من جهة واحدة من أرباب المال والمديرين، مع وجود طرف واحد يتولى عملية التنسيق أو التسهيل.

كمثال لذلك المصرف الذي يستثمر ودائع استثمارية في عقود المضاربة؛ ففي هذه الحالة يؤدي البنك دورين: في الدور الأول يقوم بدور الطرف العامل أو المضارب، بقبوله الودائع من ملاك رأس المال (أصحاب الودائع)، بأمل تحقيق عائد لهم. هذه الودائع يجري استثمارها في المشروع عبر عقد المضاربة، ويعمل المصرف في هذه الحالة ككرب المال. ويؤدي البنك في هذه الاتفاقيات المتعددة الأطراف دوراً مزدوجاً كونه المضارب في علاقته بأصحاب الودائع وكرب المال في علاقته مع الشريك العامل في عقد المضاربة.

مثل هذا الدور المزدوج قد يخلق نوعاً من النزاع أو التضارب في الاهتمامات. ففي أثناء قيامه بدوره الأول كمضارب إنابة عن أصحاب الودائع، تقع على المصرف مسؤوليات مالية نحو أصحاب الودائع وعليه العمل على الإشراف على المشروع الذي سوف يستثمر أمواله فيه، ولكنه بأداء دوره ككرب للمال مستثمراً المال في المشروع، فإن أي محاولات للتدخل في نشاطات المضارب قد تؤدي إلى بطلان عقد المضاربة. مثل هذا التضارب، بالإضافة إلى المشاكل التي قد تنشأ من الأعمال غير الآمنة من جانب بعض الشركاء، كلها قادت إلى تساؤل نسبة العمل بعقود المضاربة ونشاطاتها في السنوات الأخيرة.

## 3.14 اتفاقيات المرابحة Murabaha Agreements

### 1.3.14 الشروط الأساسية

#### الهدف التعليمي 1.3.14- معرفة شروط اتفاقيات المرابحة

اتفاقيات المرابحة عبارة عن اتفاقية بين البائع والمشتري، حيث يقوم البائع بالحصول على السلعة وتسليمها إلى المشتري بناءً على سعر متفق عليه بينهما. وهكذا فإن البائع يعمل كطرف ممول يوفر التمويل. ويتم الدفع عادة عن طريق نظام الأقساط أو في صورة مجملة في تاريخ لاحق.

ولكي يصبح عقد المرابحة متوافقاً مع الشريعة، يجب أن يستوفي العقد الشروط التالية:

- يطلب من البائع الإفصاح عن السعر الأصلي الذي حصل بموجبه على السلعة.
- يطلب من البائع الإفصاح عن أي نفقات تحملها، إضافة إلى السعر الأصلي للسلعة.
- يجب أن يكون هامش الربح محددًا سلفاً ومعروفًا لكلا الطرفين.

## 2.3.14 حقوق المصرف ومسؤولياته Bank Rights and Responsibilities

#### الهدف التعليمي 2.3.14- فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقد المرابحة

يكون البائع في عقد المرابحة في الواقع هو المصرف، أما المشتري فهو عميل المصرف الذي يحتاج إلى تمويل لشراء السلعة محل التداول. ومن الجائز للمصرف أن يطلب من العميل دفع مبلغ مقدم أو تقديم بعض الضمانات. ولكن لا يتوقع من المصرف على كل حال استغلال موقف العميل بطلب نسبة عالية غير مناسبة من الأرباح.

يحق للمشتري في عقود المرابحة رفض السلعة قبل موعد التسليم مما يزيد من خطورة عقود المرابحة على المصرف؛ إذ يتحمل المصرف مخاطر الخسارة قبل التسليم إلى العميل وتزيد هذه المخاطر كلما طال أمد احتفاظ المصرف بالسلعة. ولتقليل هذه المخاطر، فإن البنك يحتفظ في معظم الحالات بالسلعة فترة قصيرة جداً، مما قد يسمح له بأداء الدور التقليدي كعمول يقوم بعملية التمويل بتكلفة تحدد بناءً على مؤشرات سوقية.

## 3.3.14 حقوق العميل ومسؤولياته Client Rights and Responsibilities

#### الهدف التعليمي 3.3.14 - فهم حقوق العميل ومسؤولياته في عقد المرابحة

تلعب عقود المرابحة دوراً مهماً في تمويل التجارة المحلية والأجنبية مثل المعدات الرأسمالية، والمواد الخام، والسلع الاستهلاكية. والمشتري في عقد المرابحة هو عميل البنك، الذي يكون عادة في حاجة إلى التمويل لشراء السلعة المعنية. وتبدأ العملية من العميل الذي يضع أمر الشراء للسلعة المطلوبة مع البنك بناءً على سعر متفق عليه بينهما، وهامش ربح للمصرف. ويجب على المصرف شراء السلعة وتملكها عينياً قبل أن يعيد بيعها للعميل بسعر متفق عليه بينهما.

## 4.14 عقود أخرى محددة

### 1.4.14 تعاملات بيع السلم

الهدف التعليمي 1.4.14 – فهم ملامح تعاملات بيع السلم والشروط التي يجب أن تتطابق معها

تجري تعاملات بيع السلم عندما يتم دفع مال في الوقت الحاضر لسلعة سوف يتم تسليمها عيناً في تاريخ مستقبلي لاحق. وفي عقد السلم، يقوم المشتري في حقيقة الأمر بتوفير تسهيل ائتماني للبائع أو المنتج. ويتسلم المنتج أو البائع المال الذي يمكنه استخدامه في تمويل عمليات الإنتاج وتوفير السلعة. وعقد بيع السلم هو عكس البيع الائتماني العادي، الذي يتم فيه توفير السلعة في الوقت الحاضر ولكن يتم الدفع في تاريخ متأخر. ويرى السيد سابق (أحد العلماء المسلمين المعروفين) أنه ما دامت مبيعات الائتمان متطابقة مع الشريعة، فإن عقد السلم يجب أن يعد متطابقاً بنفس المستوى مع الشريعة.

ويجب أن تتحقق في معاملة بيع السلم الشروط الستة التالية:

- 1 - يجب أن تكون السلعة التي ينوي بيعها موصوفة ومحددة كماً وعيناً مما قد يزيل أي احتمالات لاختلاف الأسعار.
- 2 - يجب أن تكون السلعة محل التداول محددة وزناً، بالنسبة إلى السلع التي يمكن وزنها، أو قياساً للسلع المقيسة أو بالأرقام للسلع المعدودة.
- 3 - يجب أن يتضمن العقد تاريخ تسليم محدد سلفاً.
- 4 - يجب أن تكون السلعة المعنية سلعة معروفة ومناحة دائماً.
- 5 - يجب دفع السعر كاملاً، عند توقيع العقد.

### 2.4.14 المبيعات النقدية والائتمان Cash and Credit Sale

الهدف التعليمي 2.4.14 – فهم ملامح مبيعات النقد والائتمان

في المبيعات النقدية يتم توفير السلعة في الوقت الحاضر ويكون الدفع في نفس التاريخ. أما في مبيعات الائتمان، فيتم توفير السلعة في الوقت الحاضر على أن يتم الدفع في تاريخ لاحق سواء كان ذلك لكامل المبلغ أو على أقساط. ويجيز معظم المشرعين المعاصرين بيع الائتمان بسعر أعلى من سعر النقد، إذ إن هذا النوع من البيع لم يرد نص صراحة على منعه سواء أفي القرآن الكريم أم السنة النبوية. ويقر الشيخ السالوس أن جواز مبيعات الائتمان وبيع السلم من باب أن هذا النوع من المتاجرة يسهل على المسلمين أمورهم.

ولا يجيز بعض المشرعين إضافة أي هامش إلى مبيعات الائتمان لأن هذا قد يعد نوعاً من الربا. على أن بعض المشرعين سمحوا بوجود اختلافات في السعر، مبررين ذلك بأن هذا الفرق يعد تعويضاً عن تكاليف إضافية لخدمة مبيعات الائتمان كما يرى البروفيسور شابر. وتنشأ هذه التكاليف الإضافية من ضرورة الاحتفاظ بحسابات مفصلة للعميل وكذلك تكاليف جمع الأموال مستحقة القبض.



### 3.4.14 عقود الاستصناع Istisna Contracts

الهدف التعليمي 3.4.14 – معرفة أساسيات عقود الاستصناع

عقود الاستصناع هي العقود المكتوبة بين مصرف إسلامي وطرف آخر، حيث يقوم الطرف الثاني بتصنيع سلعة طبقاً لمواصفات محددة يجري دفع السعر طبقاً لتقدم عملية الإنتاج. وكمثال لذلك عقد بين مصرف ومقاول بناء حيث تكون المبالغ والوقت المحدد للدفع محددة سلفاً وبصورة واضحة. ويجب أن يتضمن العقد تحديد الكمية، الحجم، الخامات والمواد الخام المستخدمة إضافة إلى الوقت المحدد وموقع التسليم.

### 4.4.14: عقود إيجار الأصول الإنتاجية Leasing Productive Assets

الهدف التعليمي 4.4.14 – معرفة أساسيات تفاصيل عقود الإيجار التمويلي والتشغيلي والفرق بينهما

عقد الإيجار بين المصرف والعميل هو العقد القائم على أساس أن المصرف يشتري أصلاً، مثل معدات ومن ثم يؤجرها للعميل لفترة. وتبقى ملكية الأصل للمصرف، في حين يستخدم العميل الأصل ويدفع الإيجار التعاقدية. وعند نهاية فترة الإيجار يعود الأصل إلى المصرف باعتباره المالك الفعلي له.

وهناك عدة أنواع من عقود الإيجار، العقود الرأسمالية (التمويل) والعقود التشغيلية. ففي عقود الإيجار التمويلية، تكون فترة التعاقد طويلة بحيث تتناسب مع فترة حياة الأصل نفسه. وقد يفوق المبلغ المحدد كإيجار تحت هذه العقود التكلفة الأصلية للأصل، مما قد ينتج عنه أن المصرف قد يربح من العميل خلال فترة التعاقد. وكذلك يكون العميل في عقود التمويل مسؤولاً عن صيانة وإصلاح العين المؤجرة.

أما عقود الإيجار التشغيلي فتتفاوت في مدتها وتكون عادة أقصر من عقود الإيجار التمويلي، ويكون العميل مسموحاً له بإلغاء العقد بفترة إنذار قصيرة أو حتى بدون إنذار. ويكون المصرف مسؤولاً في العقود التشغيلية عن كل النفقات التي ترتبط بتملك الأصل مثل الصيانة والإصلاح للعين المؤجرة.

والإيجار في صورتيه السابقتين مسموح به في قوانين الشريعة، رغم أن هناك شكوكاً تثار حول بعض صور عقود الإيجار التمويلية. وعليه فإن التوافق مع الشريعة محل شك وخاصة في العقود التي تتضمن إلزاماً للعميل بشراء العين المؤجرة عند نهاية فترة التعاقد، أو عندما يكون مطلوباً من العميل دفع مقابل مالي طوال عمر الأصل، حتى عندما يكون العميل غير راغب في استخدام الأصل أو ليس بحاجة إليه مطلقاً.

## أسئلة للمراجعة: أدوات الاستثمار الموافقة للشريعة

### 1 – في عقود المشاركة:

- (أ) تتقاسم الأرباح والخسائر بالتساوي بناءً على اتفاق محدد مسبقاً
- (ب) تتقاسم الأرباح فقط بناءً على أساس نسبي
- (ج) تتقاسم الأرباح والخسائر نسبةً إلى مساهمة رأس المال
- (د) تتقاسم الأرباح بناءً على رأس المال المساهم به، لكن يتحمل البنك الخسائر

### 2 – في تمويل المشاركة، يكون الوضع عموماً أن:

- (أ) البنك هو الذي يوفر معظم الأموال
- (ب) العميل هو الذي يوفر معظم الأموال
- (ج) الأموال ينبغي أن توفر بشكل متساوٍ من الطرفين
- (د) الأموال تقدم من طرف ثالث في العقد

### 3 – أي من العبارات التالية صحيحة؟

- (أ) في عقود المشاركة، يستطيع البنك -وليس العميل- بيع حصته لطرف ثالث
- (ب) في عقود المشاركة، يجوز للعميل -وليس البنك- اختيار بيع حصته لطرف ثالث
- (ج) في عقود المشاركة، يجوز لكل من البنك والعميل اختيار بيع حصتيهما لطرف ثالث
- (د) في عقود المشاركة، لا يستطيع البنك ولا العميل بيع حصتيهما لطرف ثالث

### 4 – في عقد المشاركة الثابتة، تشير كلمة "الثابتة" إلى:

- (أ) مساهمة ثابتة بحصة من رأس المال
- (ب) مدة زمنية محددة للعقد
- (ج) نسبة ثابتة من الربح/الخسارة
- (د) نوع محدد من الأنشطة يشكل أساس العقد

### 5 – في عقد المضاربة:

- (أ) يساهم أحد الطرفين بالمال، في حين يقوم الطرف الآخر بالإدارة
- (ب) يساهم كلا الطرفين في العقد بحصص متساوية من رأس المال
- (ج) يساهم كلا الطرفين في العقد بحصص غير متساوية من رأس المال
- (د) يساهم طرف ثالث برأس المال، في حين يقدم الطرف الأول الضمان، ويقوم الطرف الثاني بالإدارة

6 – المساهم برأس المال في عقود المضاربة، والمعروف بـ "رب المال"..... :

- (أ) يمكنه طلب ضمان أو رهن من المضارب في أحوال معينة
- (ب) لا يسمح له بطلب ضمان أو رهن من المضارب في جميع الأحوال
- (ج) يمكنه طلب مبلغ معين من المال كعائد على المشروع
- (د) يمكنه مشاركة الربح مع المضارب في مبالغ مطلقة

7 – في عقود المضاربة:

- (أ) تقسم الأرباح والخسائر على أساس مبالغ مطلقة
- (ب) تقسم الأرباح فقط على أساس مبالغ مطلقة
- (ج) تقسم الأرباح والخسائر على أساس نسب محددة سلفاً
- (د) تقسم الأرباح فقط على أساس نسب محددة سلفاً

8 – أي من العقود التالية تحتمل تضارب المصالح؟

- (أ) عقد المشاركة الثابتة
- (ب) عقد المشاركة المتناقصة
- (ج) عقد المضاربة الخاصة
- (د) عقد المضاربة المتعددة الأطراف

9 – أي مما يلي لا يشترط في المرابحة حتى تكون موافقة للشريعة؟

- (أ) على البائع الإفصاح عن السعر الأصلي للسلعة
- (ب) على البائع الإفصاح عن أي مصاريف أو نفقات تحملها
- (ج) على المشتري دفع المبلغ الإجمالي دفعةً واحدة عند الاتفاق
- (د) يجب تحديد هامش الربح تحديداً ووضوحاً

10 – عقد بيع السلم:

- (أ) يشابه عقد الائتمان العادي حيث أن السلعة تسلم في الوقت الحاضر، ويتم الدفع في وقت لاحق في المستقبل
- (ب) يشابه عقد الائتمان العادي إذ التسليم والدفع يتمان في المستقبل
- (ج) عكس عقد الائتمان العادي إذ إن السلعة في السلم تسلم في المستقبل، ولكن الدفع يتم في الوقت الحاضر
- (د) عكس عقد الائتمان العادي إذ التسليم والدفع في السلم يكونان في الوقت الحاضر

11 – عند مقارنة الإيجار التشغيلي بالإيجار التمويلي نجد أن:

- (أ) فترة العقد أطول تحت الإيجار التشغيلي مما هي عليه تحت عقد الإيجار التمويلي
- (ب) تكاليف الصيانة هي مسؤولية العميل في عقد الإيجار التمويلي، في حين أنها مسؤولية البنك في عقد الإيجار التشغيلي
- (ج) التأجير التمويلي فقط مسموح به تحت قوانين الشريعة، ولكن ليس الإيجار التشغيلي
- (د) الإيجار التشغيلي فقط مسموح به تحت قوانين الشريعة، وليس الإيجار التمويلي

# 15 عمليات الاندماج، الاستحواذ، إعادة الهيكلة والطروحات الأولية

## المقدمة

### 1.15 أساسيات الاندماج والاستحواذ

1.1.15 تعريف الاندماج والاستحواذ

2.1.15 أنواع الاندماج

3.1.15 أنواع الاستحواذ

### 2.15 إعادة الهيكلة

### 3.15 الطرح الأولي

### أسئلة المراجعة

## الأهداف التعليمية:

قُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

تحدث عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات لخلق قيمة للمساهمين تتجاوز مجموع الشركتين. وتضيف هذه القيمة نتائج مما أصبح يعرف بـ "التضافر أو الوفورات" (synergy). وتتمثل الوفورات في صورة تحسن الإيرادات ووفورات التكلفة. وتهدف الشركات من خلال الاندماج إلى الاستفادة من:

- 1 - اقتصادات الحجم الناتجة عن ازدياد حجم الشركتين المندمجتين.
- 2 - تحسن حصتها في السوق وذلك بالوصول إلى سوقٍ جديدة تساعد على زيادة المبيعات والأرباح.
- 3 - تقليص عدد الموظفين في المهام والوظائف الرئيسية كالمحاسبة والتسويق والمبيعات وغيرها من الوظائف الإدارية بما في ذلك الإدارة العليا.
- 4 - الحصول على تقنيات أو عمليات جديدة تملكها الشركة المستهدفة، أو أي شكل من أشكال المزايا التنافسية.

## 1.15 أساسيات الاندماج والاستحواذ

### 1.1.15 تعريف الاندماج والاستحواذ

هدف تعليمي 1.1.15 – معرفة المفهوم الأساسي للاندماج والاستحواذ

يشير مصطلح الاندماج (Merger) والاستحواذ (Acquisition) إلى عمليتين متميزتين:

- 1 - ينشأ الاستحواذ عندما تتولى شركة ما عمليات شركة أخرى، وتتوقف هذه الأخيرة (الشركة المستحوذ عليها) عن العمل، في حين تواصل الشركة المشتريّة (المستحوذة) أنشطتها كالمعتاد.
- 2 - يحدث الاندماج عندما توافق شركتان على استمرار النشاط في كيان جديد واحد، بدلاً من استقلالهما في الملكية والتشغيل.

### 2.1.15 أنواع الاندماج

هدف تعليمي 2.1.15 – فهم الأنواع الأساسية للاندماج

الأنواع الرئيسية للاندماج، بناءً على العلاقة بين الشركتين، هي:

- 1 - **الاندماج الأفقي (Horizontal)**: ويحدث عندما تندمج شركتين تعملان في نفس المجال أو في نشاط متشابه.
- 2 - **الاندماج الرأسي (Vertical)**: ويقع هذا النوع من الاندماج عندما تندمج الشركة مع شركة مزودة أو مع شركة مستهلكة (عميلة).
- 3 - **الاندماج غير المتجانس (المتنوع أو المختلط Conglomerate)**: ويحدث عندما تندمج شركتان ليس بينهما نشاط أو مجال عمل مشترك.

### 3.1.15 طرق الاستحواذ

#### هدف تعليمي 3.1.15 – فهم الطرق الرئيسية للاستحواذ

- يعبر الاستحواذ عن شراء جميع أصول شركة أو شركات أخرى مقابل حصة سيطرة أو أغلبية في سهمها:
- 1 - الاستحواذ على الأصول: ويتطلب تصويت مساهمي الشركة المستحوذ عليها.
  - 2 - الاستحواذ على الأسهم: ولا يتطلب تصويتاً رسمياً من جانب مساهمي الشركة أو الشركات المستحوذ عليها. وإضافةً إلى ذلك، فإن هذه هي الطريقة القابلة للتطبيق إذا كان مجلس الإدارة والإدارة لا يرحبون بالعرض.

وعندما لا تقبل الإدارة العرض المقدم (Tender – Off) من جانب الشركة المستحوذة، فيمكن القيام بعرض مناقصة مباشرة إلى مساهمي الشركة المستهدفة، وذلك للحصول على حصة أغلبية (أي ما يسمى بالاستحواذ غير الودي).

وفي المقابل، يعد السعي إلى التماس حق وكالة الأصوات (Proxy Contest) محاولةً غالباً ما يقوم بها المساهمون المنشقون للحصول على درجةٍ من السيطرة وذلك بزرع أعضاء في مجلس الإدارة.

عادةً ما تقوم الإدارة أو مجموعة من الموظفين بتنفيذ ما يعرف بشراء الحصص Management Buy Out (MBO) وعادة ما تكون بأموال مقترضة (أو الشراء الممول)، وقد تقوم بعملية الشراء الممول جهات أخرى خارجية عند الإدارة وتعرف في هذه الحالة بالشراء الممول (LBO) Leveraged Buy Out. ويستخدم المشترون عدداً قليلاً من الأسهم، ويستخدمون أصول الشركة المشتراة ضماناً للقروض أو الدين الصادر لتمويل العملية - ويستحوذ الملاك الجدد على الشركة، وإن كانت شركة مساهمة عامة، تحولت إلى شركة مساهمة خاصة مغلقة.

### 2.15 إعادة الهيكلة

#### هدف تعليمي 2.15 – فهم الأنواع المختلفة لعملية إعادة الهيكلة

من الناحية العملية، هناك عدة طرق لإعادة الهيكلة، لكن الطرق الثلاث الرئيسية هي:

- 1 - البيع بالتصفية Sell – off.
- 2 - اقتطاع الأسهم Equity Carve – out.
- 3 - الفصل أو العزل spin – off .

يعبر البيع بالتصفية (يعرف أيضاً بالتخلص من الاستثمارات أو بيعها) عن البيع المباشر لشركة تابعة. ففي الوضع الطبيعي، تلجأ الإدارة إلى هذا الأسلوب عندما تشعر بأن الشركة التابعة تعوق أو تؤثر بشكل سلبي في الأداء التشغيلي و/أو المالي العام للمجموعة، أو لأن الشركة التابعة لا تتسجم ببساطة مع العمليات التشغيلية للشركة الأم.

أما اقتطاع الأسهم، فينطوي على بيع جزء من الشركة بطرح حصة من أسهمها في الوحدة الجديدة لأطراف أو مستثمرين خارجيين، وذلك من خلال الطرح العام الأولي، وبالتالي تظهر شركة عامة جديدة مدرجة، مع احتفاظ الشركة الأم بحصة السيطرة في الشركة التابعة الجديدة.

ويشير الفصل إلى إنشاء كيان جديد مستقل من كيان آخر، وذلك بتوزيع أسهم الشركة التابعة على المساهمين على أساس التناسب (عادةً من خلال توزيعات الأسهم)، ثم تصبح الشركة التابعة كياناً قانونياً منفصلاً بإدارة ومجلس إدارة مستقلين. ونتيجة لذلك يحصل المساهمون الحاليون على حصة الملكية نفسها في الكيان الجديد، كذلك التي كانت لهم في الشركة الأم.

### 3.15 الطرح الأولي العام

هدف تعليمي 3.15 – فهم عملية الطرح الأولي

تستطيع الشركات إصدار أوراقها المالية كإصدار عام أو إصدار خاص. ويُشار إلى أول إصدار عام للأسهم تقوم به الشركة بالطرح الأولي العام، ويطلق عليه أحياناً الإصدار الجديد غير الموسمي (أو الذي لم يطرح سابقاً). وكما توحى التسمية، فهذا النوع من الإصدارات يحدث عندما تقرر الشركة التحول إلى شركة مساهمة عامة. وهناك طرق كثيرة يمكن من خلالها تنفيذ الطرح العام، من أشهرها الطريقتان التاليتان:

(1) التعهد أو الالتزام القاطع بالطرح النقدي

(2) الطرح النقدي حسب أفضل الجهود

في حالة التعهد القاطع بالطرح النقدي، تتفاوض الشركة مع بنك استثماري وفق اتفاقية معنية، على أن يتعهد البنك بتغطية وتوزيع الأسهم الجديدة، وبموجب هذه الاتفاقية، يلزم البنك المتعهد بالتغطية نفسه بشراء عدد محدد من الأسهم (عادة الإصدار بأكمله) بغرض بيعه لعموم المستثمرين (بسعر أعلى). وفي ظل هذه الطريقة، تكون الشركة المصدرة متيقنة من كل من كمية الأسهم المزمع إصدارها، وصافي العائدات التي ستحصل عليها.

أما في حالة الطرح النقدي حسب أفضل الجهود، فتتفق الشركة مع البنك أو البنوك الاستثمارية على بيع أكبر عدد ممكن من الأسهم الجديدة بسعر خاص. وفي إطار هذه الطريقة، لا يضمن البنك الكمية، أو المبلغ الإجمالي من الأموال التي سيجمعها.

## أسئلة للمراجعة: الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة

- 1- يطلق على الاستحواذ الكامل من جانب شركة ما لشركة أخرى، حيث تحتفظ الشركة المستحوذة بهويتها، ويتلشى وجود الشركة المستحوذ عليها ككيان مستقل:
- (أ) الاستحواذ  
(ب) التوحيد  
(ج) عرض الشراء  
(د) الفصل أو العزل
- 2- يطلق على الاندماج الذي تنشأ فيه شركة جديدة كلياً، وتزول كل من الشركة المستحوذة والشركة المستحوذ عليها عن الوجود:
- (أ) التخلص من الاستثمارات أو بيعها  
(ب) التوحيد  
(ج) عرض الشراء  
(د) الفصل أو العزل
- 3- يطلق على العرض العام من جانب شركة ما بشراء الأسهم مباشرة من شركة أخرى:
- (أ) الاندماج  
(ب) التوحيد  
(ج) عرض الشراء  
(د) الفصل أو العزل
- 4- يسمى الاستحواذ على شركة ما تعمل في نفس مجال الشركة المتقدمة بالعرض، استحواذاً:
- (أ) مختلطاً أو غير متجانس  
(ب) أمامياً  
(ج) أفقياً  
(د) رأسياً
- 5- يسمى الاستحواذ على شركة ما لا يرتبط نشاطها بنشاط الشركة المتقدمة بالعرض استحواذاً:
- (أ) مختلطاً أو غير متجانس  
(ب) أمامياً  
(ج) أفقياً  
(د) رأسياً



- 6- يطلق على محاولة نيل السيطرة على شركة ما، بجمع أصوات عددٍ كافٍ من المساهمين، لاستبدال مجلس الإدارة الحالي:
- (أ) عرض الشراء  
(ب) السعي لالتماس حق وكالة الأصوات  
(ج) عملية التحول إلى شركة خاصة  
(د) شراء الحصص بأموال مقترضة
- 7- يطلق على الصفقة التجارية التي تستبدل فيها جميع الأسهم المملوكة للعامة بملكية أسهم كاملة من قبل مجموعة خاصة:
- (أ) عرض الشراء  
(ب) السعي لالتماس حق وكالة الأصوات  
(ج) عملية التحول إلى شركة خاصة مغلقة  
(د) شراء حصص بأموال مقترضة
- 8- تسمى عمليات التحول إلى شركات خاصة حيث تُقترض نسبة كبيرة من الأموال المستخدمة لشراء الأسهم المصدرة:
- (أ) عرض الشراء  
(ب) السعي لالتماس حق وكالة الأصوات  
(ج) شراء الحصص بأموال مقترضة  
(د) التوحيد
- 9- يطلق على صافي الكسب الإضافي الإيجابي المرتبط باجتماع شركتين من خلال عملية اندماج أو استحواذ:
- (أ) تضارب الوكالة.  
(ب) السمعة التجارية، أو شهرة المحل  
(ج) أثر التوحيد  
(د) التضافر (الوفورات)
- 10- يشار إلى بيع أسهم في شركة تابعة مملوكة بالكامل من خلال طرح أولي للاكتتاب العام بـ:
- (أ) التجزئة  
(ب) اقتطاع الأسهم  
(ج) عرض الشراء المعاكس  
(د) عملية الفارس الأبيض

11- يطلق على توزيع الأسهم في شركة تابعة على مساهمي الشركة الأم الحاليين:

(أ) عملية حضر أو تجميد البيع

(ب) إقطاع الأسهم

(ج) اقتطاع الأسهم

(د) الفصل أو العزل

## 16 أساسيات الالتزام في الأسواق المالية

المقدمة

1.16 تعريف الالتزام

2.16 أهمية الالتزام

3.16 الالتزام ووظائف الرقابة

4.16 تنمية ثقافة الالتزام

5.16 أعباء ومنافع الالتزام

1.5.16 أعباء الالتزام وتكاليفه

2.5.16 منافع الالتزام

أسئلة المراجعة

الأهداف التعليمية:

فُسِّم المنهج الدراسي لهذا الاختبار إلى سلسلة أهداف تعليمية تم إدراجها في الخريطة التعليمية للمنهج الدراسي في آخر هذا الكتاب. وسينوّه في كل مرة تتم فيها تغطية هدف تعليمي بمضمون هذا الهدف في إطار يسبق النص.

## المقدمة

إن الالتزام بالقانون شرط أساسي لضمان سير عمل أي سوق مالية، وعلى مستوى السوق المحلية، تضطلع هيئة السوق المالية بدور الجهة التنظيمية والمسؤولة عن تطبيق وإنفاذ نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية، لتحقيق سوقٍ منتظم الأداء. ويحتم الالتزام في الأسواق المالية على اللاعبين في السوق، كالبورصة، والوسطاء، والمتعاملين، والمستشارين الاستثماريين، ومديري الأصول، والباحثين، والمستثمرين أن يقوموا بأنشطتهم وفقاً للقوانين والأنظمة واللوائح ذات العلاقة.

ينبغي لشركات الوساطة في السوق (الأشخاص المرخص لهم) أن يوطنوا أنفسهم على طريقة تحمي مصالح عملائهم، وتساعد على المحافظة على نزاهة الأسواق. إن الالتزام بقوانين الأوراق المالية وأنظمتها ولوائحها يعد جزءاً ضرورياً لا يتجزأ من الأسواق العادلة والمنظمة، فضلاً عن حماية المستثمر، إذ تعد وظيفة الالتزام وظيفية حيوية بالنسبة إلى عمليات الأشخاص المرخص لهم، نظراً إلى أنه يجب أن يتوفر لديهم أنظمة أو إجراءات تضمن التزامهم بجميع القوانين السارية، وقواعد السلوك المهني، ومعايير الممارسة الجيدة.

ليس الالتزام مسؤوليات موظف الالتزام فقط، بل هو مسؤولية المنظمة بأسرها، بدءاً بالرئيس التنفيذي والإدارة العليا، إلى الإدارة الوسطى وبقية المسؤولين والموظفين، فكل مستوى تنظيمي وكل فرد يحتاج إلى عقلية الالتزام في القيام بأعماله. إن جميع الأفراد في المنظمة، بغض النظر عن موقعهم في الهرم الإداري وأدوارهم، تقع على عاتقهم مسؤولية الالتزام بالقوانين والأنظمة واللوائح المتعلقة بالسوق، والسياسات والإجراءات والمعايير الخاصة بالشركة. فيجب على كل فرد ممارسة دوره في دعم النظام والالتزام به، وليس الاعتماد فقط على موظف الالتزام، أو إدارة أو لجنة الالتزام.

## 1.16 تعريف الالتزام

هدف تعليمي 1.16 – معرفة معنى الالتزام في مستوى تطبيقه على السوق المالية

أن "تلتزم" يعني أن "تعمل بمقتضى أمر معين، أو مجموعة من الأنظمة، أو طلب". وبصورة عامة، يعني الالتزام الامتثال لقاعدة معينة، كتحديد أو اشتراطٍ لأمر ما، أو سياسة أو معيار أو قانون. ويعني أيضاً ضمان استيفاء متطلبات القوانين والأنظمة والقواعد والمعايير التنظيمية الخاصة بمجال معين. أما في سياق السوق المالية السعودية، فيشير الالتزام إلى القيام بالأنشطة في أعمال الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة واللوائح المعنية التي تحكم السوق وعدم مخالفتها.

## 2.16 - أهمية الالتزام

هدف تعليمي 2.16 - فهم أهمية وظيفة الالتزام في منشآت الأشخاص المرخص لهم

من المهم لجميع الأشخاص المرخص لهم الالتزام التزاماً تاماً، وذلك لما في هذا الأمر من منافع تعود على الأسواق والمستثمرين. بوجه عام، عندما يقوم لاعبو السوق بأعمالهم وفقاً للأنظمة واللوائح، فهذا يخلق تنامياً وثقة في السوق المالية، فيشعر المستثمر بالأمان والحماية، ولا يقع ضحية للاستغلال أو الاحتيال والخداع. وعلى وجه التحديد، يمكننا القول إن الالتزام سيقود إلى التالي:

- 1 - شفافية السوق: وجود أنظمة لوائح وقواعد كافية، تغطي جوانب مختلفة من نشاط الأوراق المالية، وتطبق وتنفذ على نحو صارم وعادل على جميع الأشخاص المرخص لهم، إذ تخضع أي انتهاكات ومخالفات للإجراءات القانونية التي تنص عليها تلك الأنظمة.
- 2 - الشفافية في تنظيم الأشخاص المرخص لهم: وجود عمليات ومعايير وإجراءات كاملة وواضحة، تشمل كل النواحي الخاصة بوظائف وعمليات الأشخاص المرخص لهم، فجميع المديرين والموظفين يفهمون هذه العمليات والمعايير والإجراءات، والعواقب المترتبة عند عدم الالتزام بها. وسيوجد هذا الأمر شركات وساطة تعمل بسلاسة في نشاط الأوراق المالية.
- 3 - ثقة المستثمر: إن وجود درجة عالية من الالتزام في السوق بين المشاركين فيه سيؤدي إلى بناء ثقة المستثمر فيه؛ إذ سرعان ما يفقد المستثمرون ثقتهم بالسوق إذا لم تطبق القوانين والأنظمة بالصورة الصحيحة، فعدم إنفاذها سيفتح باباً للتلاعب والممارسات غير العادلة من كبار المشاركين في السوق على حساب صغار المستثمرين. وفي زمن العولمة والتداول عبر الإنترنت، إذا فقد المستثمرون الثقة بالسوق المحلية، فإنهم سيلجؤون إلى غيرها من الأسواق المنافسة.
- 4 - استقرار السوق: يرتبط استقرار السوق ارتباطاً كبيراً جداً بثقة المستثمر، إذ إن ثقة المستثمر تؤدي بدورها إلى استقرار السوق. عندما يشعر المستثمرون بالأمان والثقة والحماية، فإنهم يستطيعون تركيز جهودهم على الأنشطة الاستثمارية، ومنها جمع المعلومات عن الاقتصاد والأسواق والأوراق المالية، وإجراء الأبحاث، وبناء المحافظ الاستثمارية الفعالة، وبالتالي تمهيد الطريق نحو الإسهام في ظهور سوق منظمة، تبعث على التنمية والتطوير، وتفضي إلى توزيع الموارد بشكل فعال في الاقتصاد.
- 5 - تجنب الأخطاء المكلفة: لقد رأينا الكثير من حالات عدم الالتزام وسوء الإدارة في السوق الدولية، حيث سببت هذه الأحداث خسائر فادحة وكوارث شاملة، ليس على مستوى المنظمة غير الملتزمة فحسب، بل أيضاً على صعيد الأسواق عامةً. (بإمكان القراء المهتمين إجراء بحث على الإنترنت لحالات مثل: (Barring Securities, Long-Term Capital Management, Ivan Boesky, etc.)).

إن الالتزام بالقوانين والأنظمة واللوائح يجنبنا أخطاءً مكلفةً على هيئة خسائر، ومصاريف قانونية، وغرامات مالية، وعقوبات على الأفراد والمؤسسات.

## 3.16 الالتزام ووظائف الرقابة

هدف تعليمي 3.16 – فهم علاقة وظيفة الالتزام بوظيفة الرقابة الداخلية

يرتبط الالتزام ارتباطاً وثيقاً بالرقابة الداخلية، فأى برنامج للالتزام داخل المنظمة يمثل الإجراءات الرسمية التي تتخذها الإدارة لضمان تحقيق متطلبات وشروط القوانين والأنظمة، ويعمل كأداة تأمين ضد انتهاكها أو خرقها. وتشير الرقابة الداخلية إلى مجموعة المعايير والسياسات والإجراءات التي تحدد سلوك المنظمة ومديريها وموظفيها، حيث ترسم الحدود التي يحدث ضمن إطارها القيام بالنشاط أو العمل. وتوضع هذه المعايير والسياسات وفقاً للقوانين والأنظمة ذات العلاقة. وعليه فإن الالتزام بإجراءات العمل القياسية الخاصة بالشركة، يضمن الالتزام بأنظمة ولوائح الهيئة.

يتعين على الأشخاص المرخص لهم انشاء وظيفة داخلية تؤدي مهمة الالتزام بالمعايير المتعلقة بالتنظيم الداخلي والسلوك التشغيلي، بهدف حماية مصالح العملاء وأصولهم (أموالهم)، وإدارة المخاطر بشكل صحيح. ينبغي أن يكون لبرنامج الالتزام والرقابة الأهداف التالية:

- 1 - منع انتهاك أو مخالفة القوانين والأنظمة واللوائح والقواعد السلوكية والسياسات الداخلية.
- 2 - اكتشاف أي تجاوزات أو خروقات للأنظمة واللوائح بسرعة.
- 3 - تطبيق إجراءات تصحيحية ناجعة في حال وقوع أي تجاوزات أو خروقات.
- 4 - تعزيز ثقافة الالتزام داخل المنظمة.

ولأداء وظيفة الالتزام والرقابة بطريقة ناجعة، يجب على الأشخاص المرخص لهم أن يكونوا منتبهين ومدركين للتغيرات المتواصلة والسريعة في البيئة المؤثرة والمتأثرة بنشاط الأوراق المالية، ومن هذه التغيرات:

- 1 - استخدام تقنية المعلومات والتواصل.
- 2 - تحرير وعولمة السوق.
- 3 - التداول عبر الإنترنت، والمصرفية الإلكترونية، والتداول والإدراج عبر الحدود.
- 4 - احتياجات المستثمرين المتزايدة والمتغيرة، علاوة على زيادة تطور تداولاتهم.

ويمكن اتخاذ الخطوات التالية لوضع نظام رقابة داخلية:

- 1 - بناء هيكل تنظيمي مناسب، فهذا يحدد البنية الهرمية الإدارية، وتقسيم مختلف المستويات الوظيفية والإدارية داخل المنظمة. وينبغي أن يشير الهيكل التنظيمي بوضوح إلى (1) مسؤوليات الإدارات عن كل وظيفة من وظائف نشاط معين، (2) وخطوط السلطة، والمسائلة، والمسؤولية، والارتباط الإداري.
- 2 - الفصل بين الواجبات - وهذا يتضمن توزيع المهام بين الموظفين بحيث تكون مهام موظف ما بمثابة "توزيع للصلاحيات ومراقبة ومتابعة" (الضوابط والموازن) (checks and balances) على مهام موظف آخر. ففي حالة الأشخاص المرخص لهم، ستكون أمثلة الفصل في العادة بين: استقطاب العملاء وتحليل الائتمان، أنشطة التداول والتسوية، المتابعة اليومية لأرصدة دفتر الأستاذ العامة ومصادقتها، المتابعة اليومية للحسابات، وحفظ الضمانات.

- 3 - التفويض والموافقة: تتطلب جميع العمليات موافقة مسؤول مفوض إليه هذه الصلاحية على الوجه الصحيح. وينبغي أن تتناسب حدود الموافقة مع مستوى السلطة. ويجب توثيق جميع العمليات بصورة ملائمة لغرض الالتزام والمراجعة والتدقيق.
- 4 - المراقبة المحاسبية - وهذا أمر لا بد منه للتأكد من دقة المعلومات المذكورة في السجلات والدفاتر المحاسبية للشركة بصورة يومية. ويجب أن تجرى عملية التأكد على دقة القيود، والحسابات الرياضية، وأرصدة الحسابات، وميزان المراجعة، وغيرها...
- 5 - الحفظ والأمن - وهذا يتعلق بحفظ وحماية وصيانة الأصول المادية، والسجلات المحاسبية، والبيانات، ووضع قيود على الوصول إلى المباني والمرافق والمناطق الأمنية داخل مقر المنظمة.

## 4.16 تنمية ثقافة الالتزام

**هدف تعليمي 4.16- المتطلبات وتطوير ثقافة الالتزام في داخل منشآت الأشخاص المرخص لهم**

تشير ثقافة الالتزام إلى البيئة لدى الشخص المرخص له، حيث يعي ويفهم ويلتزم جميع المديرين والموظفين بالمعايير والإجراءات الداخلية (الموضوعة والمعتمدة من قبل المنظمة)، والأنظمة واللوائح الخارجية (من هيئة السوق المالية). فعندما يكون هذا الأمر موجوداً في السلوك اليومي للأنشطة، فإنه يصبح جزءاً من ثقافة العمل في المنظمة.

وبالرغم أن العديد من الإجراءات الداخلية تتطلبها لامثال الكامل من جانب موظف الالتزام لتنفيذها، إلا أن المسؤولية النهائية عن إرساء ثقافة الالتزام تقع على عاتق مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي. ومن الإستراتيجيات الجيدة لتحقيق ذلك رسالة المنظمة التي تضم أخلاقيات العمل، وعناصر الالتزام بها. ويمكن استخدام ما يلي كمبادئ توجيهية لتأسيس ثقافة الالتزام النافذة في أي منظمة:

- 1 - تضمين أخلاقيات العمل والالتزام في رسالة شركات الوساطة المالية (الأشخاص المرخص لهم).
- 2 - وضع دليل للعمليات جيد التوثيق، يشتمل على الممارسات التي تضمن الالتزام. وينبغي أن يضم دليل العمليات أيضاً الإجراءات العملية، والإيضاحات حول الأسباب وراء كل متطلب من المتطلبات، والعواقب المترتبة حال مخالفتها. ويجب أن يحتوي أيضاً على شروحات لمسؤوليات الفرد تجاه كل وظيفة.
- 3 - وجود نظام مناسب لحفظ السجلات، فهذا أمر ضروري لإظهار الالتزام وإثباته.
- 4 - فتح قناة فعالة للتواصل؛ لضمان إدراك جميع الموظفين للسياسات والإجراءات المؤثرة في واجباتهم ومسؤولياتهم إدراكاً تاماً.
- 5 - ضرورة توفير التدريب للموظفين الجدد، الذي يركز على السلوك المهني والأخلاقي، والالتزام بالسياسات والإجراءات.

- 6 - تضمين أخلاقيات العمل والالتزام في تقييم أداء الموظفين.
- 7 - الاستفادة من مشورة موظف الالتزام حول مجالات العمل المنظم فيما يتعلق بأمور الالتزام الأساسية.
- 8 - إعداد تقرير دوري عن الالتزام يُرفع إلى مجلس الإدارة.
- 9 - إنشاء نظام رقابة داخلية فعال.

## 5.16 أعباء ومنافع الالتزام

من أجل تحقيق منظمة تلتزم التزاماً تاماً، يجب على الأشخاص المرخص لهم تحمل بعض التكاليف، لكن هذه التكاليف ترجح بها كفة المنافع كما سنرى في ثنايا الأقسام التالية. وسنفسهم لماذا يجب على الأشخاص المرخص لهم الاستعداد بالميزانيات اللازمة لتغطية المصاريف الضرورية، سواءً أكانت ترتبط بشكل مباشر بوظيفة الالتزام أم غير مباشر، وأن الأمر يستحق دفع هذه التكاليف لدرء وقوع كوارث أكبر.

### 1.5.16 أعباء أو تكاليف الالتزام

**هدف تعليمي 1.5.16** – فهم التكاليف التي يتحملها الأشخاص المرخص لهم من أجل خلق منشأة ملتزمة

- 1 - توظيف موظف مختص كموظف للالتزام لدى الشخص المرخص له يعني تكاليف إضافية من ناحية المكافآت والتسهيلات. فعلى صعيد المنظمات الكبيرة، يجب إنشاء إدارة التزام متكاملة، فضلاً عن توفير كادر الموظفين المؤهلين، وهذا بدوره سيتطلب ميزانية أكبر من جانب الشخص المرخص له.
- 2 - سترتفع ميزانية تطوير الموظفين نظراً لحاجة موظف الالتزام وغيره من الموظفين في إدارة الالتزام إلى التدريب من خلال دورات أو برامج تدريبية متخصصة في مجال الالتزام.
- 3 - قد تترتب أيضاً تكاليف أخرى في صورة مصاريف إدارية تتعلق بوظيفة الالتزام، كالأعمال الورقية، وإصدار التقارير، والرسوم والغرامات، ... إلخ.
- 4 - بالإضافة إلى ذلك، هنالك تكاليف خفية متصلة بوظيفة الالتزام، ومنها الموارد البشرية المكرسة للاجتماعات، ومراجعة الأداء، ورفع التقارير.

### 2.5.16 منافع الالتزام

**هدف تعليمي 2.5.16** – فهم المنافع التي يجنيها الأشخاص المرخص لهم من الالتزام

- 1 - إن أحد المنافع الكبرى للالتزام هي إدارة المخاطر بصورة أفضل، فوجود ثقافة الالتزام في المنظمة يقتضي حضور إدارة المخاطر. وهذا يشمل وضع أنظمة وإجراءات تشغيلية معيارية مناسبة، وإعطاء أدوار واضحة وغير متداخلة للوظائف والإدارات، ورسم الحدود الواضحة بين الواجبات والمسؤوليات.
- 2 - من صور المنافع الأخرى أيضاً، تجنب الغرامات المالية والدعاوى القضائية بسبب عدم الالتزام، أو بسبب تصرفات الموظفين التي ينظر إليها كعدم التزام من جانبهم بالأنظمة واللوائح.
- 3 - في الشركات أو المنظمات التي تتسم بالكفاءة والاحترافية في سلوكها تتقلص أو تتلاشي شكاوي العملاء، مما يؤدي إلى حفظ الوقت والموارد المبدولة في معالجة تلك الشكاوي وحلها.
- 4 - يمكن أن يؤدي نظام الالتزام الجيد إلى الاكتشاف المبكر لأي تجاوزات للإجراءات المطلوبة. وهذا سيخلص المنظمة من مشاكل وخسائر أكبر في المستقبل، نظراً إلى أنه يمكن تطبيق الإجراءات



التصحيحية بيسر في مرحلة مبكرة. أما إذا اكتشفت المشاكل في مراحل متأخرة، فستتحمل المنظمة تكاليف أكبر.

5 - تطوير وتحسين معنويات الموظفين، فيشعر الموظف بالفخر بوجوده في منظمة تُدار بطريقة احترافية، ولها سجل التزامٍ نظيف لدى الهيئة.

6 - عندما يكون جميع الأشخاص المرخص لهم والمشاركين في السوق على قدر من الالتزام التام بالأنظمة واللوائح، ويوطنون أنفسهم وأعمالهم على الأخلاقيات والاحترافية العالية، فلا شك أن هذا سيصب في تنمية ثقة العامة بالسوق المالية المحلية.

7 - أعظم منافع الالتزام تتجلى في تفادي عدم الالتزام، إذ تعكس العديد من الأمثلة الواقعية مدى جسامه تكاليف عدم الالتزام. ففي كثير من المواقف يتسبب عدم الالتزام بحدوث حالات إفسار وإفلاس الشركات، مما يزعج ثقة العامة بها. وفي بعض الحالات، سيكون هنالك ما يعرف بأثر الكرة الثلجية المتدحرجة، بمعنى أن إخفاقاً واحداً يفضي إلى إخفاقات أخرى كما حصل في أزمة الرهن العقاري التي وقعت في 2008م - 2010م، وفي نهاية المطاف، تتأثر السوق المالية المحلية برمتها، ومن ثم ينتشر الأثر إلى الأسواق العالمية.

## أسئلة للمراجعة: أساسيات الالتزام في الأسواق المالية

1. أي من التالي يمثل أفضل معنى لمصطلح "الالتزام" في سياق أسواق الأوراق المالية:
- (أ) السلوك وفقاً لمبادئ تداول الأوراق المالية والاستثمار
  - (ب) الالتزام والامتثال لكل قوانين البلاد
  - (ج) ممارسة أعمال الأوراق المالية وفقاً لنظام السوق المالية ذي العلاقة، ولوائحه التنفيذية
  - (د) الالتزام بالسياسة المعلنة، وإجراءات ممارسة أعمال الأوراق المالية
2. أي من العبارات التالية حول مسؤوليات الالتزام غير دقيقة:
- (أ) تقع مسؤولية الالتزام على كل المنظمة، من الرئيس التنفيذي والإدارة العليا، مروراً بالإدارة الوسيطة وحتى الموظفين والمرؤوسين
  - (ب) تزداد المسؤولية عن الالتزام من المستوى الأدنى إلى المستوى الأعلى في المنظمة
  - (ج) يحتاج كل مستوى تنظيمي وكل فرد إلى أن يكون له درجة من الالتزام في أداء أنشطته
  - (د) يجب على كل الأفراد داخل المنظمة الالتزام بالقوانين المناسبة، واللوائح التنفيذية، والسياسات، والإجراءات في أدائهم لواجباتهم المنوطة بهم
3. أي من التالي لا يعد من فوائد الالتزام للسوق
- (أ) يؤدي إلى تحسين الشفافية
  - (ب) يؤدي إلى ازدياد ثقة المستثمر
  - (ج) يؤدي إلى ازدياد ثبات واستقرار الأسعار
  - (د) يؤدي إلى تجنب الأخطاء المكلفة
4. كل ما يلي يمكن استخدامه كمؤشر ودليل لإنشاء ثقافة التزام فعالة في المنظمة، ما عدا:
- (أ) تضمين الأخلاق والالتزام في رسالة منظمات الأشخاص المرخص لهم
  - (ب) وجود دليل تشغيل وعمليات يحتوى على الممارسات التي تؤكد وتضمن الالتزام
  - (ج) وجود نظام موثوق لحفظ السجلات لكل المعاملات الربحية والخاسرة
  - (د) تضمين العمل والالتزام في تقييم أداء الموظفين
5. الحالات التالية تبين أمثلة الفوائد التي يمكن الحصول عليها في حالة وجود وظيفة التزام فعالة في المنظمة
- (1) تحسين إدارة المخاطر
  - (2) تجنب الغرامات والعقوبات
  - (3) تقليل شكاوى العملاء
  - (4) الاكتشاف المبكر للموظفين ذوي الأداء السيئ
- (أ) (1) و (2) فقط
  - (ب) (1) و (2) و (3) فقط
  - (ج) (1) و (2) و (4) فقط
  - (د) كل ما ذكر عاليه

## دليل إجابات أسئلة نهاية الفصول

### 1. الأسواق المالية التنظيم و الإدارة

- (1) أ
- (2) د
- (3) د
- (4) د
- (5) ج
- (6) د
- (7) د
- (8) أ
- (9) د
- (10) ب
- (11) أ
- (12) ج
- (13) ج
- (14) ج
- (15) ج
- (16) ج

### 2. مؤشرات الأسواق المالية

- (1) د
- (2) ج
- (3) أ
- (4) ب
- (5) د
- (6) د
- (7) د
- (8) د
- (9) ب

3. أدوات الاستثمار و الأوراق المالية

- (1) ج
- (2) ج
- (3) ج
- (4) ج
- (5) ج
- (6) أ
- (7) ج
- (8) ب

4. البيئة الاقتصادية

- (1) د
- (2) د
- (3) أ
- (4) أ
- (5) ج
- (6) د
- (7) ب
- (8) ج
- (9) ب
- (10) د

5. أساسيات القوائم المالية

- (1) أ
- (2) د
- (3) ب
- (4) ب
- (5) ج
- (6) ج
- (7) ج
- (8) ب
- (9) ج
- (10) ج

6. تحليل القوائم المالية

- (1) ب
- (2) د
- (3) أ
- (4) د
- (5) د
- (6) د
- (7) د
- (8) ب
- (9) ب

7. الإجراءات المالية و الإدارية

- (1) ب
- (2) أ
- (3) ج
- (4) ب
- (5) أ
- (6) ج
- (7) أ
- (8) أ
- (9) ج
- (10) ب

8. الأسس الكمية للتحليل الاستثماري

- (1) ج
- (2) ج
- (3) ب
- (4) ب
- (5) د
- (6) ب
- (7) ب
- (8) د
- (9) ج
- (10) ج
- (11) أ

9. تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم

- (1) ج
- (2) ج
- (3) ج
- (4) أ
- (5) د
- (6) ب.ب
- (7) ب.ب
- (8) ج
- (9) أ
- (10) ب.ب
- (11) ب.ب

10. تقييم الأصول: أدوات الدين

- (1) د
- (2) د
- (3) ج
- (4) ج
- (5) ج
- (6) د
- (7) ج
- (8) د
- (9) ب.ب

11. المشتقات

- (1) ب.ب
- (2) ج
- (3) ج
- (4) ج
- (5) ج
- (6) ج
- (7) ب.ب
- (8) ب.ب
- (9) د
- (10) أ

12. أسس اتخاذ القرار الاستثماري

- (1) ج
- (2) ب
- (3) د
- (4) ب
- (5) ج
- (6) ج
- (7) ب
- (8) ج
- (9) أ
- (10) د
- (11) ب
- (12) د

13. صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التحوط

- (1) ج
- (2) ب
- (3) د
- (4) ج
- (5) د
- (6) أ
- (7) ب
- (8) د
- (9) د
- (10) أ
- (11) ج
- (12) ج
- (13) د

14. أدوات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة

- (1) ج
- (2) أ
- (3) ج
- (4) أ
- (5) أ
- (6) ب
- (7) د

- (8) د
- (9) ج
- (10) ج
- (11) ب

15. عمليات الاندماج، الاستحواذ وإعادة الهيكلة و الطروحات الأولية

- (1) أ
- (2) ب
- (3) ج
- (4) ج
- (5) أ
- (6) ب
- (7) ج
- (8) ج
- (9) د
- (10) ب
- (11) د

16. أساسيات الالتزام في الأسواق المالية

- (1) ج
- (2) ب
- (3) ج
- (4) ج
- (5) ب



## دليل المنهج التعليمي

الجزء الثاني: عمليات الأوراق المالية	
عنصر 1 الأسواق المالية التنظيم والإدارة	
فصل / جزء	
	<b>1.1 تنظيم وعمل أسواق الأوراق المالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 1.1.1	1.1.1 فهم الأهداف والدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عجلة الاقتصاد
فصل 1 / جزء 2.1.1	2.1.1 فهم السوق الفورية وأهمية السوق المستقبلية بين الأسواق المالية
	<b>2.1 السوق الفورية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 1.2.1	1.2.1 فهم أهمية سوق النقد كجزء من السوق الفورية "الحاضر"
فصل 1 / جزء 2.2.1	2.2.1 فهم أهمية سوق رأس المال كجزء من السوق الفورية "الحاضر"
	<b>3.1 أوامر المستثمرين</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 3.1	3.1 التعرف على أنواع الأوامر المتاحة للمستثمر واستخدامها ومزايا وعيوب كل منها
	<b>4.1 المعاملات الهامشية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 1.4.1	1.4.1 فهم خصائص الشراء الهامشي
	ملاحظة: هذا الموضوع عرضة لأسئلة حسابية بسيطة
فصل 1 / جزء 2.4.1	2.4.1 فهم عملية البيع على المكشوف
	<b>5.1 السوق المالية السعودية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 5.1	5.1 فهم خصائص السوق المالية السعودية
	<b>6.1 مقارنة التداول في السوق المنظم "البورصة" مع التداول في السوق غير المنظمة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 6.1	6.1 فهم الاختلافات والمحاسن والمساوئ للتداول
	• في الأسواق المنظمة "البورصات"
	• في الأسواق غير المنظمة (over the counter)
	<b>7.1 أنماط السوق</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 7.1	7.1 فهم خصائص ومحاسن ومساوئ السوق
	• الأسواق القائمة على الأوامر
	• الأسواق القائمة على الأسعار
	• التداول بصفة أصيل
	• التداول بصفة وكيل
	<b>8.1 الحفظ</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 1 / جزء 8.1	8.1 فهم وظائف ومحاسن، وعيوب أنواع الحفظ التالية:
	• العالمية
	• الإقليمية
	• المحلية
	• أمناء الحفظ الفرعيين

فصل / جزء	عنصر 2 مؤشرات الأسواق المالية
	<b>1.2 مؤشرات القيمة في الأسواق المالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.1.2 فصل 2 / جزء 1.1.2	1.1.2 فهم استخدامات وخصائص مؤشرات السوق التالية:
	• فوتسي 100 (FTSE 100)
	• نيويورك المجمع (NYSE Composite)
	• كاك (CAC)
	• نيكي 225 (Nikki 225)
	• داو جونز (Dow Jones)
	• نازداك (NASDAQ)
	• داكس 40 (DAX 40)
	• إس أند بي 500 (S & B 500)
2.1.1.1 فصل 2 / جزء 2.1.1.1	2.1.2 معرفة طرق تكوين مؤشرات الأسهم
	• الوزن السعري (Price Weighting)
	• وزن القيمة (Value Weighting)
	• الوزن المتساوي (Equal Weighting)
	ملاحظة: لا يطلب من الممتحنين حساب المؤشرات
	<b>2.2 مؤشرات جودة الأسواق المالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.2 فصل 2 / جزء 1.2.2	1.2.2 فهم الخصائص المرغوبة في حالة أسواق رأس المال
	• كفاءة السوق
	• عمق السوق
	• اتساع السوق
2.2.2 فصل 2 / جزء 2.2.2	2.2.2 فهم الأنشطة الغير مرغوبة التالية:
	• البيع الوهمي Wash Sales
	• احتكار السوق Cornering the Market
	• الوساطة المضرة بالعميل Churning
فصل / جزء	عنصر 3 أدوات الاستثمار والأوراق المالية
	<b>1.3 أدوات سوق النقد</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.3 فصل 3 / جزء 1.3	1.3 فهم خصائص أدوات سوق النقد
	• شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of deposits
	• أدونات الخزينة Treasury Bills
	• الأوراق التجارية Commercial Papers
	• القبولات المصرفية Broker's Acceptances
	• اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements
	<b>2.3 أدوات أسواق رأس المال</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
2.3 فصل 3 / جزء 2.3	2.3 فهم خصائص فترة السداد والفائدة (التوزيعات) والشروط والأجال (إذا وجدت) لأدوات سوق رأس المال التالية:
	• سندات الشركات (Corporate Bonds)
	• الأسهم الممتازة Preferred Stocks (Preferred Shares)
	• الأسهم العادية Common Stocks (Ordinary Shares)

	<b>3.3 أدوات الاستثمار بالمملكة العربية السعودية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 3 / جزء 3.3	3.3 فهم مواصفات الأدوات المالية التالية في السوق السعودية:
	• أدوات الخزينة Treasury Bill
	• السندات الحكومية Government Bonds
	• اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements
	<b>4.3 الاستثمارات الدولية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 3 / جزء 4.3	4.3 معرفة خصائص الاستثمارات الدولية والوسائل الاستثمارية التالية والبورصات التي تتداول فيها:
	• شهادات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts
	• يوروبوند Eurobonds
	• القروض الحكومية الدولية (انجلترا - أمريكا - أستراليا - فرنسا - ألمانيا)
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 4 البيئة الاقتصادية</b>
	<b>1.4 الاقتصاد: الناتج المحلي الإجمالي</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 4 / جزء 1.1.4	1.1.4 فهم إجمالي الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وكيفية قياسه وأهميته الدلالية
فصل 4 / جزء 2.1.4	2.1.4 معرفة الفروق بين الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي
فصل 4 / جزء 3.1.4	3.1.4 معرفة الفروق بين الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
	<b>2.4 التذبذب الاقتصادي: البطالة والتضخم</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 4 / جزء 1.2.4	1.2.4 فهم مصطلح "الدورات الاقتصادية" وأثرها ومراحلها المتنوعة
	• التأثير في الشركات (الدورية) Effect on Cyclical Companies
	• التأثير في الشركات الدفاعية Effect On Defensive Companies
	• الازدهار والانكماش والكساد والانتعاش Prosperity, Recession, Depression & Recovery
فصل 4 / جزء 2.2.4	2.2.4 معرفة المؤشرات الأساسية القيادية واللاحقة والمتزامنة التي تساعد الاقتصاديين على معرفة مرحلة الدورات الاقتصادية
فصل 4 / جزء 3.2.4	3.2.4 فهم أهمية البطالة في الاقتصاد
فصل 4 / جزء 4.2.4	4.2.4 فهم أهمية التضخم في الاقتصاد
	<b>3.4 السياسات المالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 4 / جزء 1.3.4	1.3.4 فهم تأثير السياسة المالية في الاقتصاد
	• السياسة التوسعية Expansionary Policy
	• السياسة الانكماشية Contractionary Policy
	• الضرائب Taxes
	• عجز الميزانية Budget Deficit
	• السياسة التمويلية Financing Policy
	<b>4.4 النظام النقدي والمصرفي</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 4 / جزء 1.4.4	1.4.4 التعريف بعرض النقود واستخدامها من جانب البنك المركزي
فصل 4 / جزء 2.4.4	2.4.4 معرفة تأثير التغيرات في أسعار الفائدة في أسعار الأسهم واستثمارات قطاع الأعمال والمصرفيات المحلية والاقتصادية

3.4.4	فهم خصائص السياسة النقدية والأدوات المستخدمة من البنك المركزي للتأثير في عرض النقود:	3.4.4
	• عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations	
	• معدل الخصم The Discount Rate	
	• احتياطي الالتزام Reserve Requirement	
	<b>5.4 معدلات الصرف الأجنبي والاقتصاد العالمي</b>	
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.5.4	فهم خصائص سوق الصرف الأجنبي والطريق التي يتم بها تحديد أسعار الصرف	1.5.4
	• الأسعار الفورية Spot Rates	
	• الأسعار الآجلة Forward Rates	
	• الهامش بين البيع والشراء Bid – Ask Spread	
2.5.4	معرفة الفرق بين نظم معدلات التبادل الثابتة والمعومة	2.5.4
3.5.4	معرفة العوامل التي تحدد قيمة العملة	3.5.4
	• العرض والطلب Supply and Demand	
	• التضخم Inflation	
	• أسعار الفائدة Interest Rates	
	• الأداء الاقتصادي Economic Performance	
4.5.4	فهم أساسيات تفاصيل حسابات ميزان المدفوعات وأهميتها في الاقتصاد	4.5.4
	• الحساب الجاري Current Account	
	• الحساب الرأسمالي Capital Account	
	• الفائض Surplus	
	• العجز Deficit	
	• السيولة Liquidity	
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 5 أساسيات القوائم المالية</b>	
	<b>1.5 المفاهيم الأساسية</b>	
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
1.1.5	فهم الغرض من محتويات الميزانية العمومية	1.1.5
	• الأصول المتداولة (الجارية) Current Assets	
	• الأصول الثابتة Fixed Assets	
	• الخصوم (المطلوبات) المتداولة Current liabilities	
	• الخصوم (المطلوبات) طويل الأجل Long Term Liabilities	
	• حقوق المساهمين Shareholders' Equity	
2.1.5	فهم هدف ومكونات قائمة الدخل (حساب الأرباح والخسائر)	2.1.5
	• صافي المبيعات Net Sales	
	• المصروفات Expenses	
	• الربح التشغيلي Operating Profit	
	• مصروفات الفائدة Interest Expenses	
3.1.5	معرفة قائمة التدفقات النقدية والغرض منها ومكوناتها الأساسية	3.1.5
4.1.5	معرفة محتويات التقارير المالية للشركات المدرجة في المملكة العربية السعودية	4.1.5

<b>عنصر 6 تحليل القوائم المالية</b>	
<b>1.6 التحليل النسبي للقوائم المالية</b>	
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
فصل 6 / جزء 1.1.6	1.1.6 فهم أغراض وأنواع الميزانية العمومية النسبية
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الميزانية العمومية النسبية</li> <li>• التحليل النسبي الرأسي للميزانية العمومية</li> <li>• التحليل النسبي الأفقي للميزانية العمومية</li> </ul>
فصل 6 / جزء 2.1.6	2.1.6 فهم أغراض وأنواع قائمة الدخل النسبية
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• قائمة الدخل النسبية</li> <li>• التحليل النسبي الرأسي لقائمة الدخل</li> <li>• التحليل النسبي الأفقي لقائمة الدخل</li> </ul>
<b>2.6 تحليل النسب المالية</b>	
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
فصل 6 / جزء 1.2.6	1.2.6 فهم نسب السيولة الرئيسية، أهدافها، محدداتها وتأثير التغيير في القيمة المكونة لها
فصل 6 / جزء 2.2.6	2.2.6 القدرة على حساب نسب السيولة الرئيسية
فصل 6 / جزء 3.2.6	3.2.6 فهم نسب الرفع المالي الرئيسية، أهدافها، محدداتها وتأثير تغير قيم المتغيرات
فصل 6 / جزء 4.2.6	4.2.6 القدرة على حساب نسب الرفع المالي الرئيسية
فصل 6 / جزء 5.2.6	5.2.6 فهم نسب الربحية الرئيسية، أهدافها، محدداتها وتأثير التغيير في القيم المشككة لها
فصل 6 / جزء 6.2.6	6.2.6 المقدرة على حساب نسب الربحية الرئيسية
فصل 6 / جزء 7.2.6	7.2.6 فهم نسب القيم السوقية الرئيسية، أهدافها، محدداتها، وأثر تغير قيم مدخلاتها
	8.2.6 المقدرة على حساب نسب القيم السوقية الرئيسية
<b>عنصر 7 الإجراءات المالية الإدارية</b>	
<b>1.7 الأحداث الإلزامية</b>	
عند إكمالها يجب على الممتحنين:	
فصل 7 / جزء 1.7	1.7 معرفة خصائص الإجراءات الإلزامية التالية:
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• التوزيعات (نقداً وأسهم) Dividends (Cash and Stock)</li> <li>• دفعات الكوبون والفائدة Interest and Coupon Payment</li> <li>• إصدارات المنح (العلاوة) Bonus Issues</li> <li>• التجزئة والتجميع Splits and Consolidation</li> <li>• سداد أصل القروض Principal Repayment</li> </ul>
فصل 7 / جزء 1.1.7	1.1.7 فهم طرق توزيع الأرباح الثلاث الرئيسية، محاسنها ومساوئها
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• التوزيعات النقدية Cash Dividends</li> <li>• توزيعاً الأسهم Stock Dividend</li> <li>• إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase</li> </ul>
فصل 7 / جزء 2.1.7	2.1.7 فهم خصائص توزيعات أسهم المنحة وتأثيرها على حقوق الملكية
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• بديل للتوزيعات النقدية Cash Dividends</li> <li>• سعر السهم في السوق Market Price</li> <li>• حقوق الملكية Shareholders' Equity</li> <li>• التأثير على ربحية السهم الواحد ونسبة السعر إلى ربحية السهم (مكرر الأرباح)</li> </ul>
ملاحظة: معرفة التأثير على حصة حملة الأسهم وسعر السهم في السوق موضع أسئلة بعمليات حسابية بسيطة	
فصل 7 / جزء 3.1.7	3.1.7 معرفة خصائص تجزئة الأسهم ومعالجتها في إطار الميزانية العمومية
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• أسباب التجزئة Reasons to Split</li> <li>• سعر السوق Market Price</li> </ul>

	• التأثير في الميزانية العمومية Effect on Balance Sheet
	• التجزئة العكسية Reverse Split
فصل 7 / جزء 4.1.7	4.1.7 معرفة الأنواع المختلفة لسياسات توزيع الأرباح والمنطق وراء توزيع الأرباح
	<b>2.7 الإجراءات الاختيارية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 7 / جزء 2.7	2.7 معرفة خصائص الأعمال الاختيارية التالية:
	• إصدار حقوق الاكتتاب (الأولية) Right Issues
	• التحويلات Conversions
	• الحيازة Takeovers
	• التبادلات Exchanges
	• الطروحات الأولية للاكتتاب Initial Public Offerings
	<b>3.7 مصطلحات</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 7 / جزء 3.7	3.7 فهم المصطلحات التالية:
	• تاريخ السجل (Record Date)
	• التاريخ اللاحق لتوزيع الأرباح (Ex Date)
	• المنافع المستحقة (Cum Benefits)
	• السعر خالي من المنافع (Ex Benefit)
	• شراء الاستحقاق المتراكم الخاص (Special Ex)
	• بيع الاستحقاق المتراكم الخاص (Special Cum)
	ملاحظة: يُفترض هنا أن فترة تسوية الأسهم تتم عن طريق (T + Ø)
	<b>4.7 حسابات</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 7 / جزء 4.7	4.7 القدرة على حساب البيانات ذات العلاقة بإجراءات الشركات المتعلقة حول:
	• الرسملة (Capitalization)
	• إصدار أسهم المنح (Bonus Scrip Issues)
	• إصدار حقوق الاكتتاب "الشفعة" (Rights Issues)
	<b>5.7 مواضيع متفرقة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 7 / جزء 5.7	5.7 فهم التفاصيل الأساسية المتعلقة بإجراءات الشركات Corporate Actions المتنوعة التالية:
	• المزايا للمصدر (Advantages to the Issuer)
	• استخدام متعهد إصدار (Use of an Underwriter)
	• الاستقرار والثبات (Stabilization)
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 8 الأسس الكمية للتحليل الاستثماري</b>
	<b>1.8 القيمة الزمنية للنقود</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 8 / جزء 1.8	1.8 فهم ماذا تعني القيمة الزمنية للنقود
فصل 8 / جزء 1.1.8	1.1.8 فهم كيفية حساب القيمة المستقبلية للأرصدة المستثمرة اليوم
فصل 8 / جزء 2.1.8	2.1.8 فهم كيفية حساب القيمة الحالية للأرصدة المستثمرة في المستقبل
فصل 8 / جزء 3.1.8	3.1.8 فهم كيفية حساب القيمة المستقبلية والحالية للدفعات السنوية

	<b>2.8 معدلات العائد الكلي</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 8 / جزء 2.8	2.8 معرفة حساب معدل العائد الكلي على الاستثمار وأغراضه ومحدداته وأثر تغير القيم المكونة له
	ملاحظة: يمكن أن يمتحن هذا الهدف باستخدام أسئلة كمية
فصل 8 / جزء 1.2.8	1.2.8 معرفة حساب معدلات العائدة على الاستثمار متعدد الفترات والغرض من حسابها والمحددات وأثر التغيرات في القيمة الأساسية المكونة لها
فصل 8 / جزء 2.2.8	2.2.8 معرفة حساب العائد المتوقع للاستثمار وتأثير التغيرات في القيم الأساسية المكونة له
	<b>3.8 مخاطر الاستثمار</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 8 / جزء 3.8	3.8 فهم مخاطر الاستثمار وارتباطها بالعوائد المستقبلية وتأثير التغيرات في القيم الأساسية المكونة لها
	ملاحظة: غير مطلوب حساب الانحراف المعياري والتباين
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 9 تقييم الأصول: الاستثمار في الأسهم</b>
	<b>1.9 مقدمة في تقييم الأوراق المالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 9 / جزء 1.1.9	1.1.9 فهم أساسيات التحليل الصناعي والتحليل القطاعي
	ملاحظة: هذا الهدف يمكن اختياره عن طريق أسئلة كمية
فصل 9 / جزء 1.2.9	2.2.9 معرفة مراحل دورة حياة الصناعة
	• البداية Startup
	• النمو Growth
	• النضج Consolidation
	• الانحدار Decline
فصل 9 / جزء 2.2.9	3.2.9 معرفة الاختلاف بين الصناعات الدفاعية والصناعات الدورية
فصل 9 / جزء 2.1.9	4.1.9 معرفة كيف يتم تقييم عناصر الاستثمار الرئيسية
	• الأسهم الممتازة Preferred Stocks
	• الأسهم العادية Common Stocks
	• معدلات التوزيع الثابتة Constant Level Dividends
	<b>2.9 مضاعفات الأسعار</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 9 / جزء 1.4.9	1.2.9 فهم كيفية استخدام المحلل لمختلف نسب مضاعفات (مكررات) الأسعار:
	• السعر / الأرباح Price / Earnings
	• السعر / التدفقات النقدية Price / Cash Flow
	• السعر / القيمة الدفترية Price / Book Value
	• السعر / المبيعات Price / Sales
	<b>3.9 التحليل الفني</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 9 / جزء 1.3.9	1.3.9 فهم ملامح التحليل الفني:
	• الرسوم البيانية Charting
	• أساسيات الأسواق Market Fundamentals
	• تقييم الأسعار Price Evaluation
	• نشاطات التداول Trading Activities
	• مؤشرات الرأي Sentiment Indicators
	• مؤشرات تدفق الأموال Flow of Funds Indicators
	• مؤشرات هيكل الأسواق Market Structure Indicators

	<b>عنصر 10 تقييم الأصول: أدوات الدين</b>
	<b>1.10 ملامح أدوات الدين</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 10 / جزء 1.1.10	1.1.10 فهم مختلف الخيارات التي قد تكون متاحة في سندات الشركة
	• حق الاستدعاء Call Provisions
	• السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds
	• بنود التسديد الجزئي للسندات Sinking Fund Provision
	• هيكل دفعات الفائدة Coupon Structures
فصل 10 / جزء 2.1.10	2.1.10 القدرة على حساب سعر السند (ذو الكوبون السنوي والنصف سنوي) وفهمها
	<b>2.10 مخاطر الاستثمار في السندات</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 10 / جزء 1.2.10	1.2.10 فهم مختلف المخاطر التي تواجه المستثمرين في السندات
	• مخاطر سعر الفائدة (مخاطر السعر) Interest Rate Risk (Price Risk)
	• مخاطر التضخم Inflation Risk
	• مخاطر السيولة Liquidity Risk
	• مخاطر عدم السداد Default Risk
فصل 10 / جزء 2.2.10	2.2.10 فهم المخاطر الإضافية التي تواجه المستثمر عندما يستثمر في سندات صادرة خارج المملكة العربية السعودية
	<b>3.10 تقييم أدوات الدين</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 10 / جزء 1.3.10	1.3.10 فهم العلاقة بين سعر السند وعائده
فصل 10 / جزء 2.3.10	2.3.10 فهم العلاقة بين سعر السند وأجل السند
	3.3.10 فهم خصائص السند الصفري وحساب أسعاره
	<b>عنصر 11 المشتقات</b>
	<b>1.11 أنواع المشتقات وأدواتها</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 11 / جزء 1.1.11	1.1.11 معرفة أساسيات عقود المشتقات
	• العقود الأجلة (Forwards)
	• المستقبلية (Futures)
	• عقود الخيارات (Options)
	• عقود المبادلة (Swaps)
	<b>2.11 العقود الأجلة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 11 / جزء 1.2.11	1.2.11 فهم ملامح العقود الأجلة والمخاطر التي قد يواجهها كل طرف
	<b>3.11 العقود المستقبلية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 11 / جزء 1.3.11	1.3.11 فهم ملامح العقود المستقبلية والمخاطر التي قد تواجه كل طرف من أطراف العقد
فصل 11 / جزء 2.3.11	2.3.11 معرفة كيفية استخدام الهامش في تخفيض المخاطر والتسوية اليومية
فصل 11 / جزء 3.3.11	3.3.11 فهم الاختلافات بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية
	• مخاطر عدم الدفع (السداد) Default Risk
	• مخاطر القابلية للتسويق Marketability Risk
	• تكلفة التعاملات Transactions Cost
	• التسويات اليومية Daily Settlement
	• التسليم Delivery



	• المرونة Flexibility
	• حدود تذبذب الأسعار Price Fluctuation Limits
	<b>4.11 عقود الخيار</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 11 / جزء 1.4.11	1.4.11 فهم ملامح وخصائص عقود الخيارات والمخاطر التي قد تواجه كل طرف فيها
	<b>5.11 عقود المبادلة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 11 / جزء 1.5.11	1.5.11 فهم ملامح وأساسيات عقود مبادلة أسعار الفائدة
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 12 أسس اتخاذ القرار الاستثماري</b>
	<b>1.12 المحيط الاستثماري</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 12 / جزء 1.1.12	1.1.12 فهم العائد المطلوب على الاستثمار ومكوناته التي يشتق منها
	• المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر Real Risk Free Rate
	• علاوة التضخم Inflation Premium
	• علاوة المخاطر Risk Premium
فصل 12 / جزء 2.1.12	2.1.12 فهم معنى وتأثيرات المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر
فصل 12 / جزء 3.1.12	3.1.12 فهم معنى وتأثيرات علاوة التضخم
فصل 12 / جزء 4.1.12	4.1.12 فهم معنى وتأثيرات علاوة المخاطر
فصل 12 / جزء 5.1.12	5.1.12 فهم العلاقة بين المخاطر والعوائد
	<b>2.12 مقدمة في إدارة المحافظ</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 12 / جزء 1.2.12	1.2.12 فهم التنوع كأحد أدوات إدارة المحافظ
فصل 12 / جزء 2.2.12	2.2.12 معرفة العناصر ذات الصلة بحساب المخاطر والعائد على المحفظة الاستثمارية
	• نسبة المال المستثمر في كل أصل من أصول المحفظة
	• العائد والمخاطر لكل أصل
	• العلاقة (الارتباط) بين عوائد أصول المحفظة
	ملاحظة: لتحقيق هذا الهدف التعليمي فإنه من غير المطلوب حساب المخاطر
	<b>3.12 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 12 / جزء 1.3.12	1.3.12 فهم الاختلافات بين المخاطر الخاصة (غير المنتظمة) ومخاطر الأسواق العامة (المنتظمة)
فصل 12 / جزء 2.3.12	2.3.12 فهم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخدام بيتا في تحديد علاوة المخاطر
فصل 12 / جزء 3.3.12	3.3.12 القدرة على حساب معدل العائد المطلوب على السهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 13 صناديق الاستثمار، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التحوط</b>
	<b>1.13 أساسيات صناديق الاستثمار</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 13 / جزء 1.1.13	1.1.13 معرفة الخصائص العامة لصناديق الاستثمار
فصل 13 / جزء 2.1.13	2.1.13 معرفة مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار للمستثمر
فصل 13 / جزء 3.1.13	3.1.13 معرفة الرسوم المختلفة والتكاليف الأخرى المفروضة على صناديق الاستثمار
فصل 13 / جزء 4.1.13	4.1.13 فهم المقصود بصافي قيمة الأصل لصندوق استثماري، وامتلاك القدرة على حسابها
فصل 13 / جزء 5.1.13	5.1.13 فهم الفروقات بين صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة

6.1.13	6.1.13	معرفة مختلفة فئات صناديق الاستثمار
		• صناديق أسواق النقد Money Market
		• صناديق السندات Bonds
		• صناديق الأسهم Stock
		• الصناديق المتوازنة Balanced
		• الصناديق القطرية (المكان) Country
		• صناديق المؤشرات Index
7.1.13	7.1.13	معرفة ثلاثة من أنماط أهداف الصناديق المتبناة بواسطة صناديق الاستثمار:
		• الصناديق قوية النمو Aggressive Growth Funds
		• صناديق الدخل Income Funds
		• صناديق النمو والدخل Growth and Income Funds
		<b>2.13 مقاييس أداء وحساب صناديق الاستثمار</b>
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
2.13	2.13	فهم مقاييس أداء صناديق الاستثمار
		• الانحراف المعياري
		• معامل بيتا
		• مؤشر شارب
		• معامل ألفا
		• مؤشر ترينور
	3.13	صناديق المؤشرات المتداولة
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
	1.3.13	معرفة أساسيات صناديق المؤشرات المتداولة
	2.3.13	فهم الاختلافات بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار
	4.13	صناديق التحوط
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
	4.13	فهم المقصود بصناديق التحوط
<b>فصل / جزء</b>		<b>عنصر 14 أدوات الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة</b>
		<b>1.14 عقود المشاركة</b>
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.1.14	1.1.14	معرفة الشروط الأساسية لعقود المشاركة
2.1.14	2.1.14	فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقود المشاركة
3.1.14	3.1.14	فهم حقوق العميل والتزاماته في عقود المشاركة
		<b>2.14 عقود المضاربة</b>
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.2.14	1.2.14	معرفة الشروط الأساسية لعقود المضاربة
2.2.14	2.2.14	فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقد المضاربة
3.2.14	3.2.14	فهم حقوق العميل ومسؤولياته في عقد المضاربة
4.2.14	4.2.14	فهم الاختلافات بين عقود المضاربة الخاصة وعقود المضاربة المتعددة الأطراف
		<b>3.14 اتفاقيات المربحة</b>
		عند إكمالها يجب على الممتحنين:
1.3.14	1.3.14	معرفة شروط اتفاقيات المربحة
2.3.14	2.3.14	فهم حقوق المصرف ومسؤولياته في عقد المربحة
3.3.14	3.3.14	فهم حقوق العميل ومسؤولياته في عقد المربحة

	<b>4.14 أنواع أخرى من العقود المحددة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 14 / جزء 1.4.14	1.4.14 فهم ملامح تعاملات بيع السلم والشروط التي يجب أن تتطابق معها
فصل 14 / جزء 2.4.14	2.4.14 فهم ملامح مبيعات النقد والائتمان
فصل 14 / جزء 3.4.14	3.4.14 معرفة أساسيات عقود الاستصناع
فصل 14 / جزء 4.4.14	4.4.14 معرفة أساسيات تفاصيل عقود الإيجار التمويلي والتشغيلي والفرق بينهما
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 15 الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة والطروحات الأولية</b>
	<b>1.15 أساسيات الاندماج والاستحواذ</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 15 / جزء 1.1.15	1.1.15 معرفة المفهوم الأساسي للاندماج والاستحواذ
فصل 15 / جزء 2.1.15	2.1.15 فهم الأنواع الأساسية للاندماج
فصل 15 / جزء 3.1.15	3.1.15 فهم الطرق الرئيسية للاستحواذ
	<b>2.15 إعادة الهيكلة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 15 / جزء 2.15	2.15 فهم الأنواع المختلفة عن عملية إعادة الهيكلة
	<b>3.15 الطرح الأولي العام</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 15 / جزء 3.15	3.15 فهم عملية الطرح الأولي
<b>فصل / جزء</b>	<b>عنصر 16 أساسيات الالتزام في الأسواق المالية</b>
	<b>1.16 تعريف الالتزام</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 16 / جزء 1.16	1.16 معرفة معنى الالتزام في مستوى تطبيقه على السوق المالية
	<b>2.16 أهمية الالتزام</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 16 / جزء 2.16	2.16 فهم أهمية وظيفة الالتزام في منشآت الأشخاص المرخص لهم
	<b>3.16 الالتزام ووظائف الرقابة</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 16 / جزء 3.16	3.16 فهم علاقة وظيفة الالتزام بوظيفة الرقابة الداخلية
	<b>4.16 تنمية ثقافة الالتزام</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 16 / جزء 4.16	4.16 المتطلبات وتطوير ثقافة الالتزام في داخل منشآت الأشخاص المرخص لهم
	<b>5.16 منافع وأعباء الالتزام</b>
	عند إكمالها يجب على الممتحنين:
فصل 16 / جزء 1.5.16	1.5.16 فهم التكاليف التي يتحملها الأشخاص المرخص لهم من أجل خلق منشأة ملتزمة
فصل 16 / جزء 2.5.16	2.5.16 فهم المنافع التي يجنيها الأشخاص المرخص لهم من الالتزام