

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة منتوري قسنطينة
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير
فرع تسيير المؤسسات

بعضوان

أثر التضخم على عوائد الأسهم
دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة
في بورصة عمان للفترة 1996-2006

إشراف الأستاذ الدكتور:
بوراس أحمد

إعداد الطالبة:
بلجولية سمية

لجنة المناقشة

التسلسل	الأستاذ	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
1	بوالعتروس عبد الحق	رئيسا	أستاذ محاضر	قسنطينة
2	بوراس أحمد	مقررا	أستاذ التعليم العالي	قسنطينة
3	لعراية مولود	عضوا	أستاذ محاضر	قسنطينة
4	نموهي فاروق	عضوا	أستاذ محاضر	قسنطينة

السنة الجامعية 2009-2010

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ
وَعَلَى وَالِدِي وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأُدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ
فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ...)

الآية 19 سورة النمل

شكر وعرّفان

الحمد لله الذي عم برحمته جميع العباد وخص أهل طاعته بالمداية إلى سبيل الرشاد ووفّقهم بلطفه

لصالح الأعمال والفوز ببلوغ المراد

فله الحمد والمنة.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرّفان والتقدير إلى:

الأستاذ الدكتور أحمد بوراس الذي شرفني بقبول المتابعة والإشراف على هذه المذكرة و لم

يبخل بتوجيهاته القيمة ونصائحه المفيدة وإرشاداته المادفة.

الأستاذ أحسن بومقادية لإشرافه على المراجعة اللغوية للعمل.

السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من

وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل بالنصح والإرشاد و الدعم

لكم مني خالص الشكر و عظيم العرفان.

سمية

الفهرس

شكر و عرفان

الفهرس

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

1

مقدمة

7

الفصل الأول: الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال

8

تمهيد

9

المبحث الأول: الأوراق المالية

10

المطلب الأول: الأسهم العادية

10

1- مفاهيم أساسية

11

2- تصنيف الأسهم (أنواع الأسهم)

12

3- حقوق حملة الأسهم العادية

14

4- اتجاهات حديثة في الأسهم العادية

15

المطلب الثاني: الأسهم الممتازة

15

1- تعريف الأسهم الممتازة

15

2- مميزات وعيوب الأسهم الممتازة

16

3- أنواع الأسهم الممتازة

17

4- اتجاهات حديثة في الأسهم الممتازة

17

المطلب الثالث: السندات

18

1- تعريف السندات

18

2- خصائص السندات

19

3- أنواع السندات

21

4- شروط إصدار السندات

21

5- الأشكال الحديثة للسندات

22

المطلب الرابع: الأوراق المالية الحكومية

22

1- طرق إصدار السندات الحكومية

22

2- تعريف الأوراق المالية الحكومية

23	3- أنواع الأوراق المالية الحكومية
23	4- الآثار الاقتصادية للقرض العام
24	المبحث الثاني: أسواق رأس المال، أنواعها وهيكلها
25	المطلب الأول: نشأة البورصات وتطور أسواق رأس المال
26	المطلب الثاني: تعريف وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية
26	1- تعريف سوق الأوراق المالية
26	2- وظائف البورصة
27	3- أهمية البورصة
28	المطلب الثالث: هيكل أسواق الأوراق المالية
28	1- الأسواق الحاضرة أو الفورية
31	2- أسواق العقود المستقبلية و أسواق الاختيار
31	المطلب الرابع: إجراءات و قواعد التعامل في البورصات
31	1- تعريف الأوامر
32	2- أنواع الأوامر
33	المبحث الثالث :كفاءة أسواق رأس المال وأشكالها
33	المطلب الأول: ماهية الكفاءة في أسواق رأس المال وكيفية تحققها
33	1- مفهوم كفاءة السوق
34	2- كيفية تحقق كفاءة السوق
35	المطلب الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
35	1- شروط الكفاءة الكاملة للسوق
35	2- معوقات الكفاءة الكاملة للسوق
36	3- الكفاءة الاقتصادية
37	4- متطلبات الكفاءة في أسواق رأس المال
37	المطلب الثالث: الصيغ المختلفة للسوق الكفاء
37	1- الشكل الضعيف لكفاءة السوق المبني على المردودية في المدى القصير
41	2- الشكل شبه القوي
42	3- الشكل القوي
42	المطلب الرابع: كفاءة اسواق راس المال والحركة العشوائية للاسعار

42	1- أعمال لويس باشوليه (Louis Bachelier)
43	2- الكفاءة وإمكانية التنبؤ بالأسعار
43	3- العلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار
44	خلاصة
45	الفصل الثاني: مبادئ و استراتيجيات الاستثمار في الأسهم
46	تمهيد
47	المبحث الأول: مؤشرات بورصة الأوراق المالية
47	المطلب الأول: مدخل للمؤشرات
47	1- تعريف المؤشر
48	2- علاقة المؤشر بحالة الاقتصاد
50	المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات
50	1- متابعة أداء المحفظة الاستثمارية
50	2- الحكم على أداء المديرين المحترفين
50	3- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم
50	4- تقدير مخاطر المحفظة و معامل المخاطر المنتظمة
51	المطلب الثالث: بناء المؤشرات
51	1- اختيار العينة
51	2- الأوزان النسبية لمفردات العينة
52	المطلب الرابع: الطرق المستخدمة في حساب قيمة المؤشر
54	المبحث الثاني: مقومات الاستثمار في الأسهم
54	المطلب الأول: محددات القيمة السوقية للسهم
54	1- التدفقات النقدية المتوقعة
54	2- معدل خصم التدفقات النقدية
55	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية
55	1- المتغيرات الدولية
55	2- الظروف الاقتصادية المحلية
56	3- ظروف الصناعة
57	4- ظروف الشركة
57	5- عوامل أخرى

58	المطلب الثالث: تقدير قيمة الأسهم (تقييم الأسهم)
58	1- نموذج الخصم
60	2- نموذج خصم توزيعات الأرباح
62	3- تطبيق نموذج خصم التوزيعات في حالة اختلاف فترات الاحتفاظ بالأسهم
63	المطلب الرابع: تحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم
63	1- تحليل العائد
66	2- تصنيف المخاطر
69	3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) (Capital Asses pricing Model)
74	المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار
74	المطلب الأول: الإستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق
75	1- إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ
75	2- الاعتبارات التي ينبغي مراعاتها عند تكوين إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ
76	المطلب الثاني: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق
77	1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية
77	2- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة
78	3- إستراتيجية توقيت السوق
78	المطلب الثالث: إستراتيجية السمات المتعددة
79	المطلب الرابع: إستراتيجيات السمة الواحدة
79	1- إستراتيجية المضاعف
79	1- إستراتيجية السهم المشتق و السهم مقابل التوزيعات
80	2- إستراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة
80	3- إستراتيجية الإصدارات الجديدة
80	4- إستراتيجية الأسهم التي يعاد شرائها
80	5- أسهم المنشآت الصغيرة
80	6- أسهم المنشآت الخاسرة
82	خلاصة
83	الفصل الثالث: التحليل الأساسي و التحليل الفني لأسعار الأسهم

84

تمهيد

85

المبحث الأول: التحليل الأساسي

85

المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

86

1- السياسة الضريبية

88

2- السياسة النقدية

89

3- أسعار الفائدة

90

4- المؤشرات الاقتصادية الكلية

92

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

92

1- أهمية تحليل الصناعة

93

2- تصنيف الصناعات

96

3- خطوات تحليل ظروف الصناعة

98

4- أدوات تحليل ظروف صناعة

101

المطلب الثالث: تحليل الشركة

101

1- تصنيف الشركات والأسهم

103

2- معايير تصنيف الشركات

104

3- تقدير قيمة الشركة

105

المطلب الرابع: تحليل المركز المالي للشركة

105

1- مدخل إلى التحليل المالي

107

2- أدوات التحليل المالي

109

المبحث الثاني: التحليل الفني

110

المطلب الأول: مدخل للتحليل الفني

110

1- فن توقيت الدورات

111

2- تعريف التحليل الفني

111

3- إطار عمل التحليل الفني

112

4- فروع التحليل الفني

113

5- مؤشرات التحليل الفني

114

المطلب الثاني: البناء النظري للتحليل الفني

114

1- الفرضيات

116

2- التحديات التي تواجه التحليل الفني

116	3- نظرية داو (Dow Theory)
117	4- مبادئ نظرية داو
119	المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني
120	1- أدوات التحليل الفني لأسعار السوق
124	2- أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت
127	المطلب الرابع: التحليل الفني أو التحليل الأساسي
128	1- إيجابيات وسلبيات التحليل الفني
129	2- أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
131	خلاصة
132	الفصل الرابع: التضخم وعوائد الأسهم
133	تمهيد
134	المبحث الأول: التضخم أنواعه، أسبابه وطرق معالجته
134	المطلب الأول: مدخل للتضخم
134	1- تعريف التضخم
135	2- التضخم في النظريات النقدية
139	المطلب الثاني: أنواع التضخم أسبابه وأثاره
139	1- أنواع التضخم
140	2- أسباب التضخم
141	3- آثار التضخم
142	المطلب الثالث : معالجة ظاهرة التضخم اعتمادا على السياسة النقدية
142	1- تعريف السياسة النقدية
142	2- أهداف السياسة النقدية
143	3- أدوات الرقابة على الائتمان
147	المطلب الرابع: الأدوات المكملة للسياسة النقدية في معالجة ظاهرة التضخم
147	1- السياسة المالية
147	2- تخفيض النفقات العامة
147	3- تخفيض تكاليف الإنتاج
148	المبحث الثاني: فرضية فيشر (Fisher Hypothes) وتطبيقاتها في السوق الأسهم

148	المطلب الأول: فرضية فيشر
148	1- معادلة فيشر
149	2- البناء النظري للفرضية
149	المطلب الثاني: استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة ضد التضخم
149	1- التضخم وأسعار الأسهم
151	2- الأسهم والتحوط ضد مخاطر التضخم
152	المطلب الثالث: دراسة مايكل فيرث (Michael Firth)
153	المطلب الرابع: دراسات أخرى
153	1- دراسة فيليب كاغان (Phillip Cagan)
154	2- دراسة رايلي جونسن وسميث (Reilly, Johnson and Smith)
154	المبحث الثالث: فرضية فاما والدراسات التجريبية في إطارها
155	المطلب الأول: البناء النظري لفرضية فاما
155	1- العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم
155	2- فرضية فاما (Fama hypothes)
156	المطلب الثاني: دراسة جيفري وماندلكر (Jeffrey et Mandelker.)
157	1- العلاقة بين التضخم المتوقع وعوائد الأسهم
157	2- أثر فيشر المعمم
158	المطلب الثالث : دراسات أخرى في إطار فرضية فيشر
158	1- دراسة شارلز نيلسون (Charles R.Nelson)
158	2- دراسة ويليام شويرت (G.William Schwert)
158	3- دراسة والروس وبرغلند (Wahlraos & Berglund)
159	4- مساهمة بيرلي وسبرينكل (Berly W. Sprinkel)
159	المطلب الرابع: دور السياسة الضريبية في التأثير على فعالية الأسهم كوسيلة تحوط
	تجاه التضخم
159	1- دراسة نيكولس 1968 (Nicholes)
161	خلاصة
162	الفصل الخامس: دراسة تطبيقية للعلاقة بين عوائد الأسهم
	ومعدلات التضخم
163	تمهيد

164	المبحث الأول: متغيرات الدراسة
164	المطلب الأول : الاقتصاد الأردني
165	المطلب الثاني: التضخم في الأردن
167	المطلب الثالث: بورصة عمان
167	1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الأردنية
167	2- نشأة بورصة عمان
169	المطلب الرابع: هيكل بورصة عمان
169	1- أقسام السوق الثانوي
170	2- عضوية البورصة
170	المبحث الثاني: الارتباط بين العائد التاريخي ومعدلات التضخم في الأردن
171	المطلب الأول: قياس العائد التاريخي
171	1- مجتمع الدراسة
172	2- قياس العائد التاريخي
185	المطلب الثاني: حساب متوسط العائد لكل قطاع
185	المطلب الثالث: إعداد السلاسل الزمنية للشركات محل الدراسة للفترة 1996-2006
188	المطلب الرابع: قياس الارتباط بين معدلات التضخم ومتوسط عوائد أسهم كل قطاع
188	1- شكل الانتشار
192	2- معامل الارتباط لبيرسون
192	3-تعليقات ونتائج
194	خلاصة
195	الخاتمة
199	قائمة المراجع
203	الملاحق
	الملخصات

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	فهرس الجداول
12	مزايا وعيوب الأسهم لحاملها	(1-1)
53	تصنيف لأسهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات التوزيع	(1-2)
90	بعض المتغيرات الكلية وأثرها على سوق الأسهم	(1-3)
95	حساسية بعض الصناعات تجاه بعض التغيرات الاقتصادية	(2-3)
107	الميزانية المالية	(3-3)
109	حركة أسعار أسهم شركة الحديد والصلب للسوقية والدفترية	(3-3)
129	أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	(4-3)
166	معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1993-2007	(1-5)
168	تطور سوق عمان للأوراق المالية	(2-5)
171	الشركات المدرجة في السوق الثاني خلال الفترة 1996-2006	(3-5)
173	حساب العائد لشركات قطاع التأمين	(4-5)
177	حساب العائد لشركات قطاع الصناعة	(5-5)
181	حساب العائد لشركات قطاع الخدمات	(6-5)
185	متوسط العائد التاريخي لكل من قطاع التأمين، الصناعة، الخدمات	(7-5)
186	السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع التأمين ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006	(8-5)
187	السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع الصناعة ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006	(9-5)
187	السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع الخدمات ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006	(10-5)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
36	الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفاء وغير الكفاء	(1-1)
38	انتشار التغيرات المتتالية لسعر ورقة مالية	(2-1)
39	قواعد التحليل الفني	(3-1)
40	توقيت الدورات	(4-1)
41	تقاطع منحنى سعر الورقة مع منحنى المتوسطات المتحركة	(5-1)
48	العلاقة بين الدخل الاجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية	(1-2)
49	العلاقة بين مؤشرا أسعار الأسهم و مؤشر الانتاجية الصناعية	(2-2)
56	القوى التنافسية الخمسة المحددة لمردودية الشركات التابعة لنفس القطاع أو الصناعة	(3-2)
71	موقع المحافظ التي تشمل الاقتراض الخالي من المخاطرة من محفظة السوق	(4-2)
86	دورة الأعمال	(1-3)
95	تصنيف واختيار الصناعات على أساس الدورة التجارية	(2-3)
99	دورة حياة الصناعة	(3-3)
112	طريقة عمل التحليل الفني	(4-3)
115	رسم بياني يوضح كيفية تغير سعر الورقة المالية	(5-3)
118	مرحلة التراكم	(6-3)
118	مرحلة التوزيع	(7-3)
119	تأكيد الاتجاه العام اعتمادا على الأسعار	(8-3)
120	دورة أسعار الأسهم	(9-3)
125	المستويات المساعدة والمساندة	(10-3)
126	خريطة الاعمدة	(11-3)
127	خريطة النقطة والشكل	(12-3)
138	منحنى بياني يمثل نموذج (IS- LM)	(1-4)
166	تطورات معدلات التضخم في الأردن	(1-5)

الصفحة	العنوان	الشكل
189	شكل انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد على أسهم شركات قطاع التأمين و معدلات التضخم	(2-5)
190	شكل انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد على أسهم شركات قطاع الصناعة و معدلات التضخم	(3-5)
191	شكل انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد على أسهم شركات قطاع الخدمات و معدلات التضخم	(4-5)

مقدمة

شهدت أسواق رأس المال تطورا كبيرا في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء. كما ظهرت أدوات جديدة للتعامل في هذه الأسواق مثل العقود المستقبلية وعقود الخيارات، إضافة إلى الاندماج بين المراكز المالية في مختلف دول العالم، والذي ساعد على هذا التطور الاستخدام المكثف لوسائل الاتصالات الحديثة. وكانت هذه السلسلة في المعاملات سببا في ارتفاع قيمة المحافظ الاستثمارية العالمية في الأسهم -على سبيل المثال- إلى عشرة أضعاف ما كانت عليه خلال أقل من عشرة سنوات، فتجاوزت عشرة تريليون دولار نهاية عقد الثمانينات، كما ارتفعت قيمة إجمالي المعاملات الدولية بالأسهم إلى عشرين ضعفا لتصل إلى واحد ونصف تريليون دولار عام 1993. كما نلاحظ نمو مؤشر "داو جونز" للشركات الصناعية بتسع أضعاف ما كان عليه خلال تسع سنوات للفترة الممتدة من 1990 إلى 1999 أي من 3000 نقطة إلى ما يقارب 27000 نقطة، وقد فاق إجمالي رسملة البورصات العالمية ثلاثون تريليون دولار عام 2005. وعليه فالمستثمر الذي اشترى أسهم مسجلة بمؤشر "داو جونز" يكون قد حقق زيادة سنوية مقدارها ثلاثون بالمائة في المتوسط.

إن كل هذه الإحصاءات تعكس أهمية دراسة أسواق رأس المال، خاصة منها أسواق الأسهم لمعرفة طبيعة حركة الأسعار وتحديد العوامل المؤثرة عليها وصولا إلى فهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد.

وعلى الرغم من العدد الكبير من الدراسات التي قام بها المفكرون، إلا أنه لا يمكن الحديث عن نظرية اقتصادية نهائية تعالج مشكلات سوق الأسهم وتفسر حركة الأسعار فيها. وقد حضي موضوع أسعار الأسهم والعوامل المؤثرة في تقلباتها بالاهتمام الشديد من قبل الدارسين عبر مراحل متعددة من تطور النظرية الاقتصادية، واتسع النقاش والبحث في هذا المجال إلى أن خرج من نطاق البحث الاقتصادي إلى عالم الفلك والتنجيم. ومن الضروري الإشارة إلى أنه يوجد إجماع بين المفكرين الاقتصاديين على وجود نظريتين بارزتين اهتمتا بدراسة حركة أسعار الأسهم وتفسير آلية الارتباط بين الأسعار ومختلف المتغيرات الاقتصادية الأخرى، تعرف النظرية الأولى باسم النظرية التقليدية؛ وهي تعتمد على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم وذلك عن طريق دراسة العوامل التي من شأنها التأثير على أرباح المنشآت و من ثم التأثير على التوزيعات السنوية للأسهم.

تعتمد هذه النظرية على أسلوب التحليل الأساسي الذي يقوم على دراسة وتحليل البيانات الاقتصادية بهدف تحديد ربحية الشركة وحجم المخاطر المرتبطة بنشاطها، وتستعمل هذه المعلومات والبيانات لتحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم. ويتم التحليل الأساسي بثلاث مراحل أو

خطوات، بدءاً بدراسة العوامل الاقتصادية الكلية (مستوى النمو الاقتصادي، العرض النقدي، أسعار الفائدة، معدلات التضخم...) إضافةً إلى كل المؤثرات الكلية السياسية و الاقتصادية داخل وخارج الدولة، أما في المرحلة الثانية، يجب دراسة كل ما يرتبط بالصناعة التي تنتمي إليها المنشأة (دورة حياة الصناعة، الشركات المنافسة، الحصة السوقية....). في حين تُخصص المرحلة الأخيرة لدراسة وضعية الشركة في حد ذاتها عن طريق تحليل القوائم المالية... و يميل الكثير من المحللين إلى الانطلاق في التحليل من الظروف الاقتصادية العامة انتهاءً بدراسة الشركة؛ وفي المقابل هناك مدخل بديل يبدأ فيه التحليل من ظروف المنشأة وصولاً إلى دراسة الظروف الاقتصادية العامة.

أما النظرية الثانية فهي التي تعرف باسم نظرية الثقة واشتقت اسمها من التغيرات الحاصلة على ثقة المستثمرين في أسهم المنشأة، وهو ما يؤدي إلى الإحجام أو الإقبال عن الشراء أو البيع، وهو بدوره ما يؤثر على الاتجاهات العامة للأسعار في السوق المالي. وتعتمد هذه النظرية على معرفة التوقيت الذي يجب أن يقوم فيه المستثمر بعمليات البيع أو الشراء، لذلك فالمحلل الفني على عكس المحلل الأساسي لا يقوم بتجميع البيانات الخاصة بالمنشأة والصناعة والاقتصاد، ولا يهتم بتحليلها من أجل معرفة الربحية المستقبلية للشركة و القيمة الحقيقية للسهم، بل يركز فقط على متابعة حركة أسعار السهم في الماضي بهدف إيجاد نمط لهذه الحركة يمكنه من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار بناءً على الصورة التاريخية للماضي. و من خلال ما سبق نلاحظ بأن المستثمر في إطار التحليل الفني يهتم فقط بالأرباح الرأسمالية الناتجة عن التقلب في أسعار الأسهم، في حين يركز المستثمر في إطار التحليل الأساسي اهتمامه على الأرباح الموزعة إضافةً إلى الأرباح الرأسمالية.

الإشكالية:

وفي إطار هذا العمل نركز بالدراسة على النظرية الأولى أي النظرية التقليدية متبعين منهج الاقتصاد الكلي فالجزئي بهدف تحديد طبيعة العلاقة وآلية التأثير التي تحدثها تغيرات مستويات التضخم على أسعار وعوائد الأسهم. ولقد تم اختيار ظاهرة التضخم لأنها أحد أهم المشكلات التي تعاني منها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في الوقت الراهن؛ غير أن التضخم ليس ظاهرة حديثة النشأة بل أنه يمتد إلى العصور القديمة، إذ عُرفت ظاهرة الارتفاع في الأسعار والتدهور في قيمة العملة في وقت التجاربيين، وارتبطت هذه الظاهرة بكمية المعادن الثمينة المتوفرة في الاقتصاد. وقد أحيط هذا الموضوع بالكثير من الدراسة والبحث بهدف تفسير ظاهرة التضخم والوقوف على أسبابها وطرق معالجتها وتحديد آثارها على القطاعات الاقتصادية المختلفة، ولكن الاهتمام الفعلي بأثر التضخم على أسواق الأسهم بدأ بعد أزمة الكساد الكبرى لعام 1929، حيث قام الاقتصاديان فاما وشويرت (Fama and Shwert) بتعميم فرضية فيشر الخاصة بمعدلات الفائدة على كل الموجودات الاقتصادية المتداولة في البورصة. واعتماداً على نتائج هذه الدراسات سادت الفكرة القائلة بأن العائد الاسمي للسهم يتحرك بنفس اتجاه معدل التضخم، وعليه فالعوائد الحقيقية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم

المتوقع (على الأقل)، فالمستثمر سيعوض الخسارة الناجمة عن فقدان النقود لقيمتها بسبب ارتفاع معدل التضخم عن طريق الزيادة في العوائد الحقيقية لأسهمه. وقد قدم مجموعة من الاقتصاديين أبرزهم ليفلر (Lefler) بعض التفسيرات لهذه الفرضية خاصة في ما يتعلق بأسهم الشركات الصناعية و التجارية؛ غير أن الدراسات التجريبية التي اعتمدت على معادلة فيشر كانت نتائجها مخالفة لهذه الفرضيات، ولم تتمكن من إثبات قدرة الأسهم على الوقاية من انخفاض قيمة العملة. وعلى خلاف ذلك فقد جاءت دراسة فاما عام 1981 لتبين العلاقة العكسية التي تربط مستوى التضخم وعوائد الأسهم وقد أيده في ذلك الكثير من الباحثين، وفي ظل هذه المعطيات و النظريات المتضاربة أصبح من الضروري اختبار العلاقة بين التضخم و عوائد الأسهم، وعليه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية من خلال التساؤلين التاليين:

- هل هناك علاقة بين التضخم وعوائد الأسهم؟ و ما هي طبيعة هذه العلاقة؟
- كيف يؤثر التضخم على حركة عوائد الأسهم في السوق الرأسمالي؟

الفرضيات:

حتى نتسنى لنا الإجابة عن هذه التساؤلات و حصر الإشكالية المطروحة فانه يمكن تقديم الفرضيات التالية:

- 1 تتميز أسواق رأس المال بالكفاءة والكمال، على الأقل بالمعنى الضيق للكفاءة؛
- 2 للتضخم ظاهرة كمية قابلة للقياس والتقييم بالاعتماد على الأرقام القياسية للأسعار؛
- 3 يؤثر التضخم سلبا على عوائد الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة؛
- 4 -يمكن استعمال الأسهم كأداة لتفادي إهلاك قيمة الثروة في حالة التضخم؛
- 5 تخون أسهم الشركات الصناعية و التجارية أكثر قدرة على الحماية من مخاطر التضخم مقارنة بأسهم الشركات الناشطة في قطاعات أخرى.

تحديد إطار الدراسة:

تختلف الأوضاع الاقتصادية من دولة لأخرى وذلك باختلاف الأنظمة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وبالتالي لا يمكن تقديم دراسة واحدة تكون صالحة لكل الدول. لذلك أردنا تطبيق أثر فيشر على سوق مالي عربي وتم اختيار بورصة عمان لكونها من أكثر البورصات العربية كفاءةً وكمالاً، حسب تقرير اتحاد البورصات العربية الصادر في مارس 2006، فكانت موضوع دراسة الحالة. أما فيما يخص الإطار الزمني فقد امتدت الدراسة لتشمل الفترة 1996-2006 أي إحدى عشرة سنة وهي بذلك تشمل السنوات التي ارتفع فيها معدل التضخم إلى أعلى مستوياته والسنوات التي عرف فيها معدل التضخم بعض الاستقرار.

أهداف الدراسة:

يسعى هذا العمل إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- 1- الاهتمام بآثار المتغيرات الكلية خاصة التضخم على أسواق الأوراق المالية؛
- 2- تسليط الضوء على الآثار المتبادلة بين السوقيين النقدي والرأسمالي، عن طريق دراسة ظاهرة نقدية وانعكاساتها على أسعار الأسهم؛
- 3- على الرغم من أن تأثير التضخم على اقتصاديات الدول النامية أكثر خطورة، إلا أنها تأخرت كثيرا في الاهتمام بهذا الموضوع على عكس الدول المتقدمة حيث أن الباحثين بدعوا بدراسة هذه الآثار مباشرة بعد أزمة 1929؛
- 4- إعطاء صبغة إحصائية لهذه العلاقة عن طريق وضع صيغة لدراسة الارتباط بين المتغيرين وتحديد اتجاه العلاقة.

أهمية الدراسة:

للموضوع الذي تتم معالجته من خلال هذا العمل أهمية خاصة تتمثل في:

- 1- للجمع بين السوقيين النقدي والرأسمالي بالدراسة والتحليل؛
- 2- تسليط الضوء على إستراتيجية من إستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية في حالة التضخم؛
- 3- للدول العربية من أكثر الدول تعرضا لظاهرة التضخم لذلك من الضروري دراسة وتحليل استجابة أسواقها المالية لهذه الظاهرة.

مبررات اختيار الموضوع:

لم يكن اختيار الموضوع بمحض الصدفة بل كان نتيجة عدة اعتبارات منها الموضوعية والذاتية، أما الموضوعية فيمكن حصرها في النقاط التالية:

- 1- أهمية الموضوع من الجانب الكلي والنقدي والرأسمالي؛
- 2- افتقار الجامعات والمكتبات العربية إلى هذا النوع من الأبحاث، على الرغم من الحاجة الماسة لها.

أما الذاتية فهي:

- 1- للميل الشخصي للمواضيع ذات الصلة بالأسواق المالية بشقيها النقدي والرأس المالي؛
- 2- إمكانية مواصلة البحث في العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية.

المنهج المعتمد:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي عند التعرض بالدراسة للأسواق الرأسمالية والأوراق المتداولة بها، إضافة إلى مبادئ و إستراتيجيات الاستثمار في الأسهم، التحليل الفني و التحليل الأساسي و تحليل ظاهرة التضخم. أما المنهج الإحصائي الرياضي فتم اعتماده عند دراسة العلاقة بين المتغيرين التضخم وأسعار الأسهم ووضع صيغة رياضية تساعد على فهم طبيعة هذه العلاقة واتجاهها.

معوقات الدراسة:

إن أهم المشكلات التي تعرضت انجاز هذا العمل هي إحدى خصائص بورصة عمان و المتمثلة في نقل إدراج الشركات المسعرة في البورصة من و إلى السوق الأول، و قد شمل هذا العمل الشركات المدرجة ضمن هذا السوق، غير أن هذه الشركات كانت تنتقل إلى السوق الثاني إذا افتقدت احد شروط إدراجها في السوق الأول فتغيب بذلك المعلومات المتعلقة بتسعير أسهمها طيلة فترة بقائها بهذا السوق. فأصبح من الضروري تتبع الشركات التي بقيت مدرجة في السوق الأول طيلة فترة الدراسة، و من أمثلة ذلك غياب قطاع البنوك عن السوق الأول خلال الفترة 1996 - 2006.

تقسيم الموضوع:

لدراسة الموضوع والإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية قسم العمل إلى خمسة فصول، الفصول الأربعة الأولى تعرضت بالتحليل والدراسة للجانب النظري أما الفصل الخامس فيتعرض لدراسة الحالة وذلك كما يلي:

تناول الفصل الأول الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مستعرضا كل أنواع الأوراق المالية من أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات، وأوراق مالية حكومية من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني فقد تعرض لأسواق رأس المال ونشأتها، تعريفها، وظائفها وأهميتها وأخيرا هيكل أسواق الأوراق المالية. في حين خصص المبحث الثالث لدراسة الكفاءة في أسواق الأوراق المالية وتعرض لتعريف الكفاءة وكيفية تحققها، الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وأخيرا عرضت مختلف صيغ الكفاءة من قوية، متوسطة القوة و ضعيفة، وكان الهدف من هذا الفصل تقديم مختلف أنواع الأوراق المالية وتحليل البورصات ودراسة كفاءتها، كتمهيد لدراسة أساليب الاستثمار في الأسهم.

خصص الفصل الثاني لعرض مبادئ و استراتيجيات الاستثمار في الأسهم، حيث تناول المبحث الأول مؤشرات بورصات الأوراق المالية من خلال عرض تعريفها،علاقتها بالحالة الاقتصادية ثم الاستخدامات الأساسية لها و طرق بناؤها، و أخيرا تناول أهم المؤشرات في البورصات العالمية. وتعرض المبحث الثاني إلى مقومات الاستثمار في الأسهم، محددات القيمة السوقية و العوامل المؤثرة فيها، ثم تقدير قيمة الأسهم مع عرض لمجموعة من النماذج المستخدمة في التقييم، إضافة إلى تحليل عائد

و مخاطر الاستثمار في الأسهم و عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. أما المبحث الثالث خصص لاستراتيجيات الاستثمار في الأسهم حيث تناول الاستراتيجيات التي تعترف بفرض كفاءة السوق الرأس مالي و الاستراتيجيات الراضة لهذا المبدأ، إضافة إلى استراتيجيات السمات المتعددة و السمة الواحدة.

أما الفصل الثالث تعرض من خلال المبحث الأول للتحليل الأساسي اعتماداً على مدخل التحليل الكلي فالجزئي، بدءاً من تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة و وضعية الشركة إضافة إلى دراسة مركزها المالي. في حين خصص المبحث الثاني للتحليل الفني حيث تعرض للبناء النظري لهذا الأسلوب، المبادئ و توقيت الدورات، ثم نظرية داو (Dow theory) و أدوات التحليل المختلفة المستعملة للاستثمار في الأسهم من خلال هذا المدخل، وأخيراً تمت مقارنة المدخلين.

في حين خصص الفصل الرابع لدراسة ظاهرة التضخم وعلاقتها بعوائد الأسهم، حيث جاء المبحث الأول للتعريف بالتضخم وعرض النظريات النقدية التي خصت الظاهرة بالدراسة إضافة إلى أنواعه، أسبابه، آثاره وأساليب معالجته، أما فرضية فيشر وإمكانية استخدام الأسهم للتحوط ضد مخاطر التضخم والدراسات التي تمت في هذه الصدد تم عرضها في المبحث الثاني، في حين خصص المبحث الثالث لعرض فرضية فاما وتحليل الدراسات التجريبية التي تمت في إطارها، بالإضافة إلى دراسة نيكولس (Nicholes) التي تعرضت لأثر السياسة الضريبية على طبيعة العلاقة بين عوائد الأسهم و معدلات التضخم.

أما الفصل الخامس الذي خصص للدراسة التطبيقية فهو يسلط الضوء على العلاقة بين عوائد الأسهم و معدلات التضخم في بورصة عمان بالأردن خلال الفترة 1996-2006. وجاء المبحث الأول لتقديم وعرض طبيعة الاقتصاد الأردني ومعدلات التضخم السائدة به إضافة إلى التعريف ببورصة عمان، هيكلها و تقسيماتها. في حين يتعرض المبحث الثاني لدراسة تطبيقية للارتباط بين معدلات التضخم و عوائد الأسهم لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1996-2006.

تمهيد

يعتبر رأس المال المحرك الأساسي لعجلة الإنتاج، فهو الركيزة الأساسية للاستثمار، لذلك تهتم كل دول العالم على اختلاف درجة تقدمها بإقامة نظام مالي قوي ومتكامل يمكن وحدات العجز المالي من الحصول على التمويل اللازم والمناسب لاحتياجاتها من جهة، ومن جهة أخرى تتيح لأصحاب الفائض المالي الفرصة لاستثمار مدخراتهم. والسوق المالي بشقيه النقدي والرأسمالي يمكن من التقاء طرفي هذه العلاقة، فهو تلك الميكانزمات التي يلتقي من خلالها أصحاب العجز بأصحاب الفائض المالي بهدف تلبية حاجاتهم على أساس مجموعة من القواعد والشروط الملزمة للطرفين، وذلك من أجل توفير أكبر قدر من الضمان والأمان والفعالية. ويخصص هذا الفصل لدراسة الأوراق المالية بمختلف أنواعها وتحليل البورصات ومتطلبات كفاءتها حسب الخطوات التالية:

المبحث الأول: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛

المبحث الثاني: أسواق رأس المال، أنواعها وهيكلها؛

المبحث الثالث: كفاءة أسواق رأس المال وأشكالها.

المبحث الأول: الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال و من هنا تبرز أهمية دراستها باعتبارها تجمع بين طرفين:

جهة الإصدار (الشركات، الهيئات، الحكومات) التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها، أما الطرف الثاني فهو المستثمر الذي يريد توظيف مدخراته و الحصول على عوائد من حيازته للأوراق المالية. إذن فالورقة المالية تثبت حقا قانونيا لحاملها في أصل رأس مالي نقدي أو عيني تجاه الجهة المصدرة لها.

يمكن تصنيف الأوراق المالية على أساس معايير مختلفة، تمكن المهتم من التعرف على الخصائص المميزة لكل نوع منها و من أبرز معايير تصنيف الأوراق المالية:

- (1) **معيار طبيعة الحق:** على أساس هذا المعيار يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى أوراق تكفل لصاحبها الحق في أصل (عيني أو رأسمالي)، فضلا عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط، فهي أوراق ملكية، أما النوع الثاني فهي الأوراق التي تعتبر صك دين تمكن صاحبها من استرداد ماله مع الدخل المنفق عليه وفي تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق).
- (2) **معيار جهة الإصدار:** إذ تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل منشأة أعمال (عامة أو خاصة) كالأسهم العادية أو من قبل الحكومة (البنك المركزي، الخزانة، الحكومة المركزية أو الحكومات المحلية)... ويمكن هذا التصنيف من التعرف على درجة الضمان والمخاطر والعائد حسب جهة الإصدار [الداغر، 2005، ص.86-87].
- (3) **معيار السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية :** حيث نجد أن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين، أسواق حاضرة أو فورية تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق [هندي، (A)، 1999، ص. 5].
- (4) **معيار الزمن:** تصنف الأوراق المالية على أساس تواريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل متوسطة الأجل ثم طويلة الأجل، وأخيراً أوراق مالية دائمة طالما الشركة مستمرة في النشاط.
- (5) **معيار التمويل المباشر وغير المباشر:** يقوم هذا التصنيف على أساس أسلوب التمويل، فإذا أصدرت الشركة التي تحتاج إلى أموال أوراق مالية يكون التمويل مباشر، أما إذا كلفت الشركة التي تحتاج إلى التمويل جهة أخرى (وسيط مالي) للقيام بهذه المهمة فالتمويل غير مباشر.
- (6) **معيار التداول:** على أساس هذا المعيار يمكن التفرقة بين أوراق مالية قابلة للتداول وتشكل معظم الأوراق المالية في الاقتصاديات المعاصرة وأوراق غير قابلة للتداول إما بسبب احتكارها من قبل

جهة عامة (مثل السندات الادخارية Saving Bonds) في الولايات المتحدة [الداغر، 2005، ص. 87].

(7) **معيار السوق:** يتكون السوق المالي من شطرين، سوق نقدي يتميز بالسيولة العالية والأجل القصير والمخاطر والعوائد المنخفضة، والأوراق المتداولة في هذا السوق تكون قصيرة الأجل، مثل أدونات الخزينة سندات القرض قصيرة الأجل. أما الشطر الثاني وهو سوق رأس المال تتميز الأوراق المالية المتداولة فيه بأجال متوسطة وطويلة، وارتفاع درجة المخاطرة ومعدلات العائد، هذا من جهة، من جهة أخرى تقسم أسواق الأوراق المالية إلى أسواق منظمة وغير منظمة، حيث الأسواق المنظمة لا تسمح إلا بتداول الأوراق المالية المسجلة بها (Listed) بمعنى التي تتوفر على الشروط القانونية، في حين تسمح الأسواق غير المنظمة التداول في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة وغيرها.

(8) **معيار الاشتقاق:** تكون الأوراق المالية أصلية إذا ما كان تداولها يتم على أساس قيمتها الاسمية وتكون أوراق مالية مشتقة إذا كان تداولها يتم اعتماداً على قيمة أوراق أصلية تم اشتقاقها. وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من تعدد معايير التصنيف إلا أنه لا يوجد فصل تام بين كل الأنواع السابقة، حيث نجد ورقة مالية واحدة تدرج تحت أكثر من معيار من معايير التصنيف.

المطلب الأول: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية انتشاراً فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال في السندات مثلاً، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها.

1- مفاهيم أساسية

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها، ومن أهم الأوراق المصدرة نجد الأسهم العادية؛ و على الرغم من ذلك فإن إصدارها لا يعتبر عملية روتينية تتم باستمرار بل أنها عملية قليلة الحدوث خلال مدة حياة الشركة.

1 ± **تعريف السهم:** يمثل السهم الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة، كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق [جودة، 2000، ص. 156]. كما تعرف الأسهم على أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضاً أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم فالشركات المساهمة تعتمد اعتماداً يكاد يكون تاماً على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين [حنفي، قرياقص، 2000، ص. 496]. و بذلك فالأسهم العادية تضمن للشركات التمويل، وتضمن لصاحب الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم.

1-2- قيم الأسهم

يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم الواحد كما توضحه النقاط التالية:

أ- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما ينص عليها في العقد التأسيسي للشركة، و يحسب رأس المال الاسمي أو المصرح به وأيضا رأس المال المصدر وفقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم، وتصدر الأسهم بقيمتها الاسمية ولا يجوز إصدارها بقيمة أقل:

- سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها؛
- يمكن إصدار الأسهم بقيمة أكبر من القيمة الاسمية وهي ما تعرف بعلاوة الإصدار وتحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات [جودة، 2000، ص. 157-158].

ب- **القيمة الدفترية:** تتمثل في حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة [هندي، (A)، 1999، ص.7]. قد تتساوي القيمة الدفترية مع القيمة الاسمية عند بداية النشاط، و تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطيات وتكون أقل في حالة تحقيق خسائر، وتحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة [جودة، 2000، ص. 158].

ج- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في البورصة وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، وتحدد هذه القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة (المركز المالي، أداء الشركة، الظروف الاقتصادية والسياسية...) إضافة إلى التوزيعات السنوية، وتتأثر هذه القيمة بالعرض والطلب على الأسهم [قرياقص، 1999، ص.20-21]. لذلك فالقيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خاصة إذا كانت البورصة غير كفئة.

د- **القيمة التصفوية:** تتمثل القيمة التصفوية للسهم في حصة السهم من القيمة التصفوية لكل موجودات الشركة، وهذا بعد تسديد الالتزامات، وحقوق الدائنين (قروض، سندات)، وحملة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

2- تصنيف الأسهم (أنواع الأسهم)

يمكن أن تصنف الأسهم على أساس عدة معايير إلى الأصناف الآتية:

1-2- معيار طريقة التداول: يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم وهي:

1-1-2- **الأسهم الاسمية:** وهذا يعني أن السهم يصدر باسم شريك أو مساهم معروف ويحمل اسمه، و الأصل أن تصدر الأسهم اسمية بمعنى قيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد [حماد، 2000، ص.20].

2-1-2- **الأسهم لحاملها:** تكون هذه الأسهم شبيهة بالنقود لا تحمل اسم مالكيها وبذلك تكون حيازة السهم كافية لامتلاكه وتنتقل الملكية من شخص إلى آخر بالمناولة، كما يكون لحاملي هذه الأسهم الحق

في التصويت في الجمعيات العامة للشركة ولهم حق مناقشة تقرير مجلس الإدارة والميزانية وحساب الأرباح والخسائر. ويمكن توضيح مزايا وعيوب الاسم لحاملها من خلال الجدول (1-1)

الجدول (1-1)

مزايا وعيوب الأسهم لحاملها

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> - سهولة التداول بالنسبة للمستثمر والشركة المصدرة لها؛ - مشاركة حملة الأسهم لحاملها في اتخاذ القرارات بسبب قدرتهم على التصويت. 	<ul style="list-style-type: none"> - تساعد على التهرب الضريبي، لسهولة استبعادها من تصريح الثروة؛ - عدم القدرة على استخراج بديل لها في حالة الضياع.

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات مستقاة من [حماد، 2000، ص. 22]

2-1-3- أسهم ذاتية: تصدر لإذن شخص معين أول مرة ويتم تداولها بالتظهير ويشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل [مجيد، 2003، ص. 39].

2-2-2- معيار الحقوق: على أساس معيار الحقوق المكفولة يمكن تصنيف الأسهم إلى :

2-2-1- الأسهم العادية: الأصل أن تكون الأسهم عادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر في حالة فشل المنشأة.

2-2-2- الأسهم الممتازة : وهي عبارة عن أسهم مزودة بمجموعة من الامتيازات في الأرباح والقيمة التصفية، وهذا ما يجعلها تجمع بين صفات السهم العادي وصفات السند فيقال أنها هجين، وتنقسم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع تعرض بالتفصيل في المطلب الثاني من هذا المبحث.

2-3- تصنيف الأسهم على أساس طبيعة المقابل: يمكن للمستثمر أن يحصل على أسهم مقابل نفود جاهزة يقدمها للشركة أو حصص عينية أو عن طريق تحويل ما يملكه المكتتب من سندات أو صكوك التمويل إلى أسهم وذلك بحسب شروط إصدار تلك السندات أو هذه الصكوك [حماد، 2000، ص. 23] أو أيضا تحويل حصص من الأرباح المستحقة من هذه الأسهم إلى أسهم جديدة.

3- حقوق حملة الأسهم العادية: يحصل حامل السهم العادي على مجموعة من الحقوق كفلها القانون لحماية المساهمين من أهمها:

1- الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع، وذلك لأنه لا يحق للمساهم العودة إلى الشركة المصدرة للسهم والمطالبة باسترجاع قيمته، فالسبيل الوحيد هو عرضه في سوق رأس المال للبيع؛

- 2 - حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم (الدائنون وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة)، غير أن حصول حملة الأسهم العادية على عوائد لا يرتبط فقط بوجود الأرباح وإنما باتخاذ إدارة الشركة القرار بتوزيعها على المساهمين؛
- 3 - يحق للمساهمين باعتبارهم شركاء الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة، لذلك فشركات المساهمة ملزمة بنشر المعلومات الأساسية المرتبطة بنشاطها من موازنات وتقارير عدة مرات خلال السنة إضافة إلى القوائم الختامية في نهاية السنة؛
- 4 - يحق لحملة الأسهم العادية حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وأي وقائع أخرى [حماد، 2000، ص. 22]؛
- 5 - يحق للمساهمين التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكونها، أي من حق المساهم المشاركة في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في انتخابات مجلس الإدارة وتعديل النظام الأساسي أو تعديل رأس المال [مجيد، 2003، ص. 39 - 40]؛
- 6 - حق الترشح لمجلس الإدارة، وفقا لشروط القانون الأساسي للشركة؛
- 7 - للمساهمين الحق في الحصول على القيمة التصفوية عند تصفية الشركة، وذلك في المرتبة الثالثة بعد الدائنين الآخرين وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة، لذلك فالقيمة التصفوية للأسهم العادية غير محددة حيث يقسم الباقي من التصفية بعد خصم الحقوق الأخرى على عدد الأسهم العادية ويقدم الناتج (إن وجد) إلى حملة الأسهم العادية؛
- 8 - لحملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها:
- المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة وأيضا الاحتياطيّات في حال بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية؛
 - المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفأت المكتبيين [عطون، 2003، ص. 84]؛
 - توفر بعض الشركات لمساهميها بعض الميزات من أهمها الحصول على التوزيعات في صورة أسهم، حيث تقدم الشركة للمساهمين عددا من الأسهم بدلا من إعطائهم توزيعات نقدية ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة [هندي، (B)، 1999، ص. 345]؛
 - تجزئة الأسهم أو اشتقاقها: يقصد بتجزئة السهم تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنسبة معينة وإصدار أسهم جديدة بنفس النسبة، ويترتب عن هذه العملية انخفاض القيمة السوقية بنفس النسبة [حماد، 2000، ص. 28]، وتهدف هذه السياسة في النهاية إلى تخفيض سعر السهم في السوق مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليه وهو ما يؤثر إيجابيا على مستوى سيولته.

4- اتجاهات حديثة في الأسهم العادية :

لقد لجأت بعض الشركات إلى تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية وذلك بإضافة بعض الخصائص بهدف زيادة جاذبية الأسهم التي تصدرها أو للاستفادة من ميزات يضمنها قانون بعض الدول، وبذلك ظهرت خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي الأنواع التالية:

4-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : من المعروف أن للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حملتها على توزيعات كلما تحققت أرباح للشركة ككل وتقرر توزيعها، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، حيث أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها (E class) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى عرفت بـ (H class)، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات [Chen & Kiesinger 1998] نقلا عن [هندي، (A)، 1999، ص. 11-12] و بذلك يكون أداء السهم العادي للقسم الإنتاجي مرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم وتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل السهم تحسب على أساس الأرباح التي يحققها القسم.

4-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : إن العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في شكل توزيعات لا يعتبر بالنسبة للشركة من بين المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة، وهي بذلك لا تعامل معاملة الفوائد المستحقة على السندات التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضرائب، وبالتالي تمكن الشركة من تحقيق وفورات ضريبية ولكن لتشجيع الشركات على تمليك حصص مناسبة للعاملين فيها لجأت بعض الحكومات لإصدار تشريع تمنح من خلاله الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملكة للعاملين قبل حساب الضريبة [الداغر، 2005، ص. 99]، كما نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا للعاملين من أجل تمويل شراء هذه الأسهم من دفع الضريبة على نسبة من الفوائد التي تحصل عليها تصل إلى 50 %.

4-3- الأسهم العادية المضمونة : من المعروف بأن حامل السهم العادي لا يحق له العودة إلى الشركة المصدرة للسهم لمطالبتها باسترجاع قيمة السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، ولكن رغبة الشركات المصدرة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية ولتسهيل عملية تسويقها، جعلتها تصدر نوعا من الأسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين (مضمون من طرف الشركة)، وذلك خلال مدة محدودة بعد الإصدار. لذلك فالأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباحا رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض، حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض [الداغر، 2005، ص. 100]. و بذلك تضمن الشركة المصدرة التصريف الكامل لإصدارها بسبب تمتعه بميزة التعويض، كما يضمن المستثمر التحكم بحجم الخسائر المحتملة، (في حالة ما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض).

المطلب الثاني: الأسهم الممتازة

وهي أحد أنواع الأسهم، سميت بالممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من الامتيازات في ما يخص الأولوية في الحصول على توزيعات، الأرباح غير الموزعة وناتج التصفية.

1- تعريف الأسهم الممتازة:

يمكن للشركات أن تقرر بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم، وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، وبذلك تشبه الأسهم الممتازة العادية في أن كليهما يمثل سند الملكية وأيضاً في أنها لا تحصل على أرباح إلا إذا تحققت و تقرر توزيعها، غير أنها تختلف عنها في هذا الصدد لأن التوزيعات تكون محددة بمقدار معين [حنفي، قرياقص، 2000، ص. 499]. و الامتياز هنا يعني أولوية حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة معينة من الأرباح من قيمة أسهمهم قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية. أما الامتياز في التصويت يعني حصول حملة الأسهم الممتازة على زيادة في عدد الأصوات في الجمعية العمومية في حالة منح حملة هذه الأسهم الحق في التصويت، في حين يعني الامتياز في ناتج التصفية الأسبقية في الحصول عليه قبل حملة الأسهم العادية. تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد، و هي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم [حنفي، 2003، ص. 37]، فقد تلجأ بعض الشركات عند إصدار الأسهم الممتازة إلى النص على قدرتها على استرجاعها أو استدعائها خلال فترة محددة، وتسمى هذه العملية بإعادة شراء الأسهم من حاملها بمبالغ تفوق القيمة الاسمية لها، أما الشركة فتمكنها هذه الطريقة من تغيير أسلوب التمويل من حقوق ملكية (أسهم ممتازة) إلى ديون (سندات). و تزداد أهمية هذا الأسلوب عندما تنخفض معدلات الفائدة السائدة في السوق، وعندها تتمكن الشركة من الاستفادة من انخفاض تكلفة الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض اعتماداً على استدعاء الأسهم الممتازة.

2- مميزات و عيوب الأسهم الممتازة

تقوم الشركات باستعمال الأسهم الممتازة كأسلوب للتمويل لأنها توفر لها المزايا التالية:

- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمنشأة [هندي، (A)، 1999، ص. 27].
- تنص معظم المنشآت المصدرة للأسهم الممتازة على شرط الاستدعاء وذلك في الحالات التالية:

- توفر مصادر تمويلية أقل تكلفة من الأسهم الممتازة؛

- توفر السيولة لدى المنشأة المصدرة، لهذا فإن استعمال تلك السيولة في سداد الأسهم

الممتازة بدلاً من بقائها مجمدة يمكن أن يساهم في ارتفاع معدلات الأرباح لدى الشركة

[عطون، 2003، ص. 88].

■ تمكن الأسهم الممتازة المنشأة المصدرة لها من الاستفادة من مزايا السندات والأسهم معا، حيث لا تكون المنشأة ملزمة على دفع الأرباح في شكل توزيعات سنويا (وهي بذلك تشبه الأسهم العادية كما تضمن عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في الإدارة).

وعلى الرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا الأسلوب في التمويل لا يخلو من العيوب أهمها؛ التكلفة المرتفعة التي تتحملها الشركات المصدرة للأسهم الممتازة وذلك لأن توزيعاتها لا تحقق وفرات ضريبية للشركة كما هو الحال بالنسبة للفوائد المدفوعة على السندات، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد [هندي، (A)، 1999، ص. 23].

3- أنواع الأسهم الممتازة

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة اعتمادا على عدة معايير إلى الأنواع الآتية:

3-1- أسهم مجمعة للأرباح وأسهم غير مجمعة للأرباح : تكون الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح إذا كانت عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم في الحصول على التوزيعات لهذه السنة، وذلك لأنها تُرحل إلى السنة الموالية وتُجمع مع الأرباح المستحقة لهذه السنة وهو عكس الحال في الأسهم غير مجمعة للأرباح حيث عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات في سنة ما يسقط حق المساهمين في مطالبة الشركة بها في السنوات الموالية.

3-2- الأسهم القابلة للتحويل و غير القابلة للتحويل: قد تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى كالأسهم العادية مثلا، وتكون طريقة وأساس التحويل موضح في نشرة الإصدار، وتكون غير قابلة للتحويل عندما لا يتم النص على هذا الشرط عند إصدارها، وبذلك تبقى الأسهم الممتازة على هذا الشكل.

3-3- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح : بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح على المعدل السنوي المقرر يحق لهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال [عطون، 2003، ص. 87]، و في المقابل أصحاب الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح لا يحصلون إلا على توزيعاتهم السنوية الثابتة بغض النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة.

3-4- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء: يعني أن تكون الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء أن تقوم الشركة المصدرة لها بوضع جدول زمني يوضح تواريخ استحقاق الأسهم بدقة في نشرة الإصدار، وتكون بذلك هذه الأسهم شبيهة بالقرض، وعند حلول تاريخ استحقاق هذه الأسهم تقوم الشركة باستدعاءها أو شراءها من حملتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية، و يسمى الفرق بين قيمة الاستدعاء و القيمة الاسمية بعلاوة الاستدعاء، كما تقوم بدفع الأرباح المستحقة عن السنوات التي لم تقرر فيها إجراء توزيعات فهذه الأسهم عادة ما تكون مجمعة للأرباح.

4- اتجاهات حديثة في الأسهم الممتازة

كغيرها من الأوراق المالية عرفت الأسهم تحسينات وتحديثات أظهرت إلى الوجود مجموعة من الأصناف تدخل كلها تحت إطار الأسهم الممتازة غير أنها تختلف عنها بخصائص محددة ومنها :

4-1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: عادة ما تكون التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة ثابتة، حيث تحدد بنسبة من القيمة الاسمية للسهم، وفي عام 1982 ظهرت فكرة ربط توزيعات الأسهم بالعائد على نوع من أنواع السندات الحكومية، حيث يتم تحويل نسبة التوزيعات لهذه الأسهم على أساس التغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة لهذه السندات، ويقلل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر.

4-2- الأسهم التي تمنح لحاملها الحق في التصويت: الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.

المطلب الثالث : السندات

لكي تلبية الشركات حاجتها من الأموال طويلة الأجل تلجأ للمصادر الآتية:

1 - الاقتراض من البنوك والتي تفرض على الشركات التي تطلب قروض طويلة الأجل الكثير من القيود والشروط تفاديا للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك. كما أن البنوك يمكن أن ترفض إقراضها إذا أظهرت التحليلات والدراسات المالية على ميزانية الشركة قدرة ضعيفة على الوفاء (نسبة المديونية)، لأن من أهم قواعد الاحتياط التي يعتمد عليها البنك قبل تقديم قرض أن يتأكد من أن الأموال الخاصة للزبون مساوية على الأقل لديونه [Hutin, 2000, P. 649].

2 -فتح رأس مالها للاكتتاب العام بطرح أسهم جديدة، لكن هذه العملية قد تكون صعبة إذا كان للشركة أسهم قديمة في التداول أو كانت معدلات الأرباح الحالية ضعيفة. كما أن هذه الشركات نفسها لا تريد اللجوء لهذا المصدر بهدف تجنب إدخال مساهمين جدد يشاركون المساهمين القدامى في اتخاذ القرارات والأرباح.

3 -إصدار السندات، وهذا يعني أن تقسم الشركة المبالغ التي تريد اقتراضها إلى أجزاء متساوية القيمة وتكون هذه الأجزاء بمبالغ منخفضة حتى تلقى اهتمام أكبر عدد من المكتتبين، وتضمن الشركة المقترضة وصول السندات إليهم عن طريق وسطاء كالبنوك أو شركات البورصة [Hutin, 2000, P. 657].

1- تعريف السندات:

السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات الشركات المساهمة، ويعتبر حامل السند مقرضاً، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل

استثمار أمواله في شكل سندات. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق للأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول [الداغر، 2005، ص. 103] و يحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة ومبينة على هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق.

2- خصائص السندات

ومن أهم خصائص السندات:

1- يمثل سند القرض دين أو التزام على الجهة التي أصدرته وبالتالي فإن حاملي السندات هم في الحقيقة دائنون من وجهة نظر الجهة المصدرة [عطون، 2003، ص. 66]؛

2- يحصل حامل السند على عائد مكون من:

– معدل الفائدة المحدد دورياً (سنوي، نصف سنوي، أو فصلي) اعتماداً على القيمة الاسمية للسند [الداغر، 2005، ص. 103]؛

– العائد الرأسمالي الناتج عن الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع.

3- يحصل أصحاب السندات على الفوائد في جميع الأحوال بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحاً أم لا ومهما كان حجم الأرباح المحققة؛

4- هناك انقطاع ما بين الدائن (مالك السند) ونشاط المدين (المصدر) بالإضافة إلى أن الدائن لا يمكنه التدخل في قرارات المدين، إلا في حالات الإفلاس (أو عدم الدفع) للمطالبة بحقوقه عن طريق طرف ثالث قد يكون بنكا تجارياً يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين (Trustee) يوكل إليه بتلك المهمة [Radcliffe, 1982, P. 31] نقلاً عن [هندي، (A)، 1999، ص. 29]؛

5- تحمل السندات تاريخ استحقاق محدد يجب على الشركة المصدرة أن تستهلكها أو تسددها خلاله؛

6- يحصل أصحاب السندات على كامل حقوقهم في حالة تصفية الشركة قبل أصحاب الأسهم وذلك باعتبارهم دائنين لها؛

7- إن اعتبار حملة السندات دائنين للشركة يمنحهم الحق في ضمان عام على كل موجودات الشركة أو جزء منها؛

8- تعتبر الفوائد التي تدفعها الشركة لأصحاب السندات جزءاً من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة، لذلك فالشركات المصدرة للسندات تحقق وفورات ضريبية.

3- أنواع السندات

تقسم السندات إلى عدة أنواع بناء على معايير عدة أهمها:

3-1- على أساس نوع الضمان

عادةً ما تقوم الشركات بإصدار سندات مضمونة، و هنا نفرق بين نوعين أساسيين هما:

– سندات مضمونة بأصول (كالأراضي، المباني...) و في حالة تصفية الشركة أو عدم وفائها بالتزاماتها يحق لحملة السندات التصرف بالأصول من أجل استيفاء حقوقهم. وهي طريقة تلجأ إليها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال عن طريق تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض [قرياقص، 1999، ص. 30].

– سندات غير مضمونة بأصول معينة، والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي [عطون، 2003، ص. 69].

3-2- على أساس إمكانية التداول:

حسب هذا المعيار نميز بين السندات القابلة للتداول و السندات غير القابلة للتداول:

– يكون السند لحامله وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء، وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المتخصص أي الأمين بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة وتعرف هذه السندات بسندات الكوبون.

– أما السند المسجل باسم المستثمر فالفائدة تدفع بالشيكات للشخص المسجل باسمه السند [هندي، (A)، 1999، ص. 29] وهذا النوع من السندات يوفر مزيد من الحماية لحامله من مخاطر السرقة أو الضياع إلا أنه غير قابل للتداول.

3-3- على أساس القيمة التي تصدر بها السندات

ونميز هنا بين 3 حالات:

– أن تباع السندات بالقيمة الاسمية التي أصدرت بها، وهذا في حالة اعتقاد المستثمرين بأن معدل الكوبون لهذه السندات يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات؛

– تباع السندات بخصم على القيمة الاسمية (At a discount)، ويكون ذلك في حالة ما إذا كان معدل الكوبون لتلك السندات أقل من مثليه لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطر وبذلك يعتبر هذا الخصم تعويض للمستثمر الذي سيدفع فعليا قيمة أقل من القيمة الاسمية عند الشراء ولكنه يحصل على القيمة الاسمية كاملة في تاريخ الاستحقاق؛

– تباع السندات بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية (At a premium)، وهذا في حالة كون معدل الكوبون لهذه السندات أعلى من مثيله للسندات التي على نفس المستوى من المخاطر وفي هذه العالوة تعويض للشركة.

3-4- على أساس الجهة المصدرة للسندات

– السندات التي تصدرها الشركات بهدف الحصول على تمويلات لاستثماراتها المتوسطة وطويلة الأجل؛

– السندات الحكومية الصادرة من الخزينة العمومية أو الهيئات العمومية الأخرى؛

– السندات الدولية، الصادرة عن المنظمات الدولية.

3-5- على أساس العملة التي تحرر بها السندات

- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة؛
- سندات تحرر بالعملة الأجنبية، و مثالها السندات التي تتداول في سوق العملات الأجنبية، ومثالها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني للستينات، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية [عطون، 2003، ص. 72].

3-6- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين

- بموجب هذا المعيار توجد مجموعة كبيرة من السندات يمكن تلخيص أهمها من خلال النقاط التالية:
- 3-6-1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** وهو امتياز يمكن حامل السند من تحويله إلى أسهم عندما يجد أن الأرباح التي يحققها حملة الأسهم تفوق الفائدة التي يحصل عليها من سندات؛
 - 3-6-2- السندات المشاركة في الأرباح:** في هذا النوع يمكن أن يحصل حملة السندات على توزيعات للأرباح بعد حصولهم على الفوائد السنوية وذلك على أساس مؤشرات محددة تقررها الشركة؛
 - 3-6-3- السندات بمعدل كويون متغير (متحرك):** تقوم بعض الشركات بربط معدل الفائدة على سنداتها بالأرقام القياسية المتعلقة بمعدل الإنتاجية أو متوسط أسعار منتجاتها، و كلما ارتفعت قيمة هذه المقاييس تقوم الشركة برفع معدل الفائدة على السندات؛
 - 3-6-4- السندات المرتبطة بالمعيار النقدي:** كما هو الحال بالنسبة للنوع السابق فإن معدلات الفائدة على هذه السندات مرتبط بالتغيرات الحاصلة على مجموعة من الأرقام القياسية؛ ولكنها في هذه الحالة تخص الجانب النقدي للاقتصاد، حيث ترفع الشركة معدلات الفائدة على السندات كلما ارتفع مؤشر الأسعار أو معدل التضخم أو انخفضت القدرة الشرائية للنقود والعكس.
 - 3-7- السندات ذات العوائد المرتبطة بأسعار الذهب:** ظهرت لأول مرة في فرنسا في السبعينات، حيث كانت فائدة السندات مرتبطة مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب، وذلك كمحاولة لتعويض حملة السندات عن انخفاض قيمة عوائدهم في فترات التضخم.

3-8- حسب طريقة السداد

يمكن التمييز بين نوعين من السندات:

- سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق؛
- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك باستدعائها من طرف الجهة المصدرة سواءً عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافئات لحملتها أو عن طريق دخول الشركة إلى سوق رأس المال مشترية لسندات.

3-9- حسب أجال استحقاق السندات

- سندات قصيرة الأجل؛

- سندات متوسطة الأجل؛

- سندات طويلة الأجل.

3-10- حسب أسلوب تحديد سعر الفائدة

- سندات ذات أسعار فائدة ثابتة؛

- سندات ذات أسعار فائدة متحركة.

و في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد انفصال تام بين الأنواع التي وردت سابقا، حيث يمكن أن نجد نوع من السندات يمكن تصنيفه تحت أكثر من معيار كأن يكون السند لحامله وطويل الأجل وبمعدل فائدة متحرك مثلا.

4- شروط إصدار السندات

إن إصدار السندات عملية حساسة جداً يجب أن تخص بكثير من الدراسة والتحضير، كما يجب على الشركة المصدرة أن تأخذ في اعتبارها القيود التالية:

- إصدار السندات يرتب على الشركة جملة من الالتزامات يتوجب عليها الوفاء بها في جميع الأحوال والظروف و إلا تسبب ذلك في انهيار مركزها المالي [عطون، 2003، ص. 68]؛
- التماذي في إصدار السندات يضعف ثقة المستثمر بهذه الشركة فتضطر إلى رفع معدلات الفائدة لضمان تصريف إصدارها، وبذلك تزيد من تكلفة الإصدار وتحمل أعباء إضافية؛
- تحدد القوانين المنظمة لنشاط الشركات حداً أقصى للحد المصدّر من السندات، ولا يمكن تجاوزه.

5- الأشكال الحديثة للسندات

كغيرها من الأوراق المالية عرفت السندات جملة من التعديلات والتحديثات نتج عنها أشكال جديدة من أبرزها:

- ظهر نوع من السندات لا يحمل قسيمة، إذ تباع هذه السندات بخصم على قيمتها الاسمية، يسترد المستثمر القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق أو قبل ذلك عن طريق التداول، والفرق ما بين قيمة الشراء المخصومة والقيمة الاسمية (عند الاستحقاق) أو البيع (في التداول) يمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر؛ [الداغر، 2005، ص. 111].
- السندات ذات الدخل (Income Bonds) تتماشى إلى حد بعيد مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. [هندي، (A)، 1999، ص. 34]، و بذلك فهذه السندات تقترب من حيث العائد إلى الأسهم مع عدم تمتعها بحق الملكية.

المطلب الرابع: الأوراق المالية الحكومية

تؤثر الحكومات على أوضاع الأسواق المالية عن طريق دخولها كبائع أو مشتري للأوراق المالية حيث أن إصدار أوراق مالية جديدة بهدف الحصول على موارد مالية إضافية (قرض عام) يخفض من

كمية النقود المتداولة داخل الاقتصاد. وفي المقابل استرجاع الحكومة لقسم من السندات التي باعها سابقا مقابل تقديمها للموارد المالية تؤدي إلى زيادة السيولة في الاقتصاد.

1- طرق إصدار السندات الحكومية

تقوم الحكومات بالاكتتاب بسندات القرض العام بأحد الأساليب التالية :

1-1- الاكتتاب العام: وذلك عن طريق إصدار القرض وشروطه ونظام الإصدار، وكل ما يتعلق به... وأيضا الجهات المخولة بإتمام المعاملات المتعلقة به وغير ذلك من المعلومات الضرورية [عطون، 2003، ص. 114] و بذلك فالعملية تتم مباشرة بين المكنتب والجهة المكلفة بالإصدار دون وجود وسيط، ويتميز هذا الأسلوب بالبساطة غير أنه يتطلب الكثير من الخبرة.

1-2- المزادات: حسب هذا الأسلوب تنظم مزادات تعرض الحكومة من خلالها سندات للبيع وتتم العملية بناءً على أعلى سعر، وهذه الطريقة سهلة وسريعة.

1-3- الاكتتاب عن طريق البنوك : وتوكل الحكومة البنوك التجارية الناشطة بالدولة لتقوم بدور الوسيط في عملية الاكتتاب، وبالمقابل تدفع لها عمولة عادة ما تكون نسبة من قيمة السندات المباعة .

1-4- البيع المباشر في أسواق الأوراق المالية: حيث تقوم الحكومة ببيع سندات مباشرة في البورصة وتعتبر هذه الطريقة فعالة عندما يكون الهدف من الاكتتاب هو التأثير على العرض النقدي في الاقتصاد .

2- تعريف الأوراق المالية الحكومية (Government Securities)

يقصد بالأوراق المالية الحكومية صكوك المديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم [هندي، (A)، 1999، ص. 42]. فالجهات العامة لا تتعامل إلا في الأوراق المالية الممثلة بصكوك مديونية، أي السندات على اختلاف أجالها. ويكون إصدار الحكومات (المحلية أو المركزية) للسندات بهدف تجميع الأموال اللازمة لمواجهة احتياجاتها الجارية أو الاستثمارية وأيضا تمويل العجز في الميزانية العامة أو لمواجهة التضخم عن طريق امتصاص السيولة الفائضة لدى الأفراد، وكذلك التأثير في أسواق رأس المال بالتدخل لبيع أو شراء السندات في إطار سياسة السوق المفتوحة [الداغر، 2005، ص. 112]. تمتاز الأوراق المالية الحكومية بإقبال كبير من طرف المستثمرين مقارنة بالأوراق المالية لمنشآت الأعمال، و ذلك لأنها أكثر أمانًا وأقل مخاطرةً، وتوكل عملية إصدار الأوراق المالية العائدة للحكومة المركزية إلى البنك المركزي أو الخزينة في حين تتكفل الحكومات المحلية بإصدار أوراقها المالية معتمدة على بنوك وسيطة.

3- أنواع الأوراق المالية الحكومية

تأخذ الأوراق المالية الحكومية أشكالاً عديدة أهمها:

3-1- السندات الادخارية (Saving Bonds): وهي صكوك دين اسمية لا يجوز تداولها، تصدر من طرف الخزينة العامة، ولا تحمل هذه السندات معدلاً للفائدة لأن العائد الذي يحصل عليه صاحبها يتمثل في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة التي يحصل عليها صاحب الورقة عند تاريخ الاستحقاق.

3-2- سندات الخزينة (Treasury Bonds): وتمثل استثمار متوسط وطويل الأجل (7-30) سنة وهي قابلة للتداول، ولحامها حق التصرف بها دون انتظار الاستحقاق، وبالمقابل فإن الخزينة تستطيع استدعاء السندات بقيم وتواريخ محددة سلفاً تنشر في إعلانات الصحف اليومية [الداغر، 2005، ص. 112-113].

3-3- أذونات الخزينة (Treasury Bills): وهي صكوك مديونية قصيرة الأجل تصدرها الخزينة وتعتبر أكثر الأوراق الحكومية ضماناً، وعائدها من أكثر العوائد استقراراً كما أن معدلات تداول أذونات الخزينة عالية جداً لذلك فهي ذات سيولة مرتفعة في البورصة. صدرت هذه الأوراق لأول مرة في الولايات المتحدة عام 1929 لتغطية العجز في الموازنة الاتحادية وقد بلغ حجمها 620 مليار دولار عام 2001، وساهمت بما نسبة 22 % من الدين العام السوقي في الولايات المتحدة [الداغر، 2005، ص. 113].

4- الآثار الاقتصادية للقرض العام

تحتل الأوراق المالية أهمية بالغة في الاقتصاد لأنها تسمح بتوفير أموال للحكومة من أجل تغطية العجز أو تمويل الاستثمار، ومن خلال هذا العنصر نتعرض إلى آثار إصدار سندات حكومية على الاقتصاد بناءً على مصدر تمويل هذا الاكتتاب وكيفية استعمال الأموال المكتتب بها.

4-1- الآثار الاقتصادية للقروض العامة حسب مصادر التمويل: يختلف تأثير القرض العام حسب المصدر الذي يتم منه تمويله، فإذا تم تمويل القرض من المدخرات الخاصة للأفراد المكتنزة غير المستثمرة فهذه الأموال ستدخل في دائرة الاستثمار، وينعكس ذلك إيجاباً على الإنتاج والدخل، أما إذا كانت الأموال التي مول بها القرض العام أموال داخلة في الدائرة البنكية فهذا سيؤثر على سعر الفائدة ويؤدي إلى ارتفاعه وبالتالي ترتفع تكلفة الاقتراض ويقل طلب المستثمرين على القروض .

أما إذا كان القرض العام ممول عن طريق إصدار نفود قانونية من طرف البنك المركزي، فهذا معناه ضخ كمية إضافية من النقود داخل الاقتصاد، أما آثار هذه الزيادة في الكمية المعروضة من النقود فتتوقف على وضع الاقتصاد وطريقة استخدام الأموال وكما يمكن أن تقوم الدولة بتمويل القرض العام من مصادر خارجية وهذا يؤدي إلى تحسن وضع ميزان المدفوعات ويزيد من الموجودات المالية للدولة [عطون، 2003، ص. 120 - 125].

4-2- الآثار الاقتصادية للقروض العامة حسب كيفية استعمالها : إذا ما وجهت حصيلة القرض إلى تمويل نفقات جارية، أو نفقات استهلاكية سيؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وارتفاع الأسعار، أما إذا وجهت الحصيلة إلى تمويل مشاريع استثمارية فسيؤدي ذلك إلى تخفيض معدل البطالة وزيادة مستوى الدخل فيرتفع الطلب الكلي ويزيد حجم الإنتاج و الاستثمار مرة أخرى [عطون، 2003، ص. 126 - 127].

المبحث الثاني: أسواق رأس المال أنواعها وهيكلها

يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وعلى رأسها عنصر رأس المال، لذلك فالحاجة إلى التمويل كانت السبب وراء نشوء وتطور الأسواق المالية، حيث تقوم هذه الأسواق بدور الوساطة المالية وتتيح بذلك للمدخرين سواء كانوا أفراداً أو منشآت فرصة للاستثمار وتوظيف أموالهم، وتتيح للمقترضين (قطاع الأعمال، منظمات حكومية) فرصة الحصول على عنصر رأس المال الضروري لضمان الاستثمار والتوسع والاستمرار. وينطبق مفهوم السوق على عنصر الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع والخدمات وذلك على اعتبار أنه موقع يلتقي فيه العرض ممثلاً بوحدات الفائض المالي بالطلب ممثلاً بوحدات العجز المالي، ويحدث تبادل الأموال عند السعر التوازني، وهو تعريف السوق الرأسمالية والنقدية سواء كانت قصيرة أو متوسطة، أو طويلة الأجل [خلف، 2006، ص. 7]، أما تحقق ذلك يستوجب أن تتوفر في الأسواق المالية الشروط التالية:

- المكان أو الموقع حيث يلتقي فيه تيار العرض بتيار الطلب، وقد يكون هذا المكان موقعا جغرافيا (كالبنوك والبورصات... إلخ) أو غير ذلك (كشبكة المعلومات...);
 - الأطراف المشاركة في عملية التبادل أي وحدات العجز المالي وقد تكون في شكل أفراد، شركات، حكومات... وحدات الفائض المالي و هي تمثل أصحاب المدخرات بمختلف أشكالهم.
- إن التقاء أصحاب الفائض بأصحاب العجز أمر ممكن وهو ما يعرف بالتمويل المباشر، لكن ينتج عن هذه العلاقة التمويلية مجموعة من الصعوبات أهمها التعارف وتوافق الرغبات من حيث الزمان وحجم الأموال، إضافة إلى عدم قدرة المقرض صاحب الفائض المالي على تقدير كل الأخطار المرتبطة بالعملية الإقراضية، لذلك ظهر طرف ثالث يلعب دور الوسيط بين صاحب الفائض وصاحب العجز وهو ما يعرف بالوساطة المالية متمثلة في كل المؤسسات الناشطة في السوق المالي، ودورها التوفيق بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة التمويلية من حيث السيولة والربحية والمخاطرة.

المطلب الأول : نشأة البورصات وتطور أسواق رأس المال

أدى ظهور النقود إلى ولادة مهنة جديدة وهي الصرافة بدءاً من الفترة اليونانية إلى الإمبراطورية الرومانية، وتطورت هذه المهنة مع التبادلات التجارية بين مختلف المناطق في أوروبا، فتجمع الصيارفة والتجار الكبار في أماكن محددة وعلى فترات دورية بهدف إتمام صفقاتهم فظهرت بذلك فكرة البورصة في شكلها البدائي، أما هذه الكلمة " البورصة " (Bourse) فيعود أصلها إلى مصدرين، المصدر الأول وهو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (فاندر بورص) (Vander Bourse) وكان يقيم في بلجيكا وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع [السيسي، 2003، ص. 5]. أما المصدر الثاني فهو فندق في مدينة (بروج) البلجيكية حيث كانت العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة تجتمع، وذلك في بداية القرن

الرابع عشر، من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع ومن ثم كتابة بواليص التأمين. إضافة إلى كل ما يمد بصلة لعمليات شراء وبيع النقود [الخضيري، 2006، ص. 5]. ولذلك يعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي تبلور فيه مفهوم البورصة، أما إنشاء أول بورصة في العالم فكان عام 1536 وهي بورصة انفرس (ANVERS) نسبة إلى المدينة البلجيكية التي كانت تخصص مكان لانتقاء الصيارفة والتجار وقد ساعد على ظهور أول سوق رأس مالي في مدينة أنفرس (ANVERS) كونها من أكبر المدن التجارية في أوروبا. وفي عام 1595 ظهرت بورصة ليون (LYON) الفرنسية وقد كانت الأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تحض بأهمية كبرى إلا بدءًا من عام 1639 عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف، وتؤكد هذا النجاح بعد مئة عام تقريبًا عام 1774 عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس [الخضيري، 2006، ص. 6]. ثم بورصة لندن عام 1666 تلتها مجموعة من البورصات الأوروبية الأخرى، وازدادت الأهمية الاقتصادية للبورصات بظهور الرأسمالية الصناعية والتجارية، وساعد على ذلك ظهور طبقة جديدة من الأثرياء الذين جمعوا ثروتهم من المضاربة وبيع العقارات وتمويل صفقات الأسلحة وشراء أسهم الشركات الكبرى، ومنذ عام 1592 ظهرت قوائم أسعار الأسهم في أسواق أمستردام وباريس ولندن، ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون في بورصة أمستردام التي احتلت المكان الأول في العالم، لكن السيطرة البريطانية لم تتمكن من الصمود بين الحربين العالميتين [السيسي، 2003، ص. 21]. واحتلت بورصة باريس مكانة هامة في القرن التاسع عشر، حيث كانت مدخرات الفرنسيين تمول أكبر الاستثمارات في العالم وتحرك أضخم الشركات كشركات السكة الحديدية وارتفعت القيمة الإجمالية للمحفظة الفرنسية في البورصة المقدر بـ 4 مليارات فرنك عام 1850 أي أقل من 6% من إجمالي ثروة القطاع العائلي الفرنسي إلى 35 مليار فرنك في عام 1880 أي ما يقارب 22% من ثروة القطاع الفرنسي [الخضيري، 2006، ص. 10]. وفي هذه الأثناء كانت بورصة وول ستريت (Wall Street) في أمريكا هي بورصة العالم الجديد، ورغم الأزمة العالمية الكبرى للعام 1929 التي أثرت على العديد من المصارف والشركات إلا أن السوق الأمريكي سرعان ما عرف الثقة والاطمئنان والتوسع نتيجة لدور الدولار المتعاضم بعد الحرب العالمية الثانية وخروج الولايات المتحدة الأمريكية منتصرة سياسيا واقتصاديًا.

المطلب الثاني: تعريف وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية

إن الدور المتعاضم لأسواق الأوراق المالية أدى إلى اهتمام المفكرين الاقتصاديين بهذا الموضوع الذي خص بالدراسة والبحث، من أجل تسليط الضوء على وظائفه وأهميته وآليات عمله وميكانيزمات التعامل به.

1- تعريف سوق الأوراق المالية

البورصة سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية وتؤدي كلمة البورصة معنيين:

(1) المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون لإتمام عمليات البيع والشراء؛

(2) مجموع العمليات التي تتعقد فيه [شمعون، ص. 7].

لذلك تعرف أسواق الأوراق المالية أو بورصة القيم على أنها سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، فهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الدولة. و يشرف على النشاط في هذه الأسواق مجلس منتخب من أعضاء السوق مهمته تنظيم عملية تداول الأوراق المالية لضمان الشفافية والمصداقية للمستثمرين وتقادي الغش والخداع. كما يسمح السوق المالي بمقابلة العرض والطلب على رؤوس الأموال، الطلب ممثلاً بالشركات من أجل تمويل استثماراتها والحكومات لتغطية العجز العام، أما العرض فيتكون أساساً من قطاع العائلات لأن استثمار مدخراتهم يمكنهم من الحصول على عوائد مستقبلية [Jacquillat & solinik, 2002, p. 5]. هذا بالإضافة إلى قطاع الأعمال من أجل توظيف بعض الفوائض المالية الزائدة عن احتياجاتهم الاستثمارية.

2- وظائف البورصة:

من المعروف بأن أسواق الأوراق المالية نظام تجميع وتحويل المدخرات الصغيرة إلى موارد تمويلية ضخمة توضع تحت تصرف الشركات، لذلك فالوظيفة الأولى والأساسية لهذه الأسواق هي :

- ضمان الاستخدام الفعال للموارد المالية من حيث الزمان والمكان وفي ظل محيط يتميز بعدم الاكادة والمخاطرة؛
- تضمن أسواق الأوراق المالية سيولة الاستثمارات بمعنى إمكانية الرجوع في قرار استثماري سابق بأقل تكلفة ممكنة وفي وقت قصير [Jaquillat & solinik, 2002, p. 9-10]؛
- إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتميز بتوفر المعلومات اللازمة عن كل المجالات المتاحة للتوظيف، سواء كانت هذه المعلومات تخص المخاطر والفرص البديلة أو حركة الأسعار و الشركات المسعرة.

3- أهمية البورصة

تستمد البورصة أهميتها من الوظائف التي تؤديها والخدمات التي تقدمها للشركات والمستثمرين معاً حيث أنها تعتبر:

- 1 -موجها للاستثمار داخل الاقتصاد؛
- 2 -أداة فعالة في تحريك الاقتصاد؛
- 3 -جذب الفائض المالي غير المستثمر؛
- 4 -تضمن مجالات توظيف مناسبة لكل الفئات؛
- 5 -تلبى الحاجات الاستثمارية للمستثمرين الكبار والصغار، لذلك فالأسواق المالية ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة أو نامية. ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول النامية،

وذلك نظرًا لحاجة هذه الدول إلى الموارد التمويلية لتنمية نشاطاتها الاقتصادية وتطوير وتحديث هذه النشاطات [خلف، 2006، ص. 33 - 34]، فالدول النامية لديها حاجات تمويلية خاصة ولكنها لا تتوفر على المؤسسات اللازمة لتوفير هذه الاحتياجات وذلك لأن :

- الأسواق المالية تساهم في توفير الموارد المالية اللازمة لتحقيق النمو الاقتصادي؛
- ضعف حجم المدخرات في الدول النامية وضعف التوجهات الاستثمارية للأفراد، وبذلك تصبح البورصة أحسن وسيلة لتجميع هذه المدخرات وتوجيهها إلى القطاعات الاستثمارية؛
- قلة أو انعدام المصارف المتخصصة في تمويل الأنشطة الاستثمارية وضعف مساهمتها في عمليات تمويل؛
- توفر البورصة التمويل اللازم للدول النامية وبشروط مناسبة تغنيها عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية؛
- تمكن البورصة ذوي المداخل الضعيفة من استثمار مدخراتهم ومما يتيح لهم إمكانية الحصول على عائد؛
- تعتبر البورصة إحدى الأدوات المستعملة لتنفيذ السياسة النقدية في الدولة، خاصة في حالة التضخم أو الانكماش، فوجودها ضروري بالنسبة للدول النامية الأكثر تعرضاً لمثل هذه المشكلات.

المطلب الثالث: هيكل أسواق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: الأسواق الحاضرة أو الفورية وأسواق الاختيار والعقود المستقبلية.

1-1- الأسواق الحاضرة أو الفورية

وهي الأسواق أين يتم التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها، أي أنها الأسواق التي يتم فيها التعامل بأوراق مالية تتيح لحاملها الحصول على حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحه كعائد لها أو الحصول على الاثنتين معاً [خلف، 2006، ص. 39]. وتنقسم أسواق الأوراق المالية الحاضرة إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

1-1- السوق الأولي (Primary Market): ويسمى أيضاً بسوق الإصدار، وهو السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أوجهة حكومية وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار (Investment Banker or Bank) أو المتعهد (Underwriter) [هندي، (A)، 1999 ص. 83-84]. فبنك الاستثمار هو عبارة عن مؤسسة وسيطة تنتج إليها الشركات والهيئات الراغبة في الحصول على أموال لتطرح أوراقها المالية للبيع للمرة الأولى كما يمكن أن تقوم الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل المؤسسات

المالية الضخمة لتسويق إصدارها، إضافة إلى أسلوب المزايدة خاصة إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية الحكومية، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات ذات السعر الأعلى ثم عطاءات السعر الأقل فالأقل إلى لأن يتم التصريف الكامل للإصدار. أما في الدول الأقل نموًا حيث لا توجد بنوك استثمار متخصصة فعادة ما توكل مهمة السوق الأول للإصدار للبنوك التجارية العاملة بالدولة، تقوم الشركات الراغبة في إصدار أوراق مالية باختيار بنك الاستثمار الذي يتكفل بتسويق الأوراق بأحد الأسلوبين:

- أ - **التفاوض المباشر:** حيث تتصل الشركة بمجموعة من بنوك الاستثمار لتتفاوض معهم حول طريقة تصريف الإصدار والتكاليف المصاحبة للعملية ثم تختار البنك الذي يقدم أحسن برنامج.
- ب - **العطاءات:** تعلن الشركة عن رغبتها في إصدار أوراق مالية وتنتظر أن تقدم لها بنوك الاستثمار الناشطة في الاقتصاد عروضاً حول التكلفة وطريقة الإصدار، في الأخير تقبل الشركة التعامل مع البنك الذي قدم أحسن العطاءات، كما تقوم الشركات باختيار التعامل مع أكبر البنوك وأشهرها وذلك زيادة للثقة [الداغر، 2005، ص. 239].

1-2- السوق الثانوي:

ينقسم إلى قسمين، أسواق منظمة (البورصات) وأسواق غير منظمة (السوق الثالث والرابع إضافة إلى أسواق أخرى).

أ - الأسواق المنظمة (البورصات) (Organized Securities Exchanges)

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، وتسمى بالأسواق المنظمة، لأنها تخضع لنظم وإجراءات ولوائح تنظم عمل هذه الأسواق. و كذلك يطلق عليها الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق والتعامل بها تباع للمرة الثانية وأكثر [خلف، 2006، ص. 42].

وتحتضن معظم دول العالم سوقاً للأوراق المالية المنظمة أو أكثر مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (N Y S E)¹ والسوق الأمريكية لتداول الأسهم (A M S E)² [الداغر، 2005، ص. 240]. ونظراً للخصوصية التي يتميز بها الاقتصاد الأمريكي، نجد بورصات مركزية مثل سوقي (A M S E) و (N Y S E) التي يطلق عليها أحياناً اسم المجلس الكبير إضافة إلى أسواق المناطق أو الأسواق المحلية.

* **شروط التسجيل:** تعد قواعد التسجيل وإجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية (Listed) وكنموذج لقواعد التسجيل في (N Y S E) الشروط العامة التالية :

- 1 - أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار وأن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام؛

1 NYSE : New York Stock Exchange

2 AMSE : American Market Securities Exchange

- 2 - أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار؛
- 3 - أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار؛
- 4 - أن يملك الجمهور في رأس المال قيمة لا تقل عن 1.1 مليون دولار؛
- 5 - وجود 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل [هندي، (A)، 1999، ص. 97]

إضافة إلى الشروط السابقة وضعت بورصة نيويورك ثلاث شروط إضافية وهي:

- مكانة مناسبة لمنشأة الورقة المالية على مستوى الاقتصاد؛
- أداء مستقر في الصناعة التي تنتمي إليها؛
- انتمائها إلى قطاع أو صناعة تتميز بالنمو [الداغر، 2005، ص. 241].

و بمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح إلزاما عليها:

- 1 -الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة؛
- 2 -نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها؛
- 3 -نشر حساباتها الختامية سنويا؛
- 4 -امتناع العاملين بها في التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف (Short Selling) [هندي، (A)، 1999، ص. 97-98].

* **عضوية السوق (Membership):** يقصد بعضوية البورصة قدرة المتعامل أو الوسيط على اللجوء إلى السوق والقيام بعمليات الشراء والبيع للأوراق المالية المسجلة بهذه البورصة وبذلك يصبح المتعامل أو الوسيط عضواً، أي انطباق شروط العضوية على شركة سمسرة يجعلها تملك مقعداً أو أكثر (Hold Seats) في السوق كما في (N Y S E) ويجعلها قادرة على المتاجرة في الأوراق المالية ويشترك في عضوية (N Y S E) مثلاً 1366 منشأة سمسرة [الداغر، 2005، ص. 242-243] و ذلك منذ عام 1953. و العضوية ليست مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ مالي كبير للحصول عليها، فقد وصلت قيمة المبلغ المطلوب للحصول على العضوية نصف مليون دولار. للعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين كما أن له أن يتنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة [هندي، (A)، 1999، ص. 103]. ويمكن التمييز بين 5 أنواع من الأعضاء في بورصة نيويورك.

1 -**السمسار الوكيل (Commission Broker):** السمسار الوكيل عضو في البورصة يعمل كوكيل لعملاء أحد بيوت السمسرة (Brekerages House) و عددهم 700 عضو، ويتابع السمسار الوكيل طلب البيع والشراء للأوراق المالية ويحصل في المقابل على عمولته من بيت السمسرة الذي يعمل معه أو لديه [الداغر، 2005، ص. 243].

2 -**سمسار القاعة (Floor Broker):** ويطلق عليه أحياناً اسم سمسار السماسرة (Broker's Brokers) وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم

العضوية من أمواله الخاصة، حيث يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم لسماسرة آخرين داخل السوق حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة [هندي، (A)، 1999، ص. 104] وعددهم في بورصة (NYSE) واحد وأربعون سمسارًا .

3 -تجار القاعة (Floor Traders): وهم متعاملون أعضاء في البورصة يقومون بعمليات البيع والشراء لحسابهم الخاص فهم بذلك مضاربون (Speculators) يحققون الأرباح عن طريق فروق بيع وشراء الأوراق المالية التي يتاجرون بها و يبلغ عددهم في (NYSE) 225 تاجرًا [الداغر، 2005، ص. 23].

4 -المتخصصون (Specialists): وهم أعضاء في البورصة يتخصص كل واحد منهم في التعامل بأوراق مالية معينة دون غيرها ويجمع نشاطهم بين التعامل لحسابهم الخاص والتعامل لحساب الغير. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنظم والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد [هندي، (A)، 1999، ص. 105]. أما في الحالة المعاكسة يعرض المتخصص مخزونه من الورقة المالية لمواجهة الطلب المتزايد ولذلك يطلق عليهم إسم صناع السوق (Market's Makers) وتخصص قاعة (NYSE) 17 مقصورة للمتخصصين العاملين بها.

5 -تجار الطلبيات الصغيرة : وهم تجار يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يقومون بإعادة بيعها بكميات صغيرة ويحققون عمولة متمثلة في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع .

ب- الأسواق المالية غير المنظمة (Unorganized Markets)

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها اسم المعاملات على المنضدة (Over The Counter: OTC) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة [هندي، (A)، 1999، ص. 106]، ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك (NASDAQ)¹، الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني. ويتعامل هذا السوق بأسهم ما يقارب 5400 شركة، ومنها شركات التقنية العالية، وتمثل سوق تجار (Dealers Market) حيث يوجد أكثر من خمس مائة (500) تاجر كصناع السوق، يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص ولحساب غيرهم وهم لا يتقاضون هوامش بل يحققون فروقات ويتعاملون إلكترونياً [الداغر، 2000، ص. 244 - 245].

1-3- السوق الثالث (Third Market): ويتكون هذا السوق من مؤسسات السمسرة وهي مؤسسات ضخمة تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية بكميات ومبالغ ضخمة.

1 National Association of Securities Dealers Automated Quotation.

1-4- السوق الرابع (Fourth Market): ما يميز هذه السوق هو تجاوز الوساطة شركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة، وبذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية [الداغر، 2005، ص. 245].

2- أسواق العقود المستقبلية أو أسواق الاختيار:

وهي أسواق يتم من خلالها التعامل بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق على أن يتم الدفع عند التسليم [خلف، 2006، ص. 51]، و السبب وراء قيام هذا النوع من المعاملات هو رغبة كل من البائع والمشتري بتخفيض مخاطر التغير في سعر الأوراق المالية محل التعاقد.

المطلب الرابع: إجراءات وقواعد التعامل في البورصات

يحكم التعامل في البورصات مجموعة من القواعد والإجراءات هدفها تيسير المعاملات وضمان الشفافية والوضوح للأطراف المتعاملة بالأوراق المالية.

1- تعريف الأوامر

الأوامر هي طلبات المتعاملين الموجهة إلى الوسطاء الأعضاء بالبيع أو بالشراء لكمية من الأوراق المالية ونوع محدد منها، وتكون هذه الكميات غير كسرية حيث يفوق عدد الأوراق المتضمنة للأمر في هذه الحالة 100 ورقة، أو كميات كسرية يقل حجم الأوراق المتضمنة للأمر عن 100 ورقة.

2- أنواع الأوامر

تختلف الأوامر بحسب رغبات المتعاملين، فهي عدة أنواع نذكر منها:

1-2- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price Limit of Orders): في هذه الحالة يكون أساس إتمام الصفقات هو السعر الذي يحدده العميل ونميز هنا بين نوعين:

- **أوامر السوق (Market Order):** وهي أكثر الأوامر شيوعاً يطلب فيه العميل من السمسار إتمام الصفقة بأفضل سعر في السوق وبذلك لا يتضمن الأمر سعراً معيناً على عكس النوع الثاني.
- **الأوامر المحددة (Limit Order):** يحدد العميل سعراً لا يمكن للسمسار إتمام الصفقة إلا بهذا السعر (أو بأقل منه في أمر الشراء أو أعلى منه في سعر البيع).

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time Limit Of Orders): وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه [هندي، (A)، 1999، ص. 128].

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: حيث يقوم العميل بتحديد سعر لإتمام الصفقة خلال فترة معينة من الزمن، لا يمكن للسماح أن يتم الصفقة بأقل أو أعلى من السعر المحدد أو خارج الإطار الزمني الذي حدده العميل.

- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: في هذا النوع لا يتم تحديد مدة لإتمام الصفقة ولكن يشترط العميل تنفيذ الأمر عندما يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يحدده المستثمر.

2-4- الأوامر الخاصة ومن أهم أنواعها:

- أوامر الإيقاف (Stop Order): لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ السعر مستوى معين أو تعدها في أوامر البيع يتم تنفيذ الأمر إذا وصل السعر السوق إلى مستوى محدد أو انخفض عنه أما في حالة الشراء ينفذ الأمر إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها.

- أوامر الإيقاف المحددة (Stop Limit Order): وهي شبيهة بالنوع السابق إلا أنها تختلف عنها في كون العميل يحدد مستوى أدنى لسعر البيع ومستوى أعلى لسعر الشراء.

- الأوامر حسب ما تتطلب الأحوال: ويترك فيه العميل الحرية للسماح في اختيار الورقة المالية وسعر إتمام الصفقة.

المبحث الثالث: كفاءة أسواق رأس المال وأشكالها

تبنى قرارات البيع والشراء في البورصة على أساس التوقعات واحتمالات تحققها كما تبنى توقعات المستثمرين على المعلومات المتدفقة من أسواق الأوراق المالية. فهي البناء التحتي لها والأساس الذي يبتعد بها عن عمليات التوقع و التجيم ويقتررب بها من العقلانية، وأهم المعلومات التي يحتاجها المستثمر في سوق الأوراق المالية يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

- 1 -أسعار وعوائد أوراق الدين؛
- 2 -أسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات؛
- 3 -معلومات مصدري الأوراق المالية؛
- 4 -بيانات اقتصادية كلية والوضع المالي بشكل عام؛
- 5 -بيانات عن الحسابات القومية (النتاج المحلي، عرض النقود، الاستخدام، التضخم... الخ) [الداغر، 2005، ص. 275 - 276].

وقد حضرت فكرة مدى جدوى المعلومات المتدفقة إلى السوق الرأسمالي في صنع القرارات الاستثمارية بكثير من الدراسة والاهتمام ووضع المختصون لها صياغة نظرية من خلال فرضيات كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis). تتناول فرضية السوق الكفاء (E M H) ورد فعل أسعار السوق اتجاه المعلومات المالية وغيرها، وتستمد هذه الفرضية أصولها من فرضية السلوك العشوائي التي تنص على أنه في نقطة زمنية معينة يكون حجم واتجاه التغير السعري التالي عشوائيا بالنسبة لما هو معلوم في تلك النقطة الزمنية [حماد، 2000، ص. 281]، وفقا لهذا المفهوم يتوقع أن تستجيب حركة أسعار الأسهم في البورصة لكل معلومة تصل إلى المستثمرين تغير نظرتهم عن المنشأة المصدرة للسهم، وبذلك تصبح حركة الأسعار عشوائية طالما أن المعلومات الواردة مستقلة عن بعضها البعض، لأن المستثمرين يبحثون عن المعلومات نفسها فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون للتقويم وبالتالي لا يتوقع أن يحقق أحد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية (Excess Returns) بقدر ما يتوقع بأن السوق الكفاء يخلق معدلات عائد اعتيادية [الداغر، 2005، ص. 277].

المطلب الأول: ماهية الكفاءة في أسواق رأس المال وكيفية تحققها

- ترتبط الكفاءة في أسواق الأوراق المالية بحركة أسعار الأسهم التي تتأرجح بين العشوائية المطلقة، حيث تكون الكفاءة كاملة، والنمطية التامة، حيث تكون الكفاءة ضعيفة.

1 مفهوم كفاءة السوق:

يكون السوق الرأسمالي كفاء (Efficient Market) إذا كان سعر السهم في لحظة زمنية معينة يعكس كل المعلومات المتوفرة عن الشركة المصدرة له وعن الظروف الاقتصادية العامة، وعليه يمكن

القول بأن قيمة السهم في السوق الكفاء هي قيمة عادلة (Fair Value) وتعكس تمامًا القيمة الحقيقية له، و يتولد عن هذه القيمة عائد كفيل بتعويض المستثمر عن المخاطر الناتجة عن التعامل بهذا السهم بيعاً وشراءً، أي أن تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر تساوي تمامًا القيمة السوقية للسهم يوم شرائه [هندي، (A)، 1999، ص. 490].

$$\text{المعادلة (1-1)} \quad \frac{ت\ س}{س(م + 1)} = ق = \sum_{س=1}^{\infty} \text{مج}$$

حيث: ق: القيمة السوقية للسهم (القيمة الحقيقية)؛

ت: التوزيعات السنوية؛

م: معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يكفي لتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها

الاستثمار في السهم؛

س: عدد السنوات.

على الرغم من أن المعلومات متاحة لجميع المستثمرين فإنهم لن يصلوا إلى نفس القرارات وفي نفس الوقت، وبالتالي لن يحققوا نفس العائد، أما السبب وراء ذلك فهو اختلاف أساليب التحليل من مستثمر لآخر، إضافة إلى تباين مستوى الخبرة والكفاءة بين المتعاملين ومع ذلك فإن الأسعار التي تتم بها المعاملات والناتجة عن التحليل وتوقعات المستثمرين تقترب من القيمة الحقيقية للسهم.

2- كيفية تحقق كفاءة السوق:

يتسم المستثمر في الأوراق المالية بالرشد والعقلانية في قراراته لأنه يهدف إلى تعظيم الأرباح في كل قرار استثماري يأخذه. لذلك فهو يتنافس مع غيره من المستثمرين في الحصول على أحسن الصفقات والفرص؛ غير أنه في ظل فرضية السوق الكفاء لا يمكن لأي مستثمر تحقيق ذلك إلا من خلال الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين حتى يتمكن من تحليلها. إذا كانت القيمة الحالية للسهم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية وبناءً على ذلك يمكنه اتخاذ القرار المناسب قبل غيره، إلا أن التطور الكبير في وسائل التحليل وأساليب الاتصال وتخصص مكاتب للبحوث والدراسات في تجميع وتحليل المعلومات الواردة جعل تميز أحد المستثمرين عن غيره في السبق إلى الحصول على المعلومات واتخاذ القرارات المناسبة أمر يكاد يكون مستحيلًا. لذلك لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية اعتمادًا على التقييم الجديد للسعر الذي يباع به السهم، ففي ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل

المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها [هندي، (A)، 1999، ص. 492].

المطلب الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

تتأثر كفاءة السوق المالي بسرعة وصول المعلومات إلى المستثمرين وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1- شروط الكفاءة الكاملة للسوق

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق كفاء حيث لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأن سعر السهم، وبذلك يتغير صعوداً أو هبوطاً اعتماداً على ما إذا كانت نتائج تحليل هذه المعلومات سارة أم لا، وينطبق هذا التعريف على مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق ويتحقق ذلك إذا توفرت الشروط التالية :

- 1-1- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر وهو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية وبذلك تكون توقعات المستثمرين متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومات الواردة بنفس التوقيت؛
- 2-1- حرية الدخول والخروج للمستثمرين أو الشركات المسعرة في هذا السوق دون قيود؛
- 3-1- لا توجد أي قيود على التعامل، بمعنى عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود على الكميات المباعة أو المشتراة؛
- 4-1- إن العدد الكبير من المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية يجعل منهم متلقي أسعار (Price Taker) وبالتالي ينعقد تأثير قراراتهم الاستثمارية على حركة الأسعار؛
- 5-1- يتصف المستثمر في البورصات بالرشد والعقلانية، هو وغيره من المستثمرين يهدف لتعظيم الربح ويخاف من الخسارة.

2- معوقات الكفاءة الكاملة للسوق

يتفق المختصون على أن اجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيل وذلك للأسباب التالية:

- 1-2- أن حصول المستثمرين على المعلومات وتحليلها من طرف المكاتب المختصة لا يكون دون تكلفة، فتجميع المعلومات وتحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري وهي ليست دون مقابل؛
- 2-2- يحضى بعض المستثمرين بميزة تمكنهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومة وذلك بسبب قريهم من المديرين وكبار العاملين بالشركات المسعرة في البورصة؛
- 3-2- في الواقع أن التعاملات في أكبر البورصات العالمية محصورة في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وأن صفقاتها ضخمة إلى الحد الذي تتأثر به أسعار الأسهم في البورصة وبذلك فشرط تعدد المستثمرين وعدم قدرتهم على التأثير في الأسعار ليس واقعياً؛

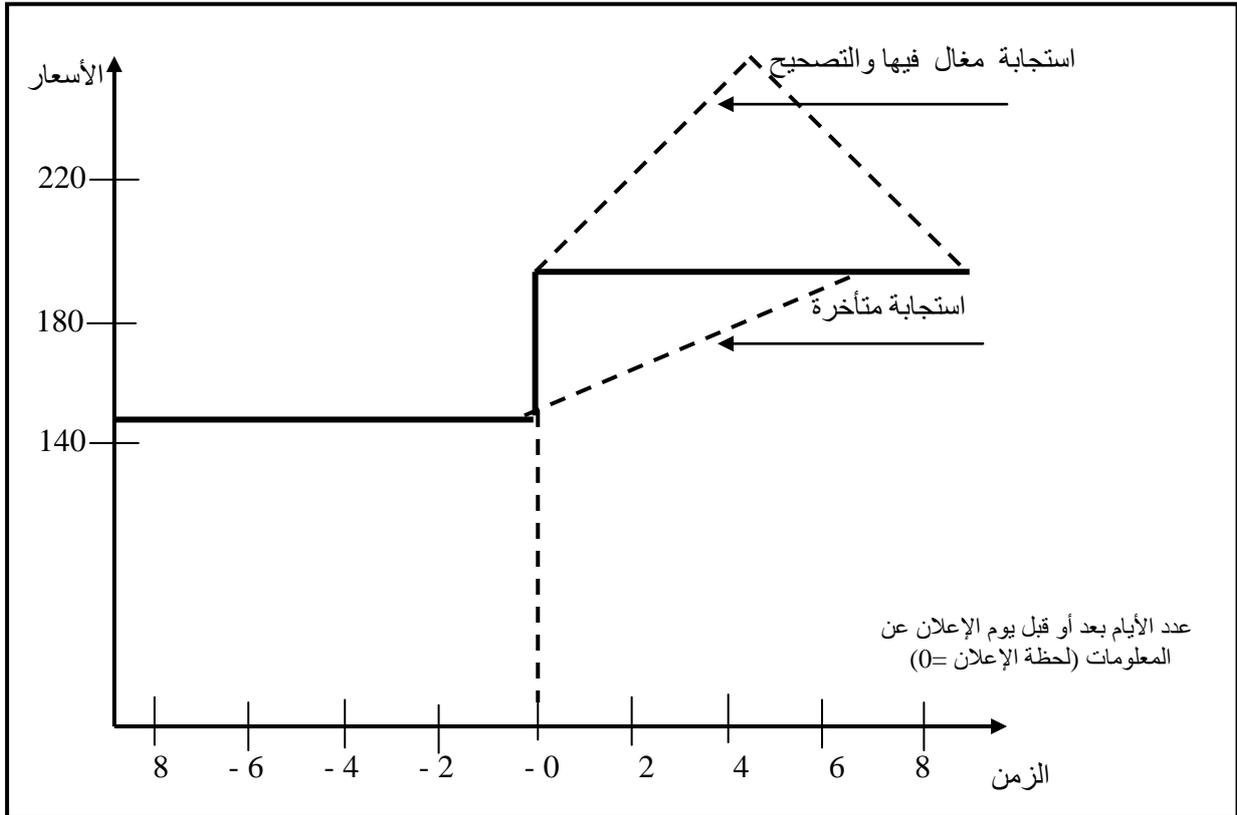
2-4- توجد تكاليف وعمولات وضرائب على التعاملات داخل البورصة وعليه فالكفاءة التامة للسوق الرأسمالي لا يمكن أن تتحقق.

3 - الكفاءة الاقتصادية (Economically Efficient Market)

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل [هندي، (A)، 1999، ص. 497]. يشير الشكل (1-1) إلى حركة الأسعار في حالة الكفاءة الكاملة حيث لا يوجد فرق زمني بين وصول المعلومات الجديدة وتغير مستوى الأسعار وحالة الكفاءة الاقتصادية حيث يلي التغير في مستوى الأسعار وصول المعلومات إلى السوق بفترة زمنية.

الشكل (1-1)

الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفاء وغير الكفاء



المصدر: (حنفي، 2003، ص. 174) نقلا عن (Boss & westerfield Jordon, 1999, P 277)

4- متطلبات الكفاءة في أسواق رأس المال : حتى يكون سوق رأس المال على أعلى درجة ممكنة من الكفاءة يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

4-1- كفاءة التسعير (Price Efficiency): كما تعرف أيضا باسم الكفاءة الخارجية (External Efficiency) ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المستثمرين مباشرة بأقل فاصل زمني ممكن وبتكلفة منخفضة جداً، لذلك فالاستثمار يعد مباراة عادلة (Fair Gamme) والكل لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، كما أن تحقيق أحد المستثمرين لأرباح استثنائية يكاد يكون مستحيل إلا أنه ممكن.

4-2- كفاءة التشغيل (Operational Efficiency): وتعرف أيضا بالكفاءة الداخلية (Internal Efficiency)، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للمسمرة و دون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق مدى أو هامش مغالى فيه [هندي، (A)، 1999، ص. 502].

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة للسوق الكفاء

تم تقسيم فرضية السوق الكفاء إلى ثلاث أشكال، يبنى كل شكل منها على مدى وفرة المعلومات الواردة إلى المستثمرين والكلفة التي تدفع مقابل حصولهم على هذه المعلومات.

1 - الشكل الضعيف لكفاءة السوق المبني على المردودية في المدى القصير

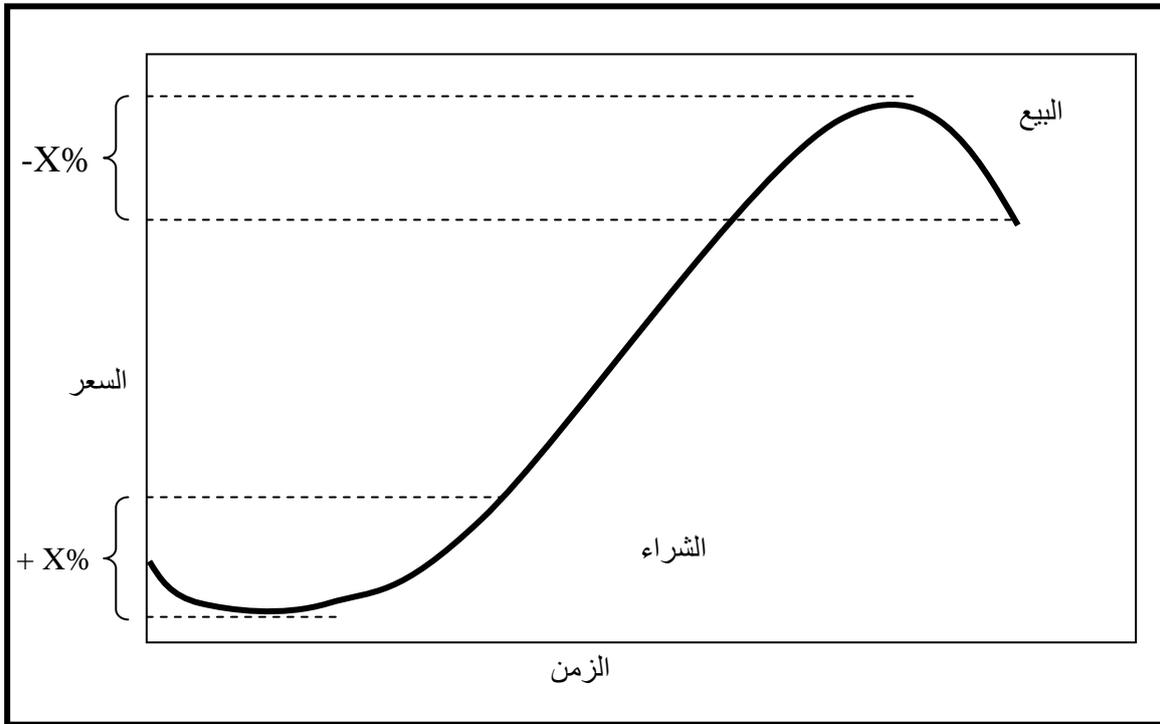
تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطاراً محتواه أن أسعار الأصول الرأسمالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المادة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر [الداغر، 2005، ص. 284]. لذلك فإن هذا الشكل من كفاءة السوق يعتبر أن محاولة المستثمرين التوقع بمستقبل الأسعار بناءً على دراسة وتحليل المعلومات التاريخية عن حركة الأسعار أمر غير مجدي فهذه الصيغة ترفض رفضاً تاماً البناء النظري الذي يقوم عليه التحليل الفني، (وهو أحد أساليب تقييم الأسهم يقوم على أساس التوقع بمستقبل حركة الأسعار بناءً على المعطيات الماضية لها عن طريق استنتاج نمط أو اتجاه لهذه الحركة). ويعرف الشكل الضعيف لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية، (Random Walk Theory) لأن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن سعره في الماضي أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط [هندي (A)، 1999، ص. 503]. و يخضع هذا الفرض لكفاءة السوق لثلاث اختبارات مختلفة هي:

1-1- سلسلة الارتباطات (Serial Correlation): حيث يتم قياس معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم معين خلال فترة زمنية معينة على أن تكون هذه الفترة قصيرة، وذلك لإثبات نظرية الحركة العشوائية للسوق ويتم استبعاد المدى الطويل لاستبعاد احتمال وجود نمط معين لاتجاه الأسعار؛ غير أن السبب الرئيسي للاعتماد على المدى القصير هو تناسب ذلك مع المدة التي يحاول فيها المستثمرين التنبؤ

للمردودية الأسبوعية خاصة بالنسبة للشركات الصغيرة ولكن هذه النتائج لا يمكن اعتمادها لأن حجم التعامل بأوراق الشركات الصغيرة ضعيف جداً.

1-2- قواعد التصفية (اختبارات التحليل الفني): من المعروف أن المحلل الفني يعتمد على المعلومات التاريخية للأسعار بهدف إيجاد اتجاه للحركة المستقبلية لها، غير أن هذا يعترض مع الاعتقاد بالحركة العشوائية للأسعار، ومع ذلك فالذين يعتمدون على قواعد التصفية يقترحون قواعد المتاجرة أو التعامل بناءاً على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر للشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له - بعد خصم تكلفة المعاملات - عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد [هندي، (A)، 1999، ص.504]. وقد اقترح الفنيون أربع مجموعات؛ الأولى تقوم على أساس أن ارتفاع السعر بنسبة معينة يتم حسابها، يعتبر مؤشراً يمكن أن يعتمد عليه المستثمر في قرار الشراء في حين أن انخفاض السعر بنسبة معينة يعتبر مؤشراً لقرار البيع، ويمكن أن نوضح ذلك بالشكل البياني رقم (3-1).

الشكل (3-1)
قواعد التحليل الفني



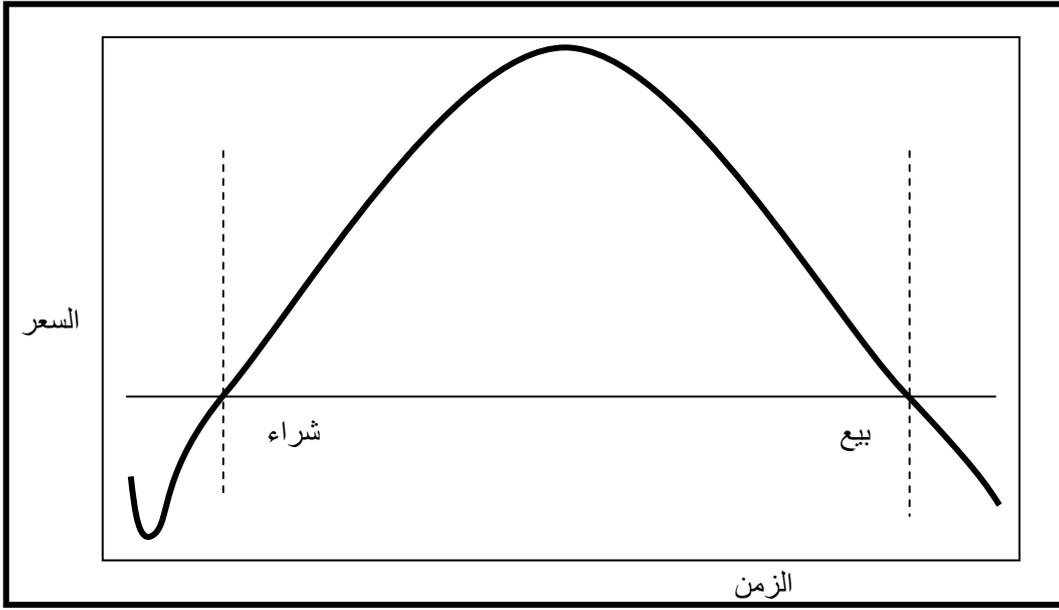
Source : Jacquillat & Solnik, 2002, p.59

أما المجموعة الثانية فهي قواعد الأسواق الدورية والموسمية (Market cycles and seasonality) أو توقيت الدورات، وهي تقتضي أن أسعار الأسهم تتحرك حركة دورية في تزامن، فهي بذلك تعود إلى

نفس النقطة بعد نفس المدة من الزمن ويمكن للمحلل الفني بالاعتماد مباشرة على برامج حاسوب خاصة أن يحدد دور لحركة الأسعار وبالتالي سيعرف أنسب توقيت للشراء والبيع ولمزيد من التوضيح نورد الشكل رقم (4-1).

الشكل (4-1)

توقيت الدورات

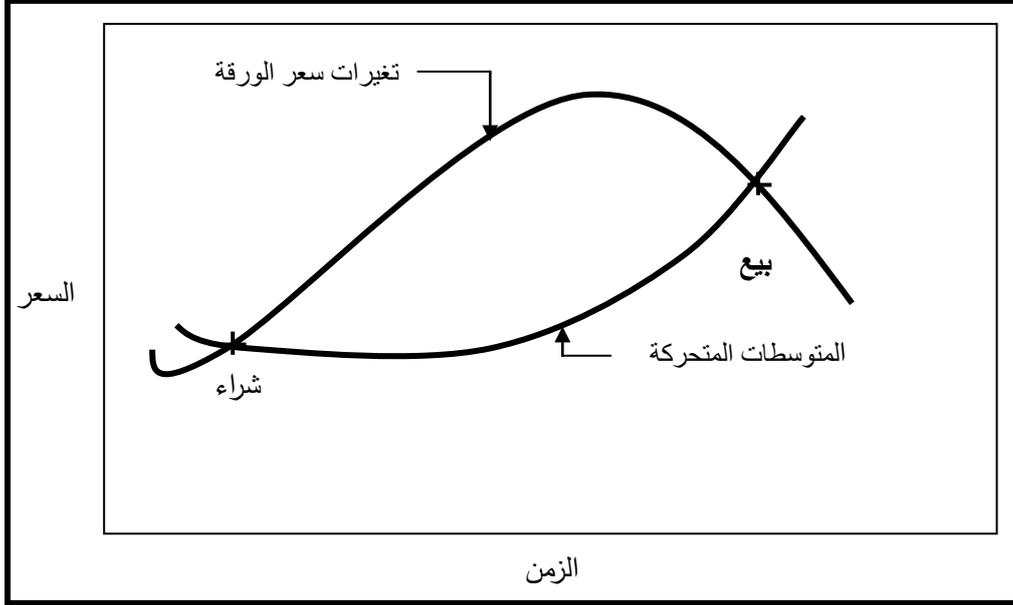


Source : Jacquilat & Solnik, 2002,p.55

المجموعة الثالثة فهي التي تعتمد على المتوسط المتحرك، حيث يعتبر الفنيون أن التقاء المنحنى البياني الممثل لتغيرات سعر الورقة المالية والمنحنى البياني للمتوسطات المتحركة المحسوبة على أساس هذه التغيرات بتأخر (t) فترة زمنية أساس لاتخاذ قرارات الشراء أو البيع. و يتم تحديد نقطة الشراء عندما يتقاطع المنحنى البياني الممثل لتغيرات الورقة المالية المتجه نحو الصعود مع المنحنى الممثل للمتوسطات المتحركة و بالتالي فهي نقطة الشراء و الأسعار بعد هذه النقطة ستتجه إلى الارتفاع. أما نقطة البيع فيمكن تحديدها حين يتجه المنحنى البياني الممثل لتغيرات الورقة المالية إلى الانخفاض ثم يلتقي مع المنحنى البياني للمتوسطات المتحركة كما يوضح الشكل (5-1).

الشكل (5-1)

تقاطع منحنى سعر الورقة مع منحنى المتوسطات المتحركة



Source : Jacquillat & Solnik, 2002, p. 59

أما المجموعة الرابعة فهي خريطة القوة النسبية للسعر، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما تكون السوق في هبوط و يطلق على هذا النوع الأسهم التي تنسم أسعارها بقوة نسبية و عادة ما يتولد عنها عائد متميز .

3-1- اختيار الأنماط الطارئة: يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من أن إلى آخر نمطًا معينًا يمكن اقتفاء أثره وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغيير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغيير في اتجاه الأسعار، وطول الفترة في كل مرة [هندي، (A)، 1999، ص.505].

2- الشكل شبه القوي (Semi-Strong Form)

هذه الصيغة لفرضية الكفاءة تعتبر أن أسعار الأسهم لا تحدد فقط بالتغيرات السابقة لأسعارها؛ بل أنها تعكس كل المعلومات المتاحة سواء كانت عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو وضعية الصناعة إضافة إلى كل المعلومات المتعلقة بالشركة وبذلك تتحدد الأسعار في أسواق رأس المال بناءً على دراسة وتحليل كل هذه المعلومات وبذلك لا يمكن لأي مستثمر حتى لو قام بالتحليل الأساسي أن يحقق أرباحًا غير عادية على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل، و لكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية ينبغي عليه أن يدرك من البداية الاستجابة الصحيحة للأسعار أي أن يدرك

القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات [هندي، (A)، 1999، ص. 507] فيكون له عندها السبق في تحقيق الأرباح غير العادية المتمثلة في الفرق بين قيمة السهم قبل وصول المعلومات وبعدها.

3- الشكل القوي (Strong Form):

وهي صيغة للفرضية تتبنى سعرًا جاريًا للأصل المالي يعكس المعلومات العامة (الشائعة) والخاصة والتي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة. لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات العالمين ببواطن الأمور (Insiders) المدراء التنفيذيون و بعض الصحفيون، حاملو الأسهم الرئيسيون، ويثير وجود هذه الفئة الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة. وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية للسهم [الداغر، 2005، ص. 284 - 285]. على هذا الأساس فإن الاستثمار في سوق يتميز بالصيغة القوية لفرض الكفاءة يجعل من المستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحًا استثنائيةً على حساب المستثمرين الآخرين وإن استعان بأكثر المحللين خبرة وحتى لو كان من كبار الموظفين في الشركة المصدرة للسهم. وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن فرضية كفاءة سوق رأس المال حُضت بالكثير من الدراسة والبحث من طرف الاقتصاديين والمختصين وعلى الرغم من ذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية صعوبة تحديد ما إذا كان السوق كفاء حسب الصيغة الضعيفة للفرض أو الصيغة المتوسطة أو القوية، ولذلك لم يتمكن عدد من المستثمرين ذوي الخبرة - و إن اعتمدوا على التحليل الأساسي- من التنبؤ بالأسهم التي تتيح أكبر الفرص في تحقيق أرباح استثنائية و فشلوا في وضع نماذج محددة وواضحة فكانت بذلك استثماراتهم أقرب إلى الصدفة؛ في حين يرفض فرض كفاءة السوق رفضًا تامًا إمكانية الاعتماد على التحليل الفني لتحقيق أرباح عن طريق التوقع بمستقبل الأسعار.

المطلب الرابع: كفاءة أسواق رأس المال والحركة العشوائية للأسعار

تم التعرض في المطالب السابقة إلى أن كفاءة أسواق رأس المال تضمن الحركة العشوائية لأسعار الأوراق المالية المتداولة بها، فكلما زادت درجة الكفاءة أصبح تأثير المعلومات الجديدة الواصلة للسوق أسرع والعكس يحدث إذ انخفض مستوى الكفاءة. ومن خلال هذا المطلب نتعرض إلى العلاقة بين الكفاءة وحركة الأسعار وذلك بالتعرض لأعمال لويس باشوليه (Louis Bachelier) حول عشوائية الأسعار، ثم حركة الأسعار المنتظمة والعشوائية في أسواق الأوراق المالية وأخيرًا العلاقة بين الكفاءة والعشوائية.

1- أعمال لويس باشوليهيه (Louis Bachelier):

لقد بدأ الحديث عن الحركة العشوائية للأسعار بعيدا عن البورصات، حيث قام عالم الرياضيات الفرنسي (Louis Bachelier 1870-1946) من خلال أعماله بربط عالم الاحتمالات بالأسواق المالية وألف في هذا الصدد مجموعة من الأعمال أبرزها: (La théorie de la spéculation 1905)، (La théorie mathématique du jeu 1901)، (Théorie des probabilités 1906).

وأكد من خلال هذه الأعمال على أن تحديد اتجاهات الأسعار في البورصة يقع تحت تأثير عدد لا متناهي من العوامل، وعليه يستحيل استعمال التنبؤ الرياضي، فالآراء المتناقضة المتعلقة بهذه التغييرات تجعل من المشتري يعتقد بارتفاع الأسعار والبائع بانخفاضها في نفس الوقت.

[Bachelier, 1900, P21] نقلا عن [wikipedia, Louis Bachelier, 2009]

2- الكفاءة وإمكانية التنبؤ بالأسعار: إذا تحققت فرضية كفاءة الأسواق فإن أسعار الأسهم يجب أن تكون عشوائية وهذا يعني أن تغييرات وتقلبات الأسعار (وليس مستوياتها) لا يمكن التنبؤ بها بأي حال من الأحوال، وتعتمد كفاءة السوق على مجموعة من المبادئ أبرزها: أن المعلومات الواصلة إلى البورصة تكون متاحة للجميع في نفس الوقت ودون تكلفة، وقد أثبتت الدراسات التي قام بها كل من غروسمان وستيغليتز (Grossman et Stiglitz, 1980) صعوبة تحقق فرض الكفاءة بشكلها القوي في الأسواق المالية لأن المعلومات الواردة ليست دون تكلفة ورغم هذا فالسوق يبقى كفاء عند مستوى أدنى. وفي هذه الحالة يجد الباحثان أن هناك ارتباط بين مستويات الأسعار في فترات زمنية سابقة، ويصبح البناء على المعطيات التاريخية للتنبؤ بالمستقبلية ممكن وهذا هو المبدأ الذي يقوم عليه التحليل الفني الراض تماما لفرضيات كفاءة السوق بكل مستوياتها، ويعرف هذا التناقض في الأدبيات الاقتصادية بـ: (Le paradoxe de Grossman et Stiglitz) [Ambler, 2007, P9-10]

3- العلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار

كلما كانت البورصة كفاءة كلما كانت التغييرات في الأسعار عشوائية وذلك للأسباب التالية:

- عندما تكون الأسواق كفاءة فإن المعلومات الواردة للمستثمرين تصل بسرعة وبشكل عشوائي؛
- يتصرف المستثمرون على أساس المعلومات الواصلة إليهم وبالتالي تكون تصرفاتهم متقابلة إذ كانت المعلومات سارة ومتشائمة في حالة المعاكسة؛
- لأن المعلومات تصل بشكل عشوائي فإن التغييرات الناتجة عن ردة فعل المستثمرين أيضا تكون عشوائية ولا يمكن التنبؤ بها.

أما برلي ومايرز (Brealy et Myers, 1988, P.286) فيؤكدان على أن المعلومات الواردة للسوق الكفاء تتعكس على الأسعار الحالية، و لان الأسعار يستحيل أن تتغير إلا إذا وردت معلومات جديدة وهذه الأخيرة لا يمكن التنبؤ بها مقدما، فكذا الحال بالنسبة للتغييرات في مستويات الأسعار الناتج عنها [هندي، (A) ، 1999، ص. 521].

خلاصة:

هناك عدد كبير من الأوراق المالية يتم تداولها في أسواق رأس المال قسم منها تصدره منشأة الأعمال (الأسهم العادية والممتازة والسندات) وقسم تصدره الحكومات وهي السندات الحكومية وتختلف هذه الأوراق فيما بينها من حيث المدة، فالأسهم دائمة والسندات متوسطة وطويلة الأجل أما الأوراق المالية الحكومية تكون عادة قصيرة الأجل وأيضا من حيث الحقوق التي توفرها لحامليها، فبعضها صكوك ملكية والأخرى اعتراف بدين غير أنه في النهاية يتم تداولها في البورصات، وهي أسواق تتبع تنظيم معين يمكن حامل الورقة من الاستثمار وتمكن الشركات من الحصول على الأموال اللازمة لتطورها واستمرارها وهي تنقسم إلى أسواق فورية وأسواق العقود المستقبلية على أساس تاريخ إبرام الصفقة وإتمام التسليم.

أما كفاءة السوق فهي مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الداخلة للسوق وهي قسمين الكفاءة الكاملة حيث لا يوجد أي فاصل زمني بين دخول المعلومات الجديدة وتغير مستوى الأسعار. أما الكفاءة الاقتصادية تستوجب القبول بفاصل زمني بين دخول معلومات جديدة وتغير مستوى الأسعار. ويصنف الاقتصاديون الكفاءة إلى ثلاث أشكال الشكل القوي ومتوسط القوة والضعيف وتعتبر هذه الأشكال المحدد الأساسي لاستراتيجيات الاستثمار التي خصص له الفصل الثاني.

تمهيد:

تعتبر الثورة التي شهدتها مجال الإعلام والاتصال أحد أهم العوامل التي ساعدت على فتح مجال الاستثمار في البورصة للجميع، حيث لم يعد حكراً على فئة معينة تتمتع بصفات خاصة، بل أتيح هذا التوظيف لكل المدخرين كباراً وصغاراً، من أهل الاختصاص أو من غيرهم. وقد كان للمؤشرات دوراً كبيراً في ذلك حيث ساعدت على تقديم معلومات بسيطة و دقيقة مكنت كل فئات المدخرين من الدخول و الاستثمار في البورصة.

وعلى الرغم من ذلك فأدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية مازالت تعتبر من أكثر التقنيات تعقيداً وغموضاً وذلك لأنها جمعت بين عدد كبير من العلوم و التقنيات من رياضيات وإحصاء و إعلام آلي... و تعتبر الأساليب المستعملة لتقييم الأسهم من أشهرها حيث اهتم جزء منها بتحديد قيمة الأسهم العادلة أو الحقيقية بالاعتماد على العوائد التي تحققها و المخاطر التي تتعرض لها سواء كانت منتظمة أو غير منتظمة، في حين اهتم قسم آخر بتحليل العائد التاريخي و المتوقع لبناء أحسن الإستراتيجيات الاستثمارية. و في هذا الإطار جاء الفصل الثاني ليناقد العناصر التالية:

المبحث الأول: مؤشرات بورصة الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: مقومات الاستثمار في الأسهم؛

المبحث الثالث: إستراتيجيات الاستثمار في الأسهم.

المبحث الأول: مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يحتل الاستثمار في الأسهم مكانة هامة بالنسبة للمستثمرين؛ و على الرغم من المستوى المرتفع من المخاطر الذي يرتبط بهذا التوظيف فإن العائد (توزيعات، عوائد رأسمالية) يمثل تعويض مناسباً للمستثمر، هذا ما أدى بالكثير من المفكرين الاقتصاديين إلى الاهتمام بموضوع الاستثمار في الأسهم، حيث خص بالكثير من الدراسة والتحليل وتم تسليط الضوء على العلاقة التي تربط العوائد المتوقعة بالمخاطر المحتملة، إضافة إلى التأثيرات المتبادلة بين بورصة الأوراق المالية و الجوانب الكلية والجزئية للاقتصاد.

المطلب الأول: مدخل للمؤشرات

حيث يتم التطرق لتعريف المؤشرات، أنواعها، و علاقتها بالحالة الاقتصادية.

1- تعريف المؤشر: ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق حيث أهملت توزيعات الأرباح للأسهم التي تحتوى عليها [عبد اللطيف، 1998، ص. 222]. فكان الغرض الرئيسي هو استخدامها كأداة في التنبؤ باتجاهات حركة الأسعار داخل السوق، و انعكس ذلك على المؤشرات الأولى التي تم تكوينها من حيث حجم العينة وأساليب الترجيح للأسهم المكونة للمؤشر. ويعد مؤشر داو جونز أقدم المؤشرات الموضوعية لهذا الغرض حيث قامت مؤسسة داو جونز الصحفية بإعداد هذا المؤشر منذ ما يزيد عن (120 عام) وقد عرف هذا المؤشر عددا من التعديلات لجعله يتماشى مع التحولات الحاصلة في البورصات وأدواتها المالية وأساسيات التعامل بها، وقد أصبحت المؤشرات اليوم أدوات أساسية في إدارة الحافظة الاستثمارية لأنها تمكن من قياس أداء السوق بشكل عام مثل مؤشر (CAC 40) الفرنسي أو مؤشر (ستندر أند بور 500 & S) أو تستخدم لقياس أداء الأسهم التابعة لقطاع نشاط واحد مثل مؤشر قطاع السيارات بفرنسا أو مؤشر داو جونز لشركات النقل. [Vialles, 2005, p.] 24]. ومن هنا نخلص إلى وجود نوعين من المؤشرات:

- النوع الأول: المؤشرات التي تقيس حالة السوق إجمالاً توضع هذه المؤشرات على أساس عينة من أسهم عدد من الشركات المتداولة في أسواق رأس المال بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الوضعية المالية السائدة في السوق.

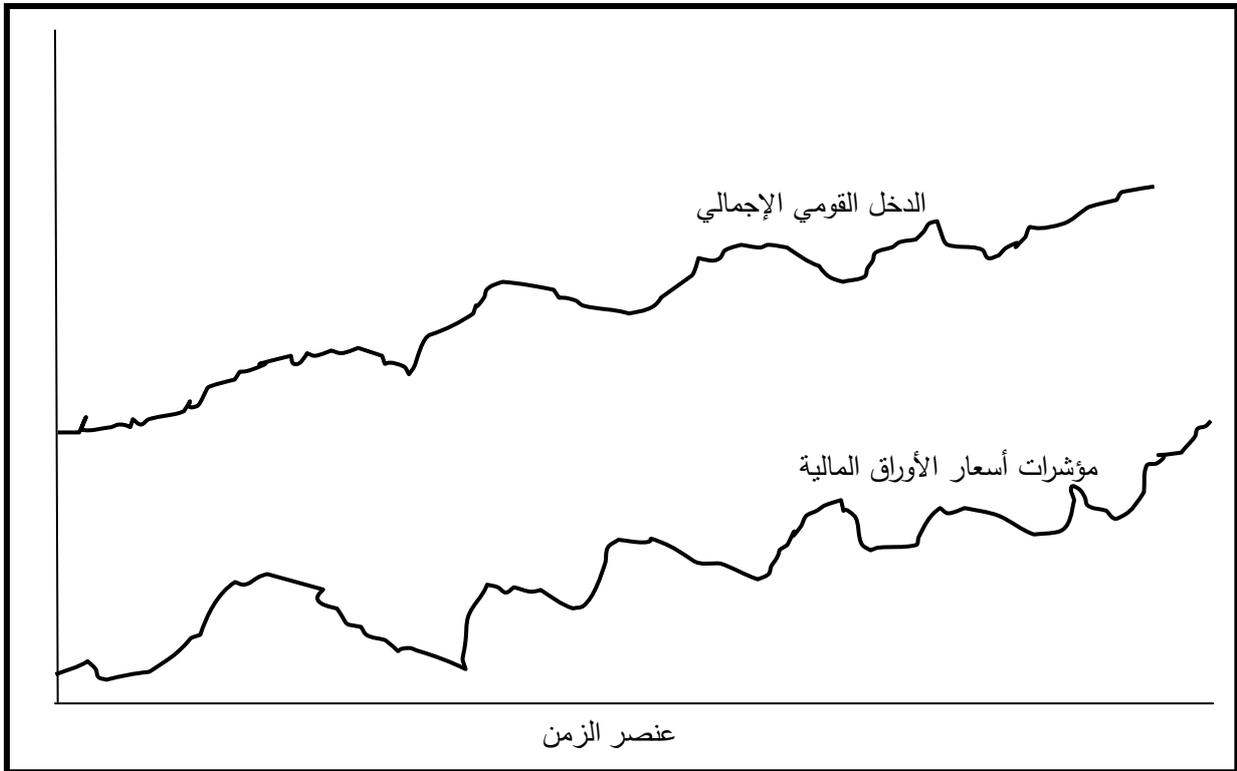
- أما النوع الثاني: المؤشرات التي تقيس حركة أسعار الأسهم التابعة لصناعة محددة أو قطاع نشاط معين وفي هذه الحالة يبنى المؤشر على أساس عينة من أسهم مجموعة من الشركات تابعة لنفس الصناعة أو القطاع مثل مؤشر ستندر أند بور لصناعة الخدمات العامة (S & p. public utilities index) وتجدر الإشارة إلى أنه عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود حينئذ يطلق على السوق بالسوق الصعودي (Bull Market) أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط

حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولي (Bear Market) [هندي، (A)، 1999، ص.246]. و يكون السوق صعودي إذا كان معدل العائد الذي يحققه المؤشر أعلى من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس إذا كان السوق هبوطي.

2- علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية: إن كون المؤشر مبني على أساس أسهم مجموعة من أهم الشركات المسعرة في البورصة فإن قياس أداء هذه الأسهم يعكس أداء هذه الشركات في حد ذاتها وعادة ما تكون هذه الشركات تحتل الجانب الأكبر في النشاط الاقتصادي داخل الدولة. لذلك فالمؤشر المبني على أساس عينة ممثلة تمثيل كامل لكل الشركات المسعرة في البورصة يقدر في أغلب الأحيان على قياس الأداء الاقتصادي للدولة ككل ويمكن أن يتنبأ بالأزمات والانتكاسات وذلك يتحقق فقط إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة. و يمثل الشكل (1-2) مدى التماثل بين إجمالي الدخل القومي ومستوى أسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1959-1985).

الشكل (1-2)

العلاقة بين الدخل الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية

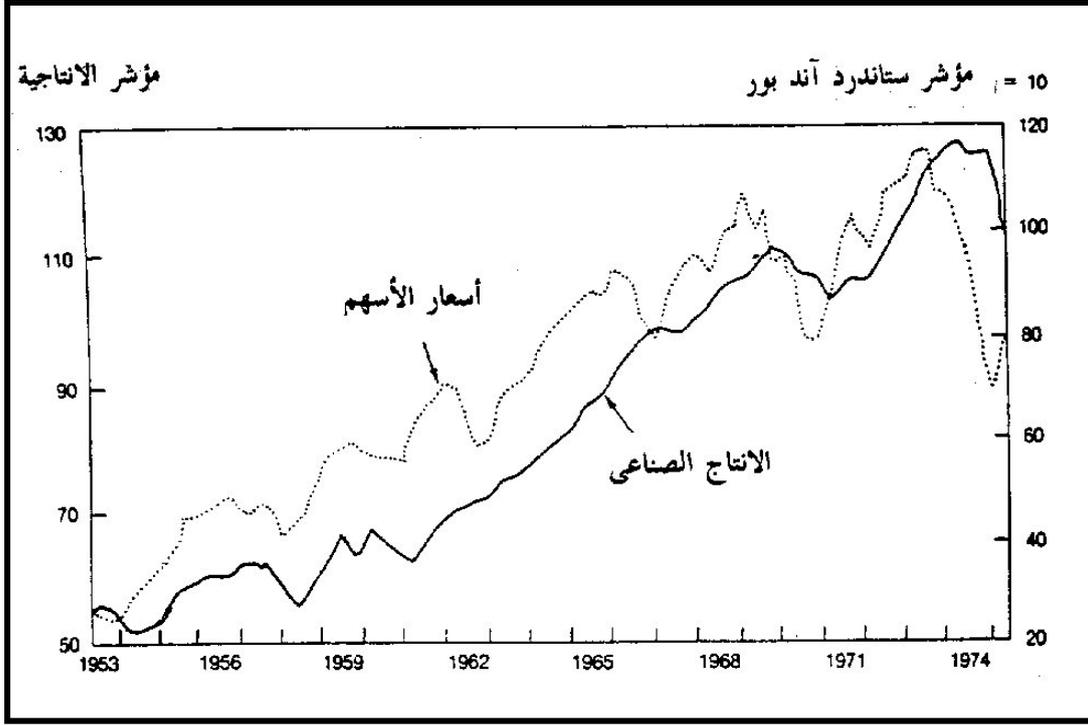


المصدر: [هندي، (A)، 1999، ص. 216]

وبين هذا الشكل العلاقة الطردية بين هذين المؤشرين إضافة إلى ذلك فإن الشكل (2-2) يظهر تماثل كبير بين نمط حركة أسعار الأسهم العادية كما يعكسها مؤشر ستندر أند بور 500 وبين حجم الإنتاجية الصناعية في الولايات المتحدة خلال الفترة 1953-1975.

الشكل (2-2)

العلاقة بين مؤشر لأسعار الأسهم و مؤشر الإنتاجية الصناعية



المصدر: (هندي، (A)، 1999، ص. 243) نقلا عن (Loue et al, 1985, p.2- 5)

وقد أثبتت مجموعة من الأبحاث والدراسات العلاقة بين المؤشرات العامة والخاصة في الأسواق المالية وبعض المؤشرات الاقتصادية وجود علاقة كبيرة بين هذين المتغيرين حيث وجد أن مؤشرات أسعار الأسهم يمكنها أن تتنبأ بالتغير في الحالة الاقتصادية قبل حدوث ذلك التغير بأربعة شهور على الأقل [Friedman & Shwartz, 1963] نقلا عن [هندي، (A)، 1999، ص. 242-243]، حيث خلصت الدراسات التي أجراها كل من لوري وسيفل (Lorie et Siegel) إلى أن مؤشرات أسعار الأسهم تتمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية للأسباب التالية:

- تفهقر مستوى نشاط الشركات المسعرة في البورصة يكون لإلغاء أو تأجيل قرارات التوسع والاستثمار إضافة إلى تخفيض المصاريف وهذا ناتج عن توقع انخفاض أرباح الشركات؛
- عند وصول هذه المعلومات إلى أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة ينخفض حجم التعامل على أسهم هذه الشركات ويرافق ذلك انخفاض في مستويات الأسعار فيبدأ السوق بالنزول (Bear Market)؛

– تمضي فترة من الزمن قبل انعكاس آثار انخفاض مستوى النشاط في الشركات على الاقتصاد داخل الدولة وبذلك فمؤشرات الأسهم في البورصات تتجح غالبا في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية [هندي، (A)، 1999، ص. 243-245].

المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

يمكن المؤشر من التعرف على ما يجري داخل سوق رأس المال ويمكن حصر استخداماته في النقاط التالية:

1- متابعة أداء المحفظة الاستثمارية: تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق [هندي، (A)، 1999، ص. 247]. و بهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر. أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر [عبد اللطيف، 1998، ص. 233]. و أخيرا يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنوع الساذج (Naive Diversification) يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق [هندي، (A)، 1999، ص. 247]. لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف.

3- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم: يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل [عبد اللطيف، 1999، ص. 234]. وهو الفكر الذي يعتمد عليه التحليل الفني ويرفضه رفضا تاما التحليل الأساسي (كما سبق الإشارة إليه في الفصل الأول).

4- تقدير مخاطر المحفظة ومعامل المخاطر المنتظمة: تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعا جيدا من حساب معامل المخاطرة المنتظمة (β) .

المطلب الثالث: بناء المؤشرات

تتفق المؤشرات في كونها أدوات لقياس أداء أو مخاطر الأسواق (أو الصناعات)؛ غير أنها تختلف عن بعضها في طريقة بنائها وذلك من حيث العينة المكونة للمؤشر والأوزان النسبية لكل سهم داخل هذه العينة وأخيرا طريقة حساب متوسط المؤشر.

1- العينة: تعتبر العينات من أهم الركائز التي تبنى على أساسها المؤشرات لأنها يجب أن تمثل تمثيلا جيدا كل الأسهم المتداولة في السوق أو الخاصة بالصناعة، وتكون العينة المعتمدة ممثلة على أساس ثلاثة مبادئ:

1-1- حجم العينة (Sample Size): القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق [هندي، (A)، 1999، ص. 249].

1-2- الاتساع: كما يجب أن يتوافق حجم العينة مع الهدف من المؤشر فإذا كان هذا الأخير يعبر عن كافة أسهم السوق يجب أن تمثل العينة كافة القطاعات والصناعات الموجودة في السوق دون تحيز لقطاع أو صناعة على حساب أخرى. أما إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين فيجب أن تكون العينة شاملة لكل الشركات الناشطة به دون تحيز لنوع معين من الشركات.

1-3- المصدر: مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يشملها المؤشر هو سوق رأس المال الذي يتم فيه تداول هذه الأسهم فمثلا مؤشر (CAC 40) الفرنسي المبني على أساس قيم أسهم أكبر 40 شركة في الاقتصاد الفرنسي يعتمد على الأسعار السوقية لهذه الشركات المسعرة في بورصة باريس [Veialles, 2005, p. 24-25]. وتجدر الإشارة هنا إلى أن المؤشرات المبنية على أساس عينات صغيرة نسبيا مقارنة بالمجتمعات التي سحبت منها مثل مؤشر داو جونز أو ستندر أند بور (CAC 40) لا تقل كفاءة عن المؤشرات المبنية على عينات تشمل كافة الأسهم المتداولة في هذه الأسواق ويعود السبب في ذلك إلى:

- القيمة السوقية للأسهم التي تشملها هذه العينات تمثل نسبة عالية من إجمالي القيمة السوقية للأسهم التي يشملها المجتمع الذي سحبت منه هذه العينة.
- أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعودا أو هبوطا... و بذلك فالعينة يمكنها أن تعكس حالة السوق بصفة عامة [Lori et al, 1985, p. 41] نقلا عن [هندي، (A)، 1999، ص. 249-250].

2- الأوزان النسبية لمفردات العينة: يتم ترجيح المفردات المكونة للعينة بأوزان معينة سواء كانت سعر السهم أو القيمة السوقية الإجمالية للسهم أو بالتساوي في الترجيح اعتمادا على أوزان متساوية.

2-1- الترجيح على أساس أسعار الأسهم: حسب هذا المدخل يحسب وزن كل سهم على أساس النسبة بين سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى المكونة للعينة. و من أهم الانتقادات الموجهة لهذا المدخل:

أ - سعر السهم لا يعبر عن قيمة المنشأة حيث أن قيام هذا المدخل على سعر السهم في حساب الوزن النسبي داخل المؤشر مجحف في حق بعض الشركات التي تتساوي مع شركات أخرى في إجمالي القيمة السوقية للأسهم، ولكنها تزيد عنها في عدد الأسهم المصدرة. وبالتالي تكون أسعار أسهم الشركات الأخرى أعلى من أسعار أسهم هذه الشركة على الرغم من تساوي القيمة السوقية الإجمالية للإصدارين، وبذلك فسعر السهم قد لا يكون مؤشرا عن أهمية المنشأة أو حجمها .

ب -تأثر قيمة المؤشر في حالة اشتقاق الأسهم أو توزيع أسهم مجانية حيث يترتب على تجزئة الأسهم وتوزيعات أسهم المنحة تغيير في قيمة المؤشر دون أن يكون هناك تغير حقيقي في أسعار البيع والشراء [عبد اللطيف، 1998، ص.236].

2-2- **الترجيح بالأوزان المتساوية لأسهم المؤشر:** حسب هذا الأسلوب يتم ترجيح أسهم المؤشرات بالاعتماد على قيم نسبية متساوية لكل سهم، وتحسب هذه القيمة (معامل الترجيح) على أساس سعر السهم وهو يساوي لمقلوب سعر السهم. ثم يحسب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم \times معامل الترجيح. و يُعاب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم بصرف النظر عن عدد الأسهم المتداولة منه، بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالبورصة [عبد اللطيف، 1998، ص.237].

2-3- **الترجيح بالقيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر:** إذا ما انتقلنا إلى مدخل الأوزان حسب القيمة نجده يعطي وزنا للسهم على أساس القيمة الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي [هندي، (A)، 1999، ص.255]. و هذا يعني أن الشركات التي تتساوي قيمتها السوقية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن عدد الأسهم المصدرة وسعر السهم الواحد.

المطلب الرابع: الطرق المستخدمة في حساب قيمة المؤشر

تؤثر الطريقة المستخدمة في حساب المتوسط على قيمة المؤشر حيث يتم حساب معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، مثل مؤشر داو جونز ومؤشر (S & P 500) إلا أن هناك بعض المؤشرات التي تعتمد في حساب قيمتها وعائدها على أساس المتوسط الهندسي مثل مؤشر فيننشال تايمز (Financial Times) 30 (F.T 30) والمؤشر العام للسوق ببورصة نيويورك (Major Market index). و تجدر الإشارة إلى أن المؤشرات التي تحسب على أساس المتوسط الهندسي تتميز بارتفاعها ببطء وانخفاضها بسرعة شديدة على عكس المؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي [عبد اللطيف، 1998، ص.24]. ويحسب المتوسط الهندسي عن طريق إيجاد الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم المكونة للمؤشر وذلك كما هو موضح من خلال المعادلة (1-2):

$$\text{المتوسط الهندسي} = \sqrt[n]{س_1 \times س_2 \times س_3 \times \dots \times س_{n-1} \times س_n} \quad \text{المعادلة (1-2)}$$

س ن = سعر السهم ن

ن = عدد الأسهم .

• المؤشرات في البورصات العالمية

تحتل المؤشرات في وقتنا الحالي مكانة حساسة بين المستثمرين حيث تعتبر الأساس لكل القرارات التي يتخذونها. لذلك تهتم كل وسائل الإعلام بنشر المؤشرات الأكثر شيوعاً وتحديد مستويات أدائها بشكل مستمر. و الملاحظ هو أن المؤشرات يمكن أن تقسم بناءً على طرق حسابها إلى ثلاثة أقسام. و يوضح الجدول (1-2) التقسيمات الثلاثة للمؤشرات على أساس طريقة حسابها إضافة إلى تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على نفس الأساس.

الجدول (1-2)

تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات الترجيح

مؤشرات العالمية	معيان التقييم
مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) مؤشر داو جونز لشركات النقل مؤشر داو جونز لشركات المنافع العامة المؤشر العام للسوق (Major Market index)	مؤشرات مرجحة على أساس السعر السوقي للسهم
مؤشر ستندر أندر بور 500 (S & P500) مؤشر ويلشار 5000 (the welchere 5000) مؤشر بورصة نيويورك (NYSE) مؤشر البورصة الأمريكية (AMEX) وسلسلة مؤشرات نازداك للأسواق الغير المنتظمة	مؤشرات مرجحة على أساس القيمة السوقية الإجمالية
فيننشال تايمز 30 (Financial times 30)	مؤشرات مرجحة بأوزان متساوية

المصدر: [عبد اللطيف، 1998، ص.242]

حيث يمثل الجدول (1-2) المؤشرات التي تشترك في طريقة حسابها، حيث تشترك مجموعة مؤشرات داو جونز والمؤشر العام للسوق في أنها تعتمد على الترجيح على أساس السعر السوقي للسهم. في حين يتم

اعتماد الترجيح على أساس القيمة السوقية في حساب كل من مؤشر ستندر أند بور 500، مؤشر ويلشار 5000، مؤشر بورصة نيويورك، مؤشر البورصة الأمريكية وسلسلة مؤشرات نازداك للأسواق الغير منظمة. أما مدخل الترجيح بأوزان متساوية فهو يعتمد لحساب مؤشر فيننشال تايمز 30.

المبحث الثاني: مقومات الاستثمار في الأسهم

يُدرِك المستثمر في أسواق الأوراق المالية أن أسعار الأسهم تتأثر بمجموعة كبيرة من العوامل، لذلك فهو يسعى إلى معرفة هذه العوامل وتحديد تأثيراتها على اتجاه الأسعار ومن خلال هذا المبحث سنتعرف أولاً على العوامل والمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة السهم السوقية ثم إلى طرق وأساليب تقييم الأسهم.

المطلب الأول: محددات القيمة السوقية للسهم

يتفق الأكاديميون والممارسون على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء متغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عمليات المنشأة والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمته الحالية التي تعادل في مجموعها القيمة السوقية للمنشأة [هندي، (A)، 1999، ص. 211-212].

1- التدفقات النقدية المتوقعة: يسمح تحليل التدفقات النقدية من معرفة التطورات الحاصلة من فترة إلى أخرى عن وضعية المنشأة فكل العمليات التي تقوم بها ينتج عنها تلقائياً خروج أو دخول الأموال من أو إلى الخزينة ، لذلك فالاعتماد على تحليل التدفقات النقدية يمكن من تفسير حركة الأموال داخل المنشأة ويصف الظواهر المتحركة المرتبطة بها [Keiser,1996, p. 225]. لذلك فالتدفقات النقدية تقع تحت التأثير المباشر لحجم مبيعات المنشأة ومدى تحكمها في التكاليف، كما أن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى عوامل خارجية، ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها ومدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها [هندي، (A)، 1999، ص. 212] كما لا يجب إهمال التغيرات الاقتصادية العامة كالكساد والرواج أو التضخم والتي تكون عرضة لها كل المنشآت داخل الدولة بدرجات متفاوتة إضافة إلى التغيرات والأزمات الدولية التي يكون لها انعكاس على الاقتصاد المحلي.

2- معدل خصم التدفقات النقدية: يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر الذي يوجه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها منشأة معينة، وهذا المعدل بدوره يتحدد على أساس المتغيرات التالية:

أ- معدل الفائدة الحقيقي: وهو يمثل معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن حرمانه من الاستعمال الآتي لأمواله. هذا وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات استثمار خالية من المخاطر، ويعتبر العائد على أذونات الخزنة التي

تصدرها الحكومة والتي عادة ما لا تتجاوز فترة استحقاقها عن السنة مثالا للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر [هندي، (A)، 1999، ص. 213].

ب- معدل التضخم والضرائب: حيث أكدت الدراسات أن معدل الفائدة السائد في السوق هو معدل فائدة اسمي وليس حقيقي وذلك اعتمادا على ما يعرف بأثر فيشر (Fisher) فمعدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة السائد في السوق منقوصا منه معدل التضخم. فإذا حصل مستثمر على عائد قدره 10 % في السنة وكان معدل التضخم لنفس السنة 3 % فإن معدل العائد الحقيقي الذي حصل عليه المستثمر يساوي 7 % فقط وهذا العائد ينخفض كلما ارتفع معدل التضخم. وقد اتضح من الدراسات أن الأسهم تحقق معدل عائد حقيقي مرتفع عندما يتجه معدل التضخم إلى الانخفاض بينما قد يكون هذا المعدل سالب إذا أتجه معدل التضخم إلى الارتفاع، وكقاعدة عامة نجد أن الأسهم تعطي معدل عائد أقل سلبية مقارنة بالسندات أو أدونات الخزنة في حالة اتجاه معدل التضخم إلى الارتفاع [حنفي، 2003، ص. 205]. كما يجب عدم إغفال تأثير الضرائب على معدل العائد الحقيقي علما بأن معدلات الضرائب تزيد مع ارتفاع معدلات التضخم باعتبارها جزء من السياسة المالية لمعالجة هذه المشكلة، وبذلك فإن معدل العائد الحقيقي، يقع تحت التأثير المزدوج لكل من التضخم والضرائب.

ج- معدل العائد المطلوب على الاستثمار: حيث يتجه المستثمر إلى شراء الأوراق المالية التي تضمن له التعويض عن المخاطر المرتبطة بالمنشأة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية

تحدد القيمة السوقية للأسهم على أساس العوامل التالية:

1- المتغيرات الدولية: ينتقل الأثر الناتج عن المتغيرات الدولية سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية من دولة إلى أخرى عبر عدة قنوات. فالأزمات والحروب في منطقة معينة تؤثر على الهيكل الإنتاجي لعدد من الدول كما أن التضخم ينتقل بين الدول عبر قنوات التجارة الخارجية، إضافة إلى انتقال موجة السوق الهبوطي (Baer Market) بين أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم. لذلك يجب على المستثمر أن يكون على اضطلاع بكل التغيرات الدولية حتى يتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري السليم تماشيا مع الأوضاع المختلفة.

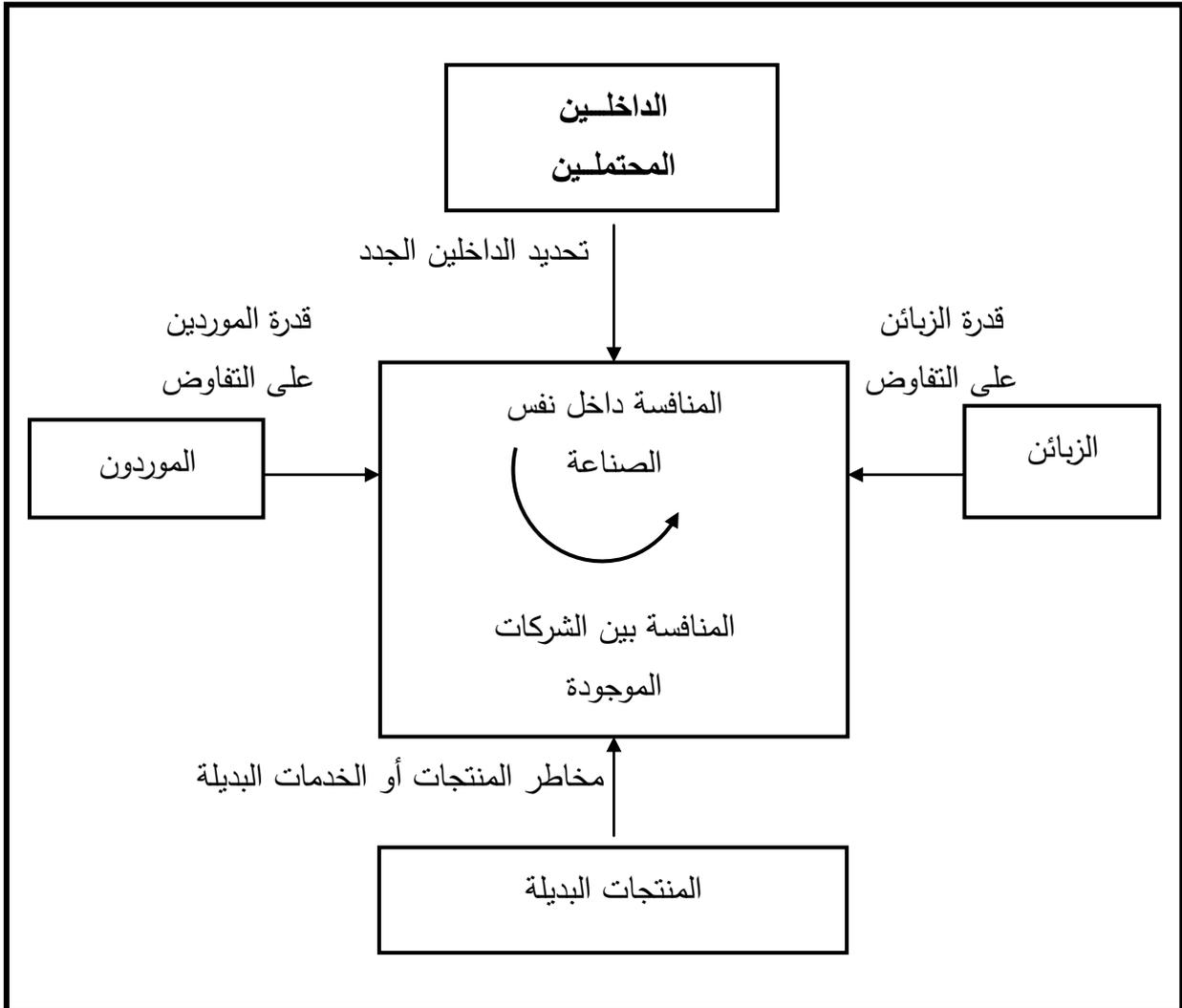
2- الظروف الاقتصادية المحلية: إذا كانت الشركات المحلية تتأثر بالمتغيرات الخارجية فإن تأثير الوضعية الاقتصادية المحلية عليها يكون أكبر، ومن أهم هذه العوامل : درجة النمو الاقتصادي في الدولة، موقع الاقتصاد من الدورة الاقتصادية، معدل التضخم، مستوى سعر الفائدة، نسب البطالة، معدلات الاستثمار. وقد أكدت مجموعة من الدراسات الارتباط الكبير بين المتغيرات الاقتصادية العامة وتقلبات أسعار الأسهم في الأسواق الرأس مالية، حيث كشفت دراسة بيريلي [Brealey, 1969, p. 59-61] أن حجم هذا التأثير يعادل تماما حجم التأثير الذي تحدثه الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها بعبارة أكثر

دقة أن نسبة تتراوح ما بين 30 % إلى 35 % من التغيرات في سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية العامة [هندي، (A)، 1999، ص. 215-216].

3- ظروف الصناعة: تعرف الصناعة على أنها كل الشركات التي لديها نفس النشاط وبالتالي تكون منتجاتها متشابهة في العديد من الصفات وتستهدف نفس الفئات من المستهلكين، و تتأثر الصناعة بالظروف الاقتصادية العامة المحيطة بالصناعة نفسها مثل مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية، والفرص المستقبلية لتنمية المنتجات والمنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعا بديلة والمنافسة بين شركات الصناعة نفسها و غير ذلك من العوامل. [هندي، A، 1999، ص. 217] وقد أشار (Porter) من خلال تحليله للميزة التنافسية إلى القوى الأساسية المؤثرة على مردود الصناعة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل (2-3).

المخطط (2-3)

القوى التنافسية الخمسة المحددة لمردودية الشركات التابعة لنفس القطاع أو الصناعة



Source : (Porter, 1992, P.15)

4-ظروف الشركة: وهي تشمل كل المتغيرات المتعلقة بالشركة التي من شأنها أن تؤثر على أدائها ومستوى العائد الذي تحققه وبالتالي تؤثر على نظرة المستثمرين وعلى قراراتهم الاستثمارية ومن أهم هذه العوامل؛ المركز المالي للشركة، الاستثمارات المستقبلية، مستوى التنظيم، الحصة السوقية والمركز التنافسي.

5- عوامل أخرى

أ- العوامل المالية: ينطبق على البورصة قانون العرض والطلب كلما ازدادت كمية رؤوس الأموال الموضوعة في التداول كلما تحسنت أسعار أوراق البورصة واتجهت نحو الصعود، كلما قلت كمية رؤوس الأموال المعروضة كلما اتجهت أسعار البورصة نحو الهبوط [شمعون، ص. 70-71]. كما تجدر الإشارة إلى أن إقدام المستثمرين على توظيف أموالهم في البورصة أو أحجامهم عن ذلك مرتبط بمتغيرات أخرى أهمها: مستوى الأجور، الميل نحو الادخار ومعدلات المخاطرة، إضافة إلى معدلات العائد على الفرص البديلة كمعدل الفائدة مثلا حيث تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في حساب القيمة الجارية للسهم وذلك حسب المعادلة (2-2) :

المعادلة (2-2)

$$ج = س \frac{ع}{ف}$$

حيث أن

ج: القيمة الجارية للسهم (القيمة السوقية)؛

س: القيمة الاسمية للسهم؛

ع: متوسط العائد الذي يدره السهم وهو بذلك يمثل حصة السهم من أرباح الشركة كنسبة إلى سعر السهم؛

ف: متوسط سعر الفائدة في السوق (سعر الفائدة الجاري).

ومن خلال هذه العلاقة يمكن استنتاج ما يلي:

- عندما يكون معدل العائد على السهم (ع) أعلى من سعر الفائدة الجاري (ن) ترتفع القيمة السوقية للسهم (ج) عن القيمة الاسمية (س)؛
- عندما ينخفض معدل العائد على السهم عن سعر الفائدة الاسمي تنخفض القيمة السوقية للسهم عن القيمة الاسمية؛
- عندما يتساوى المعدلين تتساوى القيمة الاسمية والجارية للسهم وهذا التحليل يفترض ثبات كل المتغيرات الأخرى [عطون، 2003، ص. 392-393].

ب- **العوامل النفسية:** تعتبر المتغيرات المذكورة سابقا أساسا جيدا يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية السليمة خاصة وأن هذه المعلومات متوفرة في الحال (أو بتأخير زمني قصير) ودون تكلفة (أو بتكلفة بسيطة) حسب فرض كفاءة أسواق رأس المال، إلا أن استجابة المستثمرين لهذه المعلومات تكون مختلفة تماما حيث تلعب العوامل النفسية دورا هاما في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الهبوط. هذه التأثيرات النفسية مختلفة ومتعددة إذ يركز بعضها على معلومات ذات أهمية حقيقية فتكون القرارات الناتجة عنها اقرب من الموضوعية، و البعض الآخر يركز على الترقب [شمعون، ص. 72].

المطلب الثالث: تقدير قيمة الأسهم (تقييم الأسهم)

يعتبر شراء الأسهم العادية توظيف لأموال لذلك فالمستثمر يتوقع حصوله مقابل هذا التوظيف على عائد مجزي يعوضه عن تنازله عن الاستخدام الحالي لأمواله ويغطي المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار. لذلك يهتم المستثمرون بشكل كبير بقياس معدلات العائد الناتج عن التوظيفات التي يقومون بها وذلك لمقارنتها مع كل المجالات الأخرى المتاحة للاستثمار (فرص بديلة) والمخاطر المرتبطة بها حتى يتمكنوا في النهاية من إيجاد أنسب استثمار لتطلعاتهم. وهكذا فأول خطوة يقوم بها المستثمر في تقييم الاستثمار هي ما إذا كان سعره السوقي يتناسب مع العائد المطلوب وفي حالة الأوراق المالية يتم ذلك عن طريق تقدير قيمة الورقة المالية بناءً على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب، و بعد أن ينتهي من تقدير قيمة هذه الورقة المالية يقوم بمقارنة هذه القيمة المقدرة بالسعر السوقي السائد لتحديد ما إذا كان يريد شراء الورقة المالية [حماد، 2006، ص. 32].

1- نموذج الخصم (Discount Model) :

يتفق عدد كبير من الأكاديميين على أن تقدير الأسهم اعتمادا على مدخل نموذج الخصم هو انتقاد للفكر الذي يبنى عليه التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)؛ إلا أن النموذج في حد ذاته يمكن تطبيقه من طرف المحللين الأساسيين وأيضا الفنيين. و يعتمد هذا الأسلوب على إيجاد الأسهم المباعة بأقل من قيمتها لذلك يجب على المستثمر تحديد القيمة الذاتية (Intrinsic Value) أو ما يسمى بالقيمة النظرية للورقة المالية والتي يطلق عليها أحيانا القيمة العادلة (Fair Value) من وجهة نظر المستثمرين [هندي، (B)، 1999، ص. 361]. هذه القيمة تساوي التدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر وهذا ما توضحه المعادلة (2-3).

المعادلة (2-3)

$$C = \sum_{s=1}^n \frac{C_s}{(1+m)^s}$$

حيث أن:

ق: القيمة العادلة للسهم؛

قس: التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار؛

م: معدل الخصم وهو في هذه الحالة معدل العائد الذي يرغب المستثمر الحصول عليه مقابل شرائه لهذا السهم.

■ والملاحظ هو أن هذا النموذج يبنى على أساس متغيرين أساسيين هما:

أ- العوائد المتوقعة (التدفقات النقدية المستقبلية)؛

ب- معدل العائد المطلوب.

■ يعتبر قياس التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من الأسهم العادية أصعب من السندات أو الأسهم الممتازة، لأن المستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد والبرنامج الزمني لها [حماد، 2006، ص. 50]. يمكن استخراج قيمة معدل العائد م على أساس معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) حسب المعادلة (4-2).

المعادلة (4-2)

$$م ه = م خ + (م ق - م خ) تام$$

م ه: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية ه؛

م خ: معدل العائد للتعويض عن عنصر الزمن، ويقاس هذا العائد على أساس العائد المتولد عن استثمار لا يتعرض لمخاطرة مثل سندات الخزينة (Risk free Rate): (R F. Rate).

(م ق - م خ): علاوة المخاطرة.

تام: عدد وحدات المخاطر المنتظمة [هندي، (B)، 1999، ص. 363].

وبالتالي المعامل الأساسي الذي يحدد الفرق بين معدلات العائد على الاستثمار المختلفة هو علاوة المخاطرة، وهي تشمل كل من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية إضافة إلى كل المخاطر الأخرى مثل التضخم وأسعار الصرف والتي يقيّمها المعامل بيتا β (يعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بمزيد من التفصيل لاحقاً في هذا المبحث).

■ **معدل العائد المطلوب** : يتحدد معدل العائد المطلوب على أي استثمار على أساس العناصر التالية:

- معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر الاقتصادية؛

- معدل التضخم المتوقع أثناء فترة الاحتفاظ؛

- علاوة مخاطرة تتحدد على ضوء عدم تأكد العوائد وتتأثر كل الاستثمارات بالمعدل الخالي من

المخاطرة ومعدل التضخم المتوقع لأن هذين المتغيرين يحددان المعدل الاسمي الخالي من

المخاطرة [حماد، 2006، ص. 44].

2- نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم: يفترض هذا النموذج أن قيمة السهم الجاري هي القيمة الحالية لكل توزيعات أرباح الأسهم النقدية والصياغة الرياضية تكون حسب المعادلة (5-2).

$$ق = \frac{ت_1}{(م+1)} + \frac{ت_2}{(م+1)^2} + \dots + \frac{ت_3}{(م+1)^3} + \dots + \frac{ت_\infty}{(م+1)^\infty}$$

المعادلة (5-2)

$$ق = \frac{ت_n}{(م+1)^n} \sum_{i=1}^{\infty} 1$$

حيث أن :

ت ن تمثل التوزيعات أرباح السهم للسنة ن؛

ق : قيمة السهم الحالي؛

م : هو معدل العائد المطلوب.

وتوافق المعادلة (5-2) الحالة التي يحتفظ فيها المستثمر بالسهم لفترة زمنية غير محدودة أما إذا قرر المستثمر بيع هذا السهم بعد انقضاء مدة زمنية معينة مثلا 3 سنوات تصبح المعادلة (5-2) كالتالي:

$$\hat{ق} = \frac{ت_1}{(م+1)} + \frac{ت_2}{(م+1)^2} + \dots + \frac{ت_3}{(م+1)^3} + \dots + \frac{ت_{(6-2)}}{(م+1)^{(6-2)}}$$

حيث أن $\hat{ق}$: هي القيمة التي يبيع بها المستثمر هذا السهم في نهاية الفترة 3 ويكون سعر البيع المتوقع للسهم ق في نهاية العام 3 هو أيضا القيمة الحالية لكل التوزيعات المستقبلية ما بعد العام الثالث مخصومة بمعدل العائد م وهي تحسب بالمعادلة (7-2).

$$\hat{ق} = \frac{ت_4}{(م+1)^4} + \dots + \frac{ت_5}{(م+1)^5} + \dots + \frac{ت_\infty}{(م+1)^\infty}$$

التي هي ببساطة امتداد للمعادلة الأصلية، و عندما يباع هذا السهم ستكون قيمته (أي سعر البيع في ذلك الوقت) القيمة الحالية لكل توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية وعندما يعاد خصم هذه القيمة من القيمة

الحالية، تعود إلى نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم الأصلي [جماد، 2006، ص.52] وذلك حسب المعادلة (8-2).

$$\frac{\frac{t}{(m+1)^{\infty}} + \frac{t}{(m+1)^5} + \dots + \frac{t}{(m+1)^4} + \frac{t}{(m+1)^3}}{3} = \hat{Q}_2$$

$$\frac{t}{(m+1)^{3+n}} \sum_4^n = \hat{Q}_2$$

$$\frac{t}{(m+1)^n} \sum_1^n = \hat{Q}_2$$

$$\frac{t}{(m+1)^{\infty}} \text{المعادلة (8-2)} - \frac{t}{(m+1)^3} + \dots + \frac{t}{(m+1)^2} + \frac{t}{(m+1)} = \hat{Q}_2$$

وذلك عندما $n \leftarrow \infty$.

ومن الضروري عند هذا المستوى من التحليل الإشارة إلى موضوع مهم قام على أساسه جدل كبير بين الدارسين وهو مدى ملائمة التعبير عن التدفقات النقدية بالتوزيعات واستخدامها كأساس لتقييم الأسهم العادية، بعبارة أخرى لماذا نركز على التوزيعات ونتجاهل الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن تتحقق؟ [هندي، (B)، 1999، ص. 368] خاصة وأن التوزيعات التي يحصل عليها صاحب السهم العادي ليست إلا قسما من العوائد التي يحققها السهم لأن القسم الثاني فهو نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والتي تنعكس على القيمة السوقية وعند بيع السهم يحصل المستثمر عليها في شكل أرباح رأسمالية، وبذلك يكون استخدام ربحية السهم أنسب من استخدام التوزيعات كتدفقات لحساب قيمته الحقيقية ويشير جونز [Jones, 1994, P.272]. إلى أنه عندما تحتجز الأرباح ويعاد استخدامها فإنها لا بد وأن تنعكس على السهم على أساس التوزيعات إضافة إلى الأرباح المحتجزة فإننا نكون بذلك قد احتسبنا تأثير مزدوج

(Double Counting) للتوزيعات؛ تأثير مباشر بقيمة التوزيعات وتأثير غير مباشر بقيمة الأرباح المحتجزة التي لا بد أن تكون جزء من التوزيعات المستقبلية [هندي، (B)، 1999، ص. 368]. ويمكن ملاحظة ذلك من خلال المعادلة (2-6)، (2-7) حيث يقرر المستثمر التخلي عن السهم بعد مدة زمنية معينة وعندما يحسب القيمة التي يبيع بها السهم (ق) على أساس التوزيعات المتبقية وبذلك فهو يدخل تأثير الأرباح المحتجزة في الحساب.

3- تطبيق نموذج خصم التوزيع عند اختلاف فترات الاحتفاظ بالأسهم:

يمكن التمييز بين حالتين:

أ- فترة الاحتفاظ لعام واحد:

إذا رغب المستثمر في شراء أسهم والاحتفاظ بها لمدة عام واحد ثم يبيعها يكون تقديره لقيمة كل سهم باستخدام نموذج خصم التوزيعات مبني على:

- سعر البيع الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه عند بيع السهم؛
- تقدير التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر خلال هذه المدة؛
- معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

ويتم تحديد هذه المتغيرات كما يلي:

لتقدير توزيعات هذا السهم للعام المقبل يجب أولاً تحديد ربح السهم للعام الماضي ثم تحديد نسبة التوزيعات التي اعتمدها المنشأة للعام المقبل. أما بالنسبة لسعر البيع المتوقع للسهم بعد عام واحد فيحسب بتطبيق نموذج خصم التوزيعات عن طريق تقدير التوزيعات المستقبلية للأرباح لعدة سنوات لاحقة من خلال المعادلة (2-5) حيث:

$$(5-2) \quad \frac{ت_n}{(م+1)^n} \sum_{2}^n = ق$$

و في ما يخص معدل العائد المطلوب فكما تمت الإشارة إليه سابقاً يتحدد على أساس المعدل الحقيقي الخالي من المخاطر ومعدل التضخم المتوقع والبدل الجيد لهذا المعدل هو العائد الموعود به على سندات حكومية مدتها عام واحد [حماد، 2006، ص. 54] ثم يحدد المستثمر علاوة المخاطرة.

ب- فترة الاحتفاظ غير محدودة : إذا كان المستثمر يتوقع الاحتفاظ بالسهم لفترة غير محدودة فمن الصعب جداً تقدير القيمة العادلة للسهم لأنه من الضروري التنبؤ بعدة فترات من أرباح الأسهم المستقبلية لكن توزيعات الأسهم تتوقف على عاملين:

- الأرباح السنوية المتوقعة للشركة المصدرة للسهم؛

- سياسة التوزيعات أو نمط توزيع الأرباح الذي قد يأخذ عدة أشكال، فهناك نموذج يقوم على افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية يعني أن نمو التوزيعات يساوي صفر، ونموذج يقوم على أساس نمو التوزيعات بمعدل ثابت، وأخيراً نموذج ثالث يقوم على افتراض تغيير نسبة نمو التوزيعات من سنة إلى أخرى [هندي، (A)، 1999، ص.370].

2-2- نموذج مضاعف الربحية وهو عبارة عن نسبة سعر السهم إلى ربحيته خلال 12 شهراً الأخيرة ويعرف هذا النموذج أيضاً بأسهم نسبة السعر، المكاسب.

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{السعر السوقي}}{\text{الأرباح (12 شهراً)}} = \frac{\text{ق}}{\text{ر}}$$

المعادلة (2-9)

حيث ق تمثل القيمة السوقية للسهم وعادة ما يقصد بها سعر الأفعال يوم التقييم أما (ر) فتمثل ربحية السهم التي عادة ما يقصد بها ربحية السهم خلال الإثني عشر شهراً الأخيرة [هندي، (B)، 1999، ص.380] وهذا المضاعف يدل على عدد الوحدات النقدية التي يقبل المستثمرون دفعها لشراء السهم مقابل كل وحدة نقدية واحدة من الأرباح فمثلاً: إذا كان المستثمرون مستعدون لدفع عشرة أمثال المكاسب المتوقعة، فإنهم يقدرون قيمة سهم يتوقعون أن تصل أرباحه دولارين أثناء العام بـ 20 دولار.

المطلب الرابع: تحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم

يقوم كل قرار استثماري على اعتبارين أساسيين وهما العائد المتوقع ومستوى المخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد. ويتأرجح القرار الاستثماري بين الرغبة في الحصول على عائد أكبر والقبول بمستوى عال من المخاطرة والقبول بعائد متواضع مع تخفيض المخاطر المرتبطة بالاستثمار. أما في ما يخص الأسهم فالاستثمار فيها يُمكن المستثمر من الحصول على عائد أكبر من الاستثمار في أصول رأسمالية أخرى لأن العائد على الأسهم يكون مكون من:

- التوزيعات التي يحصل عليها صاحب السهم من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وتقرر توزيعها؛
- الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين قيمة شراء السهم وقيمة بيعه في تاريخ لاحق، كما أن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم كثيرة ومتعددة وهذا ما يزيد في انحراف العائد المحقق عن العائد المتوقع من طرف المستثمر.

1- تحليل العائد:

يستحيل على المستثمر تحديد عائد فترة الاحتفاظ في ظل ظروف عدم التأكد، وذلك بسبب وجود مجال معين لاحتمال وقوع المخاطر وتحقيق العوائد، لذلك يلجأ المستثمرون إلى صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، ويمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي إما موضوعي أو ذاتي (شخصي)، ويتم تشكيل التوزيع الاحتمالي الموضوعي عن طريق قياس البيانات التاريخية الموضوعة أما التوزيع الاحتمالي

الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية تم تخصيص احتمالات لها [حماد، 2000، ص. 261].

1 + الاحتمالات الموضوعية والاحتمالات الشخصية:

تتطلب عملية قياس العائد المتوقع من الاستثمار معرفة الاحتمالات المرتبطة بكل الأوضاع المتوقعة ثم وضع وزن يقابل كل حالة وهو احتمال تحققها. و يتم تحديد الاحتمالات الموضوعية في حالة الاستثمارات المالية عن طريق التوزيع التكراري للعوائد التي حققتها الورقة المالية في الماضي [عبد اللطيف، 1998، ص. 129]. و يتوقع المستثمر أن الثبات النسبي للعوامل المؤثرة على أداء السهم تجعل من السهل وضع تصور للتغيرات التي تحصل على العائد من هذا الاستثمار في المستقبل، أما في حالة غياب البيانات المتعلقة بعوائد الاستثمار في فترة ما حيث يقوم المستثمر بوضع احتمالات شخصية كأساس لاتخاذ قراره الاستثماري بناء على المعطيات الحالية المؤثرة على أداء الشركة المصدرة للسهم.

1-2- قياس العائد التاريخي: يتم قياس العائد التاريخي المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معرفة بسعر الشراء وسعر البيع والتدفق النقدي خلال هذه الفترة. فمثلا حساب عائد الأسهم العادية يتطلب معرفة التغير بين لحظتين زمنيتين إضافة إلى التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة [حنفي، 2006، ص. 113]. ويمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة (2-10)

المعادلة (2-10)

$$r = \frac{(S_1 - S_0) + T}{S_0}$$

حيث أن:

ر: معدل العائد التاريخي؛

س1: القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة؛

س0: القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة؛

ت: التوزيعات خلال هذه الفترة.

ويمكن حساب العائد الإجمالي السنوي بالمعادلة (2-11)

المعادلة (2-11)

$$r_1 = \frac{360}{\text{مدة الاستثمار بالأيام}} \times \frac{\text{التوزيعات} + \text{الريح الرأسمالي}}{\text{قيمة الاستثمار المبدئي}} = 1$$

نستعمل هذه المعادلة عند المقارنة بين بديلين استثماريين يختلفان من حيث مدة الاستثمار. كما يمكن استخدام معادلة المتوسط الحسابي لحساب معدل العائد التاريخي لعدة فترات زمنية وذلك حسب المعادلة (12-2).

المعادلة (12-2)

$$r_n = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_i$$

وهذا يعني أن متوسط عائد السهم التاريخي هو مجموع العوائد المحققة على عددها. **1-3-1- التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد:** إن وضع توزيع احتمالي للعائد يتطلب تحديد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال والعائد المتوقع في كل حالة، كما يجب أن لا تتجاوز القيمة الكلية للتوزيع الاحتمالي الواحد الصحيح. أما فيما يخص الاحتمالات فإن ما يحدث في الماضي يؤثر على المشاعر الحدية بشأن المستقبل، ولكن إذا لم يكن توزيع الاحتمالات ثابتاً نوعاً ما بمرور الوقت فإن توزيع الاحتمالات التاريخية لمعدلات العائد لا يكون ذو فائدة كبيرة في المساعدة على التنبؤ بتوزيع الاحتمالات المستقبلية [حماد، 2000، ص. 261].

1-3-1- العائد المتوقع (Expected Return): يحسب العائد المتوقع بناء على احتمالات تحقق ظروف معينة مضروبة بالعوائد المحتملة عند كل ظرف وذلك حسب المعادلة التالية (13-2):

المعادلة (13-2)

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \sum_{i=1}^s p_i \cdot r_i$$

حيث أن :

م : العائد المتوقع في ظل الاحتمال س؛

ح: قيمة الاحتمال س.

تعرف هذه القيمة إحصائياً باسم المتوسط أو العزم الأول للتوزيع الاحتمالي أما العزم الثاني وهو التباين فيستخدم لقياس المخاطر.

يجب التفريق بين المخاطر وعدم التأكد ويتمثل هذا الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقيق التدفق النقدي، فالمخاطر تصف موقفاً يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده على وضع توزيع احتمالي، أما عدم التأكد فإنه يصف موقفاً لا يتوافر فيها لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية [هندي، (B)، 1999، ص. 250-251].

يمكن إتباع التوزيع الاحتمالي للعائد لتحديد حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار وبالتالي تزيد المخاطر كلما زاد تشتت قيم العائد عن القيمة المتوقعة (المتوسط). حيث كلما زاد النقلب في هذه المعدلات زاد حجم المخاطر، لذلك يعتبر الانحراف المعياري أو التباين مقياس لمعرفة درجة التشتت في هذه العوائد [حماد، 2006، ص. 119]. وبحسب التباين بالمعادلة (2-14).

$$\sum_{s=1}^n (m_s - m)^2 = \delta^2$$

$$\delta^2 = 1^2 (m_1 - m)^2 + 2^2 (m_2 - m)^2 + \dots + n^2 (m_n - m)^2 \quad \text{المعادلة (2-14)}$$

حيث أن:

ح_س: احتمال حدوث الظرف س؛

م_س: العائد المتوقع عند الظرف س؛

δ^2 : مقدار العائد المتوقع.

ويكون قياس التشتت أو الخطر على أساس الانحراف المعياري وهو الجذر التربيعي للتباين.

$$\sqrt{\delta^2} \text{ أي } \delta \text{ معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{معدل العائد المتوقع}} \times 100 \quad \text{المعادلة (2-15)}$$

ويحسب معامل الاختلاف حسب المعادلة (2-15).

2- تصنيف المخاطرة:

ترتبط المخاطرة عموماً بعدم اليقين بنتائج الأحداث المستقبلية في حين يجري الكثير من المستثمرين والمقرضين تقييمات ذاتية (أي غير موضوعية للمخاطرة) فقد قام الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية تنتسب للمفهوم الإجمالي العام المعروف باسم نظرية بيتا، ووفقاً لهذه النظرية فإن المخاطرة الكلية المرتبطة باستثمار ما تتكون من عنصرين [حماد، 2006، ص. 11].

2-1- المخاطر المنتظمة: وهي المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق أو الصناعة التي تنتمي إليها، لذلك فهي تعرف باسم مخاطر السوق ويكون مصدر هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. ونظراً لأن مصدرها ظروف عامة اقتصادية أو سياسية... فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو

تخفيضها بتنوع مكونات المحفظة (أي بتوزيع مخصصات المحفظة على أوراق مالية تصدرها عدة منشآت) [هندي، (B)، 1999، ص. 256]. و لهذه المخاطر مصادر عدة يمكن إدراج البعض منها في ما يلي:

- **مخاطر سعر الفائدة:** تعتبر مخاطر التغيير في سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة لأن تأثير هذا التغيير ينعكس على كل الأوراق المالية بغض النظر عن طبيعة الورقة أو الشركة المصدرة لها. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، ومن المتوقع بالطبع أن يكون لارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر [هندي، (A)، 1999، ص. 258]. وتكون هذه العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية ناتجة عن كون سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، و هكذا تميل كافة الأوراق المالية إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحاصلة في مستوى أسعار الفائدة [حماد، 2006، ص. 16]. يكون تأثير مخاطر أسعار الفائدة على أسعار الأسهم العادية بدرجة أقل من تأثيره على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.

- **مخاطر السوق:** تنشأ مخاطر السوق نتيجة الاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة [هندي، (B)، 1999، ص. 258-259]. و نتيجة لهذه الظروف تتجه أسعار الأوراق المالية للتحرك في نفس الاتجاه ولكن بنسب متفاوتة. و نجد أن الأحداث الخارجية (The External Events) التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، وطالما أنه يصعب التنبؤ بالأحداث الخارجية فإن المستثمر لا يستطيع فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث. و تكون الأسهم العادية أكثر عرضة للتأثر بهذه التقلبات على عكس الأوراق المالية الأخرى كالسندات والأسهم الممتازة حيث تكون قيمتها الحقيقية المقدره أكثر دقة من القيمة الحقيقية للأسهم العادية.

- **مخاطر القوة الشرائية:** من المعروف أن القوة الشرائية للنقود تتخفض بفعل ارتفاع معدلات التضخم. وتصل مخاطرة القوى الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة [حماد، 2006، ص. 17]. و على العكس من ذلك فالأسهم العادية تعتبر وسيلة للاحتياط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية للنقود وذلك أن العائد عليها ليس ثابت وبذلك فإن ارتفاع هذا العائد يمكن أن يعوض عن انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمارات.

- **الضرائب:** تؤثر الضرائب على العوائد التي يحصل عليها المستثمر لأنها تقتطع على التوزيعات والعوائد، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالعوائد الأخرى لهذه الاستثمارات فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية فإن أكبر معدل الضريبة على الدخل الحقيقي 39.6% بينما معدل

الضريبة على الأرباح الرأسمالية 20%، لذلك فمن الأفضل للمستثمر أن يخضع للضريبة على الأرباح الرأسمالية بدلا من الضريبة على الدخل [حماد، 2003، ص. 205]. ويمكن حساب معدل العائد بعد الضريبة بالمعادلة (2-16) كما يلي:

$$\text{معدل العائد بعد الضريبة} = (1 - \text{معدل الضريبة}) \times \text{معدل العائد قبل الضريبة}$$

المعادلة (2-16)

المخاطر السياسية: يكون لبعض القرارات السياسية أثر كبير على الوضع الاقتصادي بشكل عام. فتغير معدلات الضرائب أو تغير سعر صرف العملة أو تغير سياسة التجارة الخارجية يؤثر على أرباح الشركات وبالتالي على أسعار أوراقها المالية في السوق، وعلى العموم فإذا كان من السهل تجنب مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية التابعة للشركات التي تعمل في ظل أوضاع اقتصادية وسياسية مضطربة. فإنه من المستحيل التنبؤ بالأحداث السياسية المستقبلية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

- **مخاطر السيولة:** ترجع مخاطر السيولة إلى عدم التأكد من إمكانية استرداد أو تسهيل الاستثمار دون خسارة تذكر في القيمة، فبعض الاستثمارات أكثر سيولة من غيرها. فكلما كان الاستثمار أكثر سيولة كلما كان من السهل الشراء والبيع دون خسارة في السعر [حماد، 2003، ص. 200].

- **مخاطر العملة الأجنبية:** يؤدي الاستثمار في شركات أجنبية بالمستثمر إلى الوقوع في مخاطر تغير أسعار الصرف حيث أن العائد المحقق بالعملة الأجنبية قد يزيد أو ينقص مع تغير أسعار الصرف هذه العملة بالعملة المحلية. فإذا ارتفع العائد بنسبة 10 % وانخفض معه سعر صرف العملة المحلية بنسبة 10 % مقابل عملة الدولة الأجنبية فهذا يعني أن المستثمر لن يحقق أي عائد.

2-2- **المخاطر غير المنتظمة:** وهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يعود لظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يمكن التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدى.

- **مخاطر النشاط:** مخاطر النشاط هي حالة عدم التأكد المصاحبة لمبيعات الشركة وإيراداتها. فبعض الشركات أكثر خطورة من غيرها نتيجة لطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه ولذا يحدث تقلب كبير في المبيعات والإيرادات المصاحبة لذلك.

- **مخاطر الرافعة المالية:** تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول. ومع افتراض ثبات كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية [حماد، 2006، ص. 19].

كما تعرف هذه المخاطر باسم المخاطر المالية وهي ناتجة عن زيادة حجم الديون بالمقارنة بحقوق الملكية، حيث يصبح لزاما على الشركة أن تحقق أرباحا كافية على الأقل لتغطية الفوائد الثابتة وأقساط

سداد القروض. و يمكن تجنب مخاطر الرافعة المالية بالاستثمار في شركات تكون نسبة المديونية فيها عند أدنى الحدود.

- **مخاطر الإدارة (Management Risk):** تنتج مخاطر الإدارة عن اتخاذ قرارات خاطئة من شأنها أن تؤثر على أرباح الشركة واستمرارها، وأمثلة ذلك في الواقع كثيرة ومتعددة.

- **مخاطر الصناعة:** تتعرض المنشآت العاملة في نفس الصناعة أو في عدة صناعات متفاوتة إلى المخاطر التي تمس هذا الفرع من الاقتصاد دون غيره لأن هذه المخاطر ناتجة عن ظروف خاصة بصناعة ما. فعلى سبيل المثال أدى نقص المطاط إبان الحرب العالمية الثانية إلى تعرض شركات صناعة إطارات السيارات الأمريكية لمشاكل ومصاعب كبيرة حيث توصلت إلى إنتاج المطاط الصناعي [حماد، 2006، ص. 23]. وقد وضح (Porter, 1992, P. 15) أن كل من هذه القوى التنافسية تمثل أخطارا أو تهديدات محتملة تؤثر على الصناعة ككل، و بذلك يمكن أن تنهار صناعة كاملة كصناعة السيارات مثلا دون أن تتأثر الصناعات الأخرى من الاقتصاد إلا بعد فترة زمنية معينة. كما يؤكد (Porter) أن درجة استجابة الشركات المكونة للصناعة للتهديدات والمخاطر الخارجية لا تكون متشابهة وهذا يعود إلى الظروف المتعلقة بالشركة نفسها كالمركز المالي، والقدرة الإنتاجية التنافسية وطبيعة منتجاتها إضافة إلى تركيبة الزبائن الذين تخصم بهذه المنتجات.

وفي الأخير يمكن القول بأن المخاطر المنتظمة التي تكون كل الأوراق المالية عرضة لها فهي مخاطر عامة أو كلية، في حين المخاطر غير المنتظمة يمكن للمستثمر أن يخفضها لأدنى حدود عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعا جيدا حيث أن التغيرات من سعر سهم منشأة ما والتي تعزى إلى المخاطر غير المنتظمة لا يوجد ارتباط بينها (Statistically Independent) وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر غير المنتظمة لسعر سهم منشأة أخرى لاختلاف ظروف كل منهما. و لهذا يمكن للمستثمر تخفيض تلك المخاطر بتنوع مكونات محفظة أوراقه المالية [هندي، (A)، 1999، ص. 257] ولذلك يطلق على المخاطر المنتظمة اسم المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع بينما تعرف المخاطر الغير المنتظمة بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع.

3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (The Capital Asset Pricing Model) :

تعتبر المخاطر المنتظمة أو مخاطر السوق الأساس الذي يعتمد عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) باعتبارها المخاطر التي لا يمكن للمستثمر التخلص منها بتنوع الأوراق التي تشملها المحفظة المالية. حيث قام كل من شارب (Charpe) ولينتر (Lintner) بتوسيع نطاق نظرية المحفظة المالية المثلى (ماركوتز) ثم قاموا بوضع معادلة تأخذ بعين الاعتبار العائد المتوقع والمخاطر الخاصة بكل ورقة مالية، فيختار المستثمرون الذين يعتمدون في تكوين محافظهم على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) أحجام مختلفة من المحفظة. والهدف من هذا النموذج هو عرض الكيفية التي يتحدد على أساسها السعر على النحو الذي يضمن تحقيق عائدا أكبر على المخاطر الأكبر.

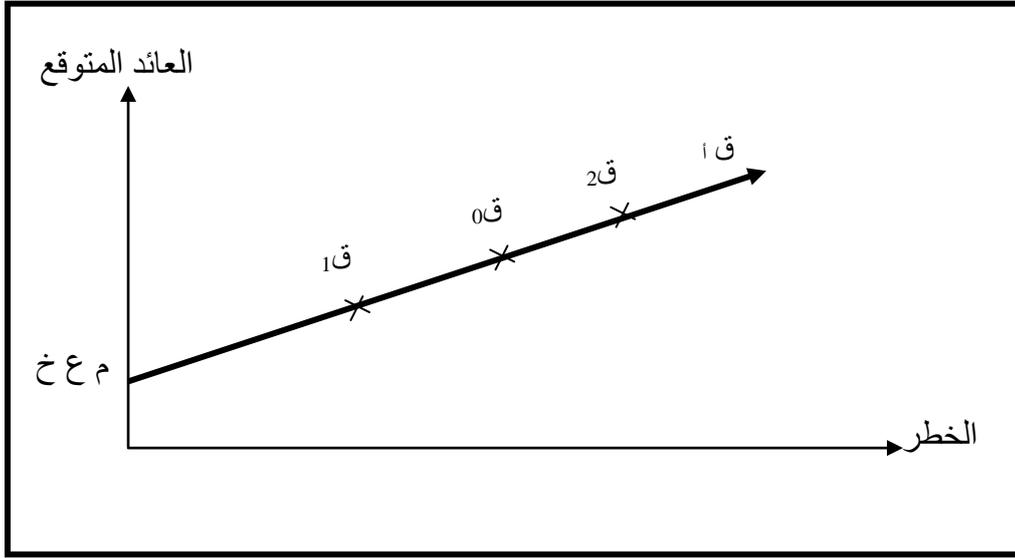
أ - البناء النظري للنموذج

يرتكز بناء النموذج على مجموعة من الفرضيات منها:

- المستثمرون في السوق لديهم نفس الآفاق الاستثمارية المبنية على أساس عائد ومخاطر الأوراق المالية.
- المستثمرون يكرهون المخاطرة (Risk Averse) [هندي، (B)، 1999، ص. 299].
- يتميز المستثمرون بالعقلانية خاصة في ما يتعلق بتشكيل المحافظ الاستثمارية حيث يجب أن يزيد العائد وتنخفض المخاطر.
- إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط مثل هذا الفرض من شأنه أن يتيح فرص أفضل لتقدير العائد على الاستثمار الخالي من الخطر [هندي، (B)، 1999، ص. 299].
- أن يكون سوق الأوراق المالية سوقا كاملا (تامًا)، وهذا يعني أن يخضع سوق الأوراق المالية للمنافسة الكاملة وأن يكون متوازنا [عبد اللطيف، 1998، ص. 341]. و يشمل هذا الفرض كل الفروض الأخرى المرتبطة بكفاءة السوق مثل عدم وجود تكاليف على المعاملات المالية وتوفر المعلومات لكل المستثمرين دون تكلفة ودون فارق زمني إضافة إلى إمكانية تجزئة الأصول المالية إلى أي كمية مهما صغر حجمها... الخ.
- يكون الإقراض والاقتراض بالنسبة للمستثمرين و معدل الفائدة خالي من المخاطرة ويشمل معدل التضخم. ويقصد هنا بمعدل العائد الخالي من المخاطرة أنه لا يشمل أيًا من المخاطر السابقة الذكر وتعتبر الأوراق المالية للحكومة أحسن مثال على ذلك لأنها لا تشمل مخاطر الإفلاس مثلا. كما أن الفائدة عليها يمكن أن تتضمن معدل التضخم. و تجدر الإشارة إلى صعوبة قيام المستثمر بالاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر لعدم إمكانية حدوث ذلك في الواقع بأي حال من الأحوال. ومن خلال الفرض السابق يمكن الوصول إلى النتائج التالية:
- * تتاح لكل المتعاملين نفس المحافظ الاستثمارية بنفس المخاطر وتكون معادلة لمحفظه السوق؛
- * يقوم المتعاملون بتشكيل توليفات من المحافظ مختلفة تماما عن بعضها البعض بالاعتماد على إمكانية الاقتراض والإقراض بمعدلات خالية من المخاطر كما في الشكل (2-4).

الشكل (2-4)

موقع المحافظ التي تشمل الاقتراض الخالي من المخاطرة من محفظة السوق



المصدر: (عبد اللطيف، 1998، ص. 342)

يوضح الشكل (2-4) أن المحافظ التي تشمل على استثمارات بعائد خالي من المخاطر تقع على يسار محفظة السوق $ق_0$. و بذلك تكون مخاطرتها أقل من مخاطر السوق مثل المحفظة $ق_1$ ، في حين تكون المحافظ الواقعة على يمين محفظة السوق أعلى مخاطرة. والملاحظ هو أن أغلب الفروض المذكورة سابقا غير واقعية ولا يمكن تحققها حتى في أكثر الأسواق كفاءة و كمالات غير أن شارب (Charpe 1985) يشير إلى أن تلك الفروض تجعل من الممكن النظر للمتعاملين من السوق على أنهم وحدة وبذلك يمكن الوصول إلى نموذج عام يحقق التوازن بين العائد والمخاطر، أي نموذج يمكن من تقدير العائد المطلوب للتعويض على المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار وهو ما يعرف بتسعير المخاطر [هندي، (A)، 1999، ص. 344].

ب- تكوين محفظة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM): بناء على الفروض السابقة يجب على المستثمر الذي يريد أن يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن يختار محفظة مكونة من كافة الأصول المخاطرة في السوق، وبالتالي سيقوم المستثمرون بالاحتفاظ بكميات صغيرة من كافة الأوراق المالية المخاطرة، وذلك كنسبة من القيمة السوقية لتلك المحفظة وإذا ما رغبوا في تحمل مخاطر أعلى من تلك المخاطر التي تعد السوق فإنهم سيقومون بالاقتراض لشراء كمية أكبر من محفظة السوق والانتقال إلى نقطة أعلى على المنحنى $م ع خ ق$ [عبد اللطيف، 1998، ص. 345]. وتعرف المحفظة المالية المكونة من كافة الأوراق المتداولة في السوق بمحفظة السوق أو محفظة المخاطرة المثلى ورمزها هو "ق"، وعلى الرغم من أن تلك المحفظة ينبغي أن تشمل على كافة أوجه الاستثمار من أسهم عادية

وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعملات وغيرها من الأصول الاستثمارية بما فيها الاستثمار في رأس المال الإنساني وهو ما قام عليه فكر ماركوتز. فإن الفكر الأكاديمي والممارسات العلمية قد قصرت مكوناتها على الأسهم العادية المتداولة في السوق [Charpe & Alexander,1990, p. 199] نقلا عن [هندي، (A)، 1999، ص. 303].

ج- العلاقة بين العائد والمخاطرة في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

تكون المجموعة الكفئة في ظل هذا النموذج على شكل خط مستقيم، وتعرف بصفة السوق أو خط سوق رأس المال (CML) (Capital Market Line) كما هو موضح في الشكل (2-4) وفي إطار الفروض السابقة للنموذج فإن كل المتعاملين في السوق يحتفظون بمحافظ استثمار مكونة من كل الأوراق المالية الخطرة في السوق بنسب مختلفة، وبالتالي فإن موقع كل محفظة من الخط (م ع خ ق أ) يعكس معدل عائد وحجم مخاطر تلك المحفظة، فإذا قمنا بقسمة قيمة العائد عند سوق مخاطر معين على حجم تلك المخاطر يمكن تحديد حجم العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر، وهو ما يعرف بتسعير السوق لوحدة المخاطر التي تتطوي عليها المحفظة، ولإيجاد ميل الخط المستقيم (م ع خ ق أ) يجب حساب الفرق بين العائد المنتظر تحقيقه من محفظتين على الخط المستقيم م ع خ ق أ الذي يعرف بخط السوق مقسومة على الفرق بين المخاطر المرتبطة بهاتين المحفظتين أي التغير في معدل العائد حسب المعادلة:

المعادلة (2-17)

$$\frac{\Delta م ع}{\Delta \text{المخاطر}}$$

و للتبسيط نختار النقطة ق التي تمثل محفظة السوق والنقطة م ع خ الموافقة للمحفظة المكونة من استثمارات بمعدل عائد خالي من المخاطر ويكون التغير في العائد:

المعادلة (2-17-أ)

$$\Delta م ع = م ع ق - م ع خ$$

م ع ق: معدل العائد على محفظة السوق؛

م ع خ: معدل العائد الخالي من المخاطر.

أما التغير في المخاطر:

المعادلة (2-17-ب)

$$\Delta \text{المخاطر} = \delta - 0$$

δ الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق، في حين تكون المخاطر المرتبطة بالنقطة م ع خ مساوية للصفر، وعليه فإن ميل الخط المستقيم الذي يمثل المجموعة الكفاءة والذي يطلق عليه خط سوق رأس المال أو خط تسعير السوق للمخاطر يتحدد حسب المعادلة (18-2).

المعادلة (18-2)

$$\text{ميل خط السوق} = \frac{م ق - م خ}{\delta ق}$$

إذا ما كانت هناك محفظة كفاءة غير محفظة السوق (محفظة السوق كفاءة بطبيعتها)، يبلغ حجم مخاطرها $\delta م$ فإن مقدار العائد الذي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر سوف يتحدد بالمعادلة (19-2) التي يمكن أن نطلق على ناتجها بسعر مخاطر المحفظة.

المعادلة (19-2)

$$\text{سعر مخاطر المحفظة} = \frac{م ق - م خ}{\delta ق} \times \delta م$$

[هندي، (B)، 1999، ص. 307].

وبما أن خط سوق رأس مال هو خط مستقيم فإن معادلته تكون على النحو التالي:

المعادلة (20-2)

$$ص = أ + ب س$$

حيث : ص تمثل معدلات العائد؛

ب هي ميل الخط المستقيم (م ع خ ق أ).

في حين س هي مخاطر المحفظة و أ هي التقاطع مع المحور العمودي ص أي م ع خ وبالتعويض بهذه المعطيات في معادلة الخط المستقيم ص = أ + ب س نجد معدل العائد الناتج عن المحفظة الكفاءة (ظ) كما هو موضح في المعادلة (21-2).

المعادلة (21-2)

$$م ظ = م خ م + \frac{م ق - م ي}{\delta ق}$$

وتعرف المعادلة (2-21) بمعادلة خط سوق رأس المال أي خط تسعير السوق للمخاطر أو معادلة نموذج تسعير مخاطر الأصول الرأس مالية (CAPM). وهي تعني أن معدل العائد على الاستثمار في المحفظة ظ يتكون من معدل العائد الخالي من المخاطر (م خ م) وهو تعويض عن حرمان المستثمر من الاستعمال الحالي لأصوله مضافا إليه العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر المرتبطة بالمحفظة ص وهو ما يسمى بثمن المخاطر (Price Of Risk) أو أنها علاوة المخاطر (Risk Premium) وهي القيمة:

المعادلة (2-22)

$$\frac{M - M_i}{\delta_i}$$

كما تجب الإشارة إلى أن المعادلة (2-21) تمثل التوازن بين العائد والمخاطر للمحافظ الكفاءة أي المحافظ التي تكون متنوعة تنوعا جيدا، وبالتالي فهي تتعرض فقط للمخاطر المنتظمة.

المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار

تنقسم استراتيجيات الاستثمار إلى أربعة أقسام؛ القسم الأول هو الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة أسواق رأس المال، و هي تخص المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي لأن هذا المدخل يمدده بالقيمة الحقيقية للورقة، القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر السوقي لهذه الورقة، ومن هنا يجب تحديد الإستراتيجية التي يتمكن من خلالها المستثمر من تحقيق أرباح و تعتمد الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق على مبدأ واحد فقط و هو الشراء و الاحتفاظ. أما المستثمر الذي يتعامل التحليل الفني الذي يبني استراتيجياته على أساس تحديد نمط لتحرك أسعار الأوراق المالية بناءً على المعطيات التاريخية ثم توقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار، ومن هنا تكون الإستراتيجية الوحيدة هي شراء الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها سترتفع وبيع الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها ستتحفض في المستقبل. أما القسم الثالث و الرابع فهو يخص إستراتيجيات صغار المستثمرين.

المطلب الأول: الإستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق

يطلق على هذا النوع من الاستراتيجيات اسم الإستراتيجية الساكنة (Passive Strategy). من خلال التطرق إلى فكرة كفاءة سوق رأس المال في الفصل الأول، وصلنا إلى أن الأسعار في السوق تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية وأن هذه القيمة تتحدد اعتمادا على العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد، و بالتالي يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لأن المعلومات التي وصلت إلى هذه النتائج تكون متوفرة لكل المستثمرين في نفس الوقت ودون تكلفة. و بذلك لا يوجد أي فارق زمني يفصل بين اكتشاف

الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وتساوي هذه القيمة مع القيمة السوقية. وبالتالي تصبح أحسن إستراتيجية في ظل الاعتراف بكفاءة السوق هي:

1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ (Bay-and-hold Strategy): هذه الإستراتيجية تقتضي بأنه بمجرد توفر الأموال، على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها. إن المفهوم السابق لكفاءة السوق هو مفهوم شديد التحفظ (Strict) ذلك أن التغير في الأسعار نتيجة ورود معلومات جديدة يأخذ بعض الوقت. يضاف إلى ذلك أن المفهوم المذكور يقوم على فرض السوق الكامل (Perfect Market) في حين الواقع يؤكد أنه ليس كذلك بسبب وجود تكلفة المعاملات والضريبة [Fridson & Condia, 1991] و [Radchiff, 1982, p. 320] نقلا عن [هندي، (B)، 1999، ص. 462]، لذلك تكون القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الحقيقية بمقدار الضريبة وتكلفة معاملات عملية البيع. و من هنا فإن فرض كفاءة السوق في شكله المطلق لا يتحقق ويجب القبول بفرض الكفاءة الاقتصادية لكن هذا لا يجعل من إستراتيجية الشراء والاحتفاظ أقل فعالية في تحقيق للأرباح بل أنها تبقى الإستراتيجية الأفضل.

2- الاعتبارات التي ينبغي مراعاتها عند تكوين إستراتيجية الشراء والاحتفاظ: لا يمكن لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ أن تحقق للمستثمر التوقعات المنتظرة منها إلا إذا توفرت في تكوينها الاعتبارات التالية:

أ- تنوع الاستثمارات: يعتبر التنوع أساس تحكم المستثمر في مخاطر محفظة مالية، حيث تزيد المخاطر في المحافظ المكونة من أسهم عدد صغير من الشركات في حين تتخفف المخاطر كلما تنتوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة وهناك مداخل عديدة للتنوع أبرزها:

- **التنوع الساذج (Naïve Diversification):** الذي يقوم على فكرة تخفيض المخاطر عن طريق زيادة عدد الاستثمارات في المحفظة. بل ويؤكد سورنسن وبيورك (Sornsen & Burk) على أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنوع ساذج يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائداً السوق ويفترضان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة (من ثلاثة إلى عشر صناعات) على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم يُجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات من وقت لآخر [هندي، (B)، 1999، ص. 464].
- **تنوع ماركوتز:** في حين يركز التنوع الساذج على تنوع الاستثمارات داخل المحفظة فإن تنوع ماركوتز (Makowitz Diversification) يؤكد على ضرورة انتقاء الاستثمارات على أساس معاملات الارتباط بين العوائد، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية [هندي، (A)، 1999، ص. 427].

ب- مستوى المخاطر: يتوقف مستوى مخاطر المحفظة على المستثمر، فهو الذي يتحكم في المخاطر عن طريق الاستثمارات المكونة للمحفظة، فالمستثمر المتحفظ الذي يفضل تجنب المخاطر قدر الإمكان

يدخل في تشكيل المحفظة أسهم بعض الشركات التي تكون عوائدها أقل تقلباً مثل شركات الأدوية والشركات الغذائية، كما يمكن أن يزود المحفظة بمجموعة من السندات الحكومية أو سندات شركات ذات جودة عالية.

ج- الاعتبارات الضريبية: تلعب الاعتبارات الضريبية دوراً هاماً في اختيار الأسهم التي ينبغي أن تتضمنها المحفظة. فكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية قد تفضل توجيه الجانب الأكبر من مخصصات المحفظة إلى أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها أو تجري توزيعات لجزء صغير من تلك الأرباح [هندي، (B)، 1999، ص. 417]، خاصة عندما يكون معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية بقيمة أعلى من قيمة شراءها.

د- السيولة: تُعرف السيولة على أنها القدرة على بيع الورقة المالية بسهولة دون تأخر زمني ودون خسارة ولتحقيق هدف السيولة يجب على المستثمر تكوين محفظة تشمل أوراقاً مالية يسهل تصريفها وتتمتع بثبات نسبي في قيمتها السوقية مثل سندات الخزينة أو السندات الحكومية أو سندات قطاع الأعمال المرتفعة الجودة.

هـ- توقيت الاستثمار: تقوم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ على فرض كفاءة السوق وفي ظل هذا الفرض يجب التسليم بأن القيمة السوقية للورقة المالية تعادل قيمتها الحقيقية لذلك فالمستثمر الذي قام بشراء أوراق مالية في وقت معين لا يهتم بالتوقيت الذي يبيع فيه تلك الأوراق لأن القيمة السوقية لها هي قيمتها الحقيقية، وبالتالي فهو يبيعها حين يحتاج إلى السيولة أو حين ترتفع قيمتها السوقية ودون اللجوء للمضاربة التي تزيد من التكاليف دون أي جدوى. ويؤكد راد كليف [Radclif, 1982, p. 325] على عدم أهمية توقيت قرار الاستثمار طالما أن كفاءة السوق هي حقيقة واقعة. حقا هناك دراسات كشفت عن أن سوق رأس المال غير كفء إلا أن دراسات أخرى أثبتت عكس ذلك [هندي، (A)، 1999، ص. 467 - 468].

المطلب الثاني: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق

وتعرف أيضاً بالإستراتيجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض معاكس تماماً للفرض الذي تقوم عليه الإستراتيجيات الساكنة حيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت كما أنهم لا يعتمدون نفس وسائل تحليل المعلومات وتقدير القيم. وبالتالي لن يصلوا إلى نفس النتائج، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة للبعض منهم، وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد في اختيار الأوراق المالية المكونة لها.

تعتمد طريقة اختيار مكونات المحفظة على الهدف الذي ينتظر منها، وهنا نجد أنفسنا أمام أهداف عامة تنطبق على كافة المحافظ وأهداف خاصة تتوقف على ظروف المستثمر. و تتمثل الأهداف العامة في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر وإتاحة قدر ملائم من السيولة والتي قد يكون بينها قدر من

التعارض [هندي، (A)، 1999، ص. 424]. فالعائد يتناسب طردياً مع المخاطر لذلك يتوافق تعظيم العائد مع زيادة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة كما أن السيولة تتناسب عكسياً مع العائد وهكذا. فالمستثمر الذي لا يحب المخاطر يُضَمِّن المحفظة بأسهم ممتازة أو سندات أو أوراق مالية حكومية لأنها أقل مخاطرة. كما أن هدف السيولة يمكن تحقيقه عن طريق الاحتفاظ بالأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة مثلاً، ويمكن التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق التنوع الجيد لمكوناتها سواء بالاعتماد على مدخل التنوع الساذج أو البسيط أو تنوع ماركوتز.

1- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقوم إستراتيجية اختيار الأوراق المالية على قيام المستثمر باختيار الأوراق المالية اعتماداً على التحليل الأساسي أو الفني، إضافة إلى طرق تقييم الأسهم الموضحة سابقاً بهدف إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية واتخاذ قرار تضمينها المحفظة بناءً على هذه النتائج.

2- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: يقصد بإستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي للقطاعات الأخرى [هندي، (A)، 1999، ص. 445] وعادة ما يتم تقسيم الأسهم على أساس القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المصدرة لها إلى أربع أقسام:

أ - أسهم الشركات التي تتأثر بالتغير في أسعار الفائدة (Interest Sensitive Stocks): مثل البنوك والمؤسسات المالية حيث تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات عند ارتفاع أسعار الفائدة وترتفع أسعارها عندما تنخفض أسعار الفائدة. لذلك من الأفضل التخلص من أسهم هذه الشركات في الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة والعكس.

ب - أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة (Consumer Durable Stocks): تزيد مبيعات الشركات المنتجة للسلع المعمرة في فترات الرواج فترتفع أسعار أسهم هذه الشركات بسبب توقع ارتفاع الأرباح في حين تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات في حالات الكساد بسبب انخفاض المبيعات.

ت - أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية: لا تختلف أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة إلا من حيث كون أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية لا تتأثر كثيراً بموجات الكساد والرواج قصير الأجل [هندي، (A)، 1999، ص. 446].

ث - الأسهم الدفاعية (Defensive Stocks): على عكس كل الأسهم الأخرى فإن أسعار الأسهم الدفاعية لا تتأثر كثيراً بالدورات الاقتصادية لذلك فهي من الأوراق قليلة المخاطرة مثل السندات.

3- إستراتيجية توقيت السوق (Market Timing Strategy): تعتمد هذه الإستراتيجية على الفكرة القائلة بأنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية إذا ما تمكن المستثمر من معرفة التوقيت المناسب الذي يقوم فيه

بتكوين محفظة من الأسهم في أوقات الرواج والتوقيت المناسب لبيع الأسهم واستثمار الأموال في أصول مالية أخرى عند توقع انخفاض أسعار الأسهم.

المطلب الثالث: إستراتيجية السمات المتعددة

خصصت الإستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الإستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة. في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي تتوفر فيها المميزات التالية:

- 1- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة (AAA Bond field) على الأقل؛
- 2- أن يكون مضاعف الربحية أي سعر السهم/ربحيته أكبر من 40 % مقارنة بأعلى مضاعف ربحية؛
- 3- أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل، ويحسب معدل التوزيعات بالمعادلة (23-2) التالية:

$$\text{معدل التوزيعات} = \frac{\text{التوزيعات خلال السنة}}{\text{متوسط أعلى وأدنى سعر يباع به السهم.}} \quad \text{المعادلة (23-2)}$$

- 4- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة كما توضحه المعادلة (24-2).

$$\text{صافي الأصول المتداولة} = \text{مجموعة الأصول المتداولة} - \text{القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة.} \quad \text{المعادلة (24-2)}$$

ويقسمة هذه النتيجة على عدد الأسهم العادية نجد نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة.

- 5- أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة،

$$\text{نصيب السهم من الأصول} = \frac{\text{القيمة الدفترية للأصول الملموسة}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدرة}} \quad \text{المعادلة (25-2)}$$

- 6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة؛

- 7- أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنان؛

8- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة على أساس التعريف الموضح في العنصر رقم 5؛

9- أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار حيث لا يجب أن تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق 5% [هندي، 2003، ص. 228-229]. والملاحظ هو أن السمات الخمسة الأولى ترتبط بعائد السهم أما السمات الأربعة الأخيرة فترتبط بالمخاطر، كما أن السمات الخامسة حتى الثامنة تقيس قوة المركز المالي للمنشأة أما السمة التاسعة فتقيس استقرار ونمو ربحية المنشأة في الماضي [Treuch., 1989, p.356] نقلاً عن [هندي (B)، 1999، ص 479-470]. كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط توفر السمات التسعة السابقة في السهم الذي يراد شراءه حيث أن السمات الستة الأولى تكون كافية ليحقق هذا السهم عائداً يفوق عائد السوق كما قدم رنغانوم (Runganum 1988) دراسة كشفت عن أربعة سمات فقط، إذا توفرت في سهم ما فهو يحقق عائداً يفوق متوسط عائد السوق وهي :

- تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية للمنشأة؛
- أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم؛
- أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمة الدفترية أقل من واحد؛
- أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي، على أن لا تقل عنده القوة النسبية عن 70 وحدة نقدية؛ القوة النسبية تعادل المتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثني عشر شهراً الماضية [هندي، 2003، ص. 230-231].

المطلب الرابع: إستراتيجيات السمة الواحدة

على الرغم من أن هذه الإستراتيجية لا تعترف بكفاءة السوق إلا أن بناءها النظري يتفق إلى حد كبير مع التحليل الأساسي إضافة إلى كونها من الاستراتيجيات الموجهة لصغار المستثمرين. وتتمثل هذه الإستراتيجيات فيما يلي:

- 1 - إستراتيجية المضاعف: يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى الربحية) أكبر من مضاعف الربحية الفصلي [jaffe et 1991. Peters, 1989. Al] نقلاً عن [هندي، (B)، 1999، ص 471-472].
- 2 - إستراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات: تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع أنه سيتم اشتقاقها (Stock Split) أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل التوزيعات وذلك حتى يتمكن هذا المستثمر من الاستفادة من خاصية زيادة السيولة لهذه الأسهم وارتفاع قيمتها الحقيقية [هندي، (B)، 2003، ص. 232-233].

3 - إستراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة: حيث يجب على المستثمر شراء الأسهم التي تعلن الشركات المصدرة لها عن زيادة في التوزيعات لأن هذا مؤشر يدل على تحسن أداء هذه الشركات في المستقبل.

4 - إستراتيجية الإصدارات الجديدة: تقتضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشأة التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة (Initial Public Offering) : (IPO) وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية [هندي، B، 1999، ص 474].

5 - الأسهم التي يعاد شرائها: تقوم بعض الشركات بإعادة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية للأسباب التالية:

- خلق تعامل نشيط على هذه الأسهم، وهو ما يزيد في سيولتها ويؤثر في النهاية على قيمتها السوقية؛

- ترى إدارة الشركات المصدرة للأسهم في بعض الحالات بأن أسعار أسهمها أقل من المستوى الذي ينبغي أن تكون عليه وبالتالي إعادة شرائها يعتبر استثماراً مربحاً؛

- إن شراء الأسهم يقلل المعروض منها وهو ما يؤثر على ربحيتها وقيمتها السوقية؛

- مواجهة خطة مشاركة العمال في الملكية.

وتعتبر كل هذه الأسباب مؤشرات إيجابية عن مستقبل السهم. وقد أثبتت العديد من الدراسات أن العائد المتوقع من الأسهم التي يعاد شرائها يكون أعلى من متوسط عائد السوق.

6 - أسهم الشركات الصغيرة: حيث يولد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عائداً يفوق عائد السوق حتى بعد أخذ المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار بعين الاعتبار. وقد أكدت دراسات (Runganum) هذه الفكرة غير أن الانتقاد الأساسي الموجه إلى هذه الإستراتيجية مبني على المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة التي تكون أكبر من غيرها [هندي، 2003، ص. 237-239].

7 - أسهم المنشأة الخاسرة: توصلت دراسة جيف وزملائه [Jaffe et Al., 1989, p. 138] إلى استنتاج

يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة مؤداه أن الاستثمار في أسهم المنشأة التي منيت بخسارة عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشأة التي حققت أرباحاً وقد أكدت دراسة أنتريدج وفولر [Ettredg & Fuller 1991] على ذلك [هندي، (B)، 1999، ص. 479]. أما تفسير ذلك فهو

ما يعرف بفرضيات المعلومات غير الأكيدة (Uncertain Information Hypothesis) حيث أن المعلومات الواردة إلى السوق عن أداء الشركة المصدرة لهذه الأسهم تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، وبذلك تنخفض قيمتها السوقية وعندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح وتخفض المخاطر ترتفع القيمة السوقية

لأسهم وبالتالي يحقق المستثمر الذي قام بشراء الأسهم عقب ورود معلومات عن تحقيق الشركة لخسائر أرباحاً رأسمالية عندما يقوم ببيعها بعد زوال عدم التأكد وتحقيق الشركة لأرباح.

خلاصة:

مما سبق في هذا الفصل يمكن أن نخلص إلى أن الباحثين في مجال تقييم الأسهم اعتمدوا اعتماداً كبيراً على الرياضيات والإحصاء في وضع أساليب ومبادئ الاستثمار في الأسهم، فكانت الأساس في بناء المؤشرات واختيار عيناتها ثم تقييم أدائها، كما اعتمدت في وضع معادلات لقياس العائد التاريخي وتقدير قيمة السهم، إضافة إلى دخولها في إعداد نموذج خصم التوزيعات ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقد كان لكل هذه الأدوات الدور الكبير في بناء إستراتيجيات الاستثمار المختلفة. وقد كانت فرضية كفاءة الأسواق الرأسمالية العنصر الفاصل في تحديد إستراتيجيات الاستثمار، حيث قسمت إلى قسمين القسم الأول يعترف بكفاءة الأسواق ويعتمد رواده على مبدأ الشراء و الاحتفاظ؛ في حين يرفض القسم الثاني هذا المبدأ بل يعتمد على تقنيات التحليل الفني في بناء الإستراتيجيات الاستثمارية. بالإضافة إلى إستراتيجيات المستثمرين الصغار و التي تقسم بدورها إلى قسمين؛ إستراتيجية السمات المتعددة و إستراتيجيات السمة الواحدة.

تمهيد:

يعتبر اختيار الأسهم التي يجب تضمينها المحفظة من أهم خطوات الاستثمار في البورصة وأصعبها، فهي مهمة لأنها الأساس في الحصول على عائد مجزي بأقل مخاطرة ممكنة وصعبة بسبب تعدد أساليب التحليل و طرق التقييم و اختلافها عن بعضها، لذلك يجب على المستثمر أن يكون مطلعاً عليها و ملماً بها. أما أشهرها وأكثرها انتشاراً فهي التحليل الأساسي و التحليل الفني، وهما مدخلين مختلفين تماماً إن لم نقل متعاكسين من حيث أساليب التحليل، الأهداف و إستراتيجيات الاستثمار؛ فالأول يبحث في إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم أما الثاني فيسعى إلى التنبؤ بمستقبل الأسعار. وأساس هذا الخلاف القائم بين أكبر أسلوبين من أساليب الاستثمار في الأسهم هو موضوع كفاءة الأسواق، حيث يعتبر رواد التحليل الأساسي أن الكفاءة شرط مهم يجب تحقيقه لتحديد القيمة العادلة للسهم، في حين يرفض التحليل الفني فكرة الكفاءة ويعتبر السوق أحسن قاعدة لبناء الاستراتيجيات الاستثمارية اعتماداً على معطيات الماضي، وفي هذا الإطار جاء الفصل الثاني ليناقد العناصر التالية:

المبحث الأول: التحليل الأساسي؛

المبحث الثاني: التحليل الفني.

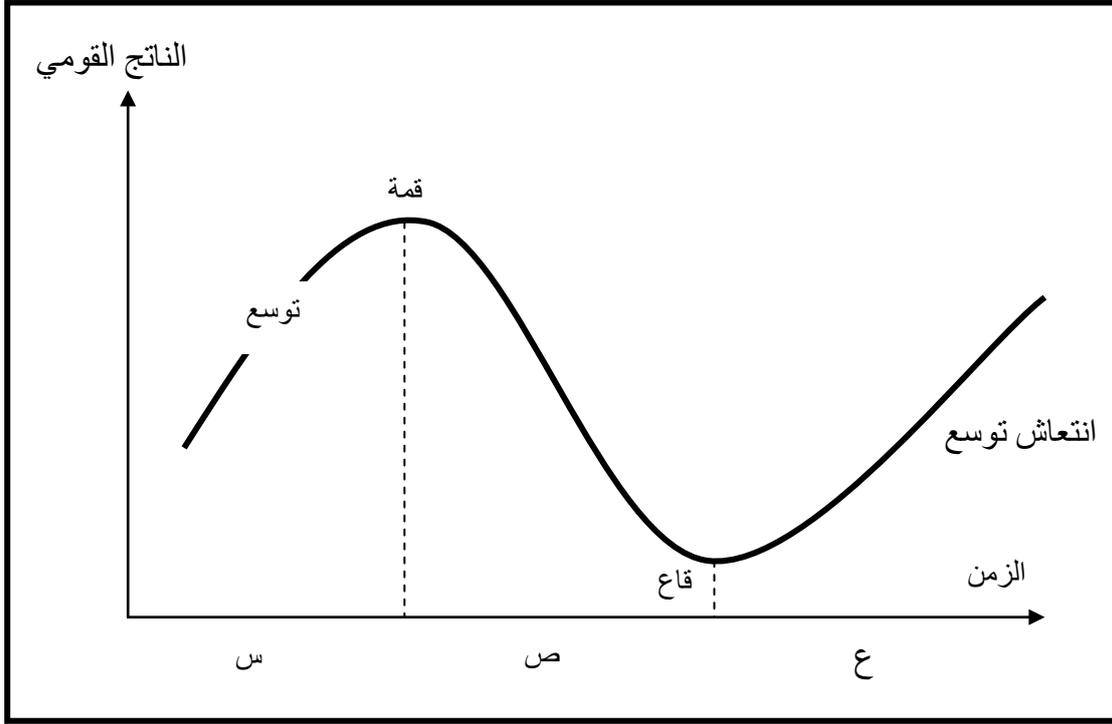
المبحث الأول: التحليل الأساسي

يخصص هذا المبحث لعرض التحليل الأساسي عن طريق دراسة الظروف المؤثرة على الشركة ومستوى أدائها وبالتالي الأرباح التي تحققها، و يتم ذلك حسب تسلسل منطقي سواء كان من العام إلى الخاص وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الكلي فالجزئي (Macro-micro approach) أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-down analysis). في حين يعرف الأسلوب الثاني باسم التحليل الجزئي فالكلي (Micro-Macro approach) أو التحليل من الأسفل إلى أعلى (Bottom-up analysis)، وفي كلتا الحالتين فالتحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عددا من التقنيات كالتحليل الإستراتيجي والتحليل المالي و يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها و بالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به. كما أن المحلل الأساسي المحترف يجب أن يهتم بكل العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة فلا يكتفي بالأوضاع الاقتصادية المحلية بل يتسع تحليله إلى المتغيرات الاقتصادية الدولية والسياسية والثقافية ... و تجدر الإشارة إلى أن التعرض للتحليل الأساسي في هذا الفصل سيقصر على متغيرات أساسية وهي الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة وأخيرا تحليل وضع الشركة و ذلك بالاعتماد على مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل.

المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

يعد التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى عند القيام بالتحليل الأساسي من أعلى إلى أسفل، وتحتل هذه الخطوة مكانة هامة لأن التغيرات الاقتصادية لها دور كبير في التأثير على أداء الشركة وأداء السوق المالي على حد سواء. لذلك ينبغي قبل التعرض إلى مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية توضيح مفهوم البيئة الاقتصادية (The economic environment)، وهي تعني مجموعة من العوامل و المتغيرات ذات الطابع الاقتصادي، السياسي و الاجتماعي تشكل المحيط حيث تنشط شركة معينة ويتغير هذا المحيط على أساس الموقع من دورة الأعمال و درجة استقرار كل المتغيرات الكلية داخل و خارج الدولة. كما يمكن تعريف البيئة الاقتصادية على أنها نمط من المخرجات والنمو الاقتصادي المتغير، أي فترة من نمو السريع يعقبها فترة من النمو البطيء أو حتى الركود ينكمش خلالها الاقتصاد [حماد، 2006، ص. 85]. و يمكن توضيح هذه الفكرة من خلال الشكل (3-1) الذي يمثل دورة الأعمال.

الشكل (1-3) دورة للأعمال



المصدر: [حماد، 2006، ص. 85]

وتختلف الفترات المكونة لهذه الدورة من حيث طولها في الزمن، شدتها، قوتها، وبالتالي فإن موقع الاقتصاد من الدورة يؤثر على كل النواحي الاقتصادية و الشركات والأسواق الرأسمالية لذلك، فإن أهم المتغيرات الكلية التي يجب أخذها بعين الاعتبار في التحليل يمكن إيجازها في النقاط التالية:

1- السياسة الضريبية (Fiscal policy):

يقصد بالسياسة الضريبية أساليب تمويل الإنفاق الحكومي، فالسياسة المالية تشمل شقين إيرادات الدولة ونفقاتها. و تعتبر الضرائب من أهم مصادر أموال الحكومات وهي في نفس الوقت أداة أساسية لتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة:

- للضرائب تأثير مزدوج على أسعار الأسهم، فالضرائب على أرباح الشركات تحدث تأثيراً في اتجاه معين كما أن الضرائب على مداخيل الأفراد لها تأثير آخر على أسعار الأسهم. فإذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت فهذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية وهو ما ينتج عنه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. وفي المقابل فإن زيادة معدل الضرائب على أرباح الشركات تقلل من أرباحها الصافية وبالتالي على قدرتها على إجراء توزيعات على حملة الأسهم، ولهذا انعكاس سلبي على أسعارها، وهي الحالة حيث يكون التغيير في معدل الضريبة عاماً يمس كل الشركات على حد سواء، أما الحالة الثانية فهي قيام الحكومة بإتباع سياسة الإعفاءات الضريبية التي تمس قطاعات معينة أو شركات بعينها تريد الحكومة تشجيعها لأنها

تنشط في قطاعات حساسة أو تخدم السياسية العامة للحكومة أو بسبب موقعها الجغرافي. ويمكن للمحلل الأساسي كشف هذه الشركات التي تكون أكثر قدرة على إجراء توزيعات للأرباح من جهة وتحقيق معدلات نمو مرتفعة عند احتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها، فأسهم هذه الشركات تكون مقيمة في السوق بأقل من قيمتها الحقيقية وشرائها يعد استثماراً جيداً لأن أسعارها يتوقع لها الارتفاع في المستقبل.

■ إن تخفيض الضرائب على الأرباح يعني تقليص الموارد المالية للحكومة وبذلك تلجأ من أجل تغطية هذا العجز إلى المصادر التالية :

1 - إصدار أوراق مالية حكومية؛

2 - البنوك التجارية؛

3 - البنك المركزي (سياسة التمويل بالعجز).

و يعتبر تأثير كل مصدر من هذه المصادر مزدوجاً:

1 - إن لجوء الحكومة إلى إصدار أوراق مالية لتمويل العجز في ميزانيتها الناتج عن تخفيض معدلات الضريبة تؤدي إلى منافسة الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي على أموال المدخرين، وبذلك ينخفض الطلب على الأسهم وتنخفض أسعارها.

2 - و يكون للاقتراض من البنوك التجارية أثراً مماثلاً حيث أن الحكومة تنافس الأفراد والشركات في الحصول على قروض من البنوك، وبذلك ترتفع تكلفة الاقتراض وتنخفض بالتبعية أسعار الأوراق المالية للأسباب التالية:

أ- ارتفاع أسعار الفائدة يخفض من أرباح الشركات وتؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية؛

ب- إن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض يشجع البنوك التجارية على رفع أسعار الفائدة على الودائع لتشجيع المدخرين على توجيه فوائدهم المالية نحو البنوك وبالتالي تقل المدخرات الموجهة للسوق المالي وتنخفض أسعار الأوراق المالية [حماد، 2006، ص. 100-101].

3 - أما بالنسبة لقيام البنك المركزي بإصدار النقود القانونية لتغطية العجز في ميزانية الدولة فهو يتسبب في حدوث تضخم نتيجة للفائض النقدي الذي تم ضخه في الاقتصاد دون مقابل حقيقي، والمعروف أنه من أهم آثار التضخم تخفيض القيمة الحقيقية للنقود وهذا سيؤدي مبدئياً إلى رفع أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة الطلب عليها، لأن المتعاملين يعتبرونها - وخاصة الأسهم - أداة احتياط ضد انخفاض القدرة الشرائية للنقود. لكن على المدى الطويل سيطلب المستثمرون في السوق المالي عوائد أعلى لتغطية آثار التضخم وبذلك ستنخفض أسعار الأوراق المالية خاصة التي يكون عائدها ثابت مثل السندات؛ في حين تظهر الأسهم مقاومة أكبر لهذه الضغوط التضخمية. و بذلك فإن تأثير السياسة الضريبية للحكومة يكون كبيراً على السوق المالي وحركة أسعار الأوراق المالية المتداولة بها. يمكن أن يكون هذا التأثير مباشراً أو غير مباشر كما يمكن أن يكون مزدوجاً أو حتى متعاكساً

كما هو الحال في حال لجوء الحكومة إلى مصادر أخرى لتمويل العجز في ميزانيتها الذي أحدثته سياسة تخفيض الضريبة.

2- السياسة النقدية (Monetary policy):

تُعرّف السياسة النقدية بأنها مجموع الإجراءات والقرارات التي يتخذها البنك المركزي للتأثير على الكمية النقدية المعروضة في الاقتصاد والتحكم في معدلات التضخم. فهي إذن عبارة عن تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع بغرض تحقيق أهداف متمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والحفاظ على المستوى العام للأسعار. كما نجد بعض الاقتصاديين ينظرون إلى السياسة النقدية بأنها عبارة عن سياسة الحكومة والبنك المركزي بالنسبة لخلق النقود. [مجيد، 2001، ص.159]. و إذا كان موضوع السياسة النقدية هو العرض النقدي أي النقود القانونية داخل وخارج النظام المصرفي بما فيها المدخرات والأموال المعدة للاستثمار فهو دليل على وجود ارتباط وطيد بين اتجاهات هذه السياسة وحركة أسعار الأسهم. ففي دراسة لفريدمان وشوارتر [fridman & schwartz, 1963] كشفت عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروض من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد [هندي، (B)، 1999، ص. 291] وذلك للأسباب التالية:

- زيادة الكمية النقدية المعروضة تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض (في حال ثبات الطلب على القروض)؛
- انخفاض سعر الفائدة يعني انخفاض تكلفة الحصول على الأموال وهو ما يشجع الاستثمار وبالتالي يرتفع مستوى الإنتاج وتتنخفض معدلات البطالة؛
- وجود دخول إضافية في الاقتصاد يؤدي إلى ارتفاع الطلب وبالتبعية زيادة أرباح الشركات؛
- وبالتالي يمكن توقع ارتفاع أسعار الأسهم بسبب زيادة احتمالات قيام الشركات بتوزيع الأرباح، ولكن هذا التحليل يغفل جانبا مهما جدا وهو أن زيادة المعروض من النقود عادة ما ينتج عنه حدوث تضخم وهو ما يؤدي بالأفراد إلى المطالبة بزيادة العائد على حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم وهكذا، فإن هناك ضغطا من مصدرين يدفع أسعار الأسهم للانخفاض ومن المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى، وهذان العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية [حماد، 2006، ص. 93].

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فهو عمليات السوق المفتوحة، ويقصد بعمليات السوق المفتوحة تلك العمليات التي يتعامل فيها البنك المركزي مع السندات الحكومية والأوراق المالية والتجارية فيدخل بائعا لما لديه من الأصول في السوق النقدية والمالية إذا أراد أن يحقق انكماشاً في كمية النقود، ويرجع ذلك إلى أن آثام هذه الأصول يحصل عليها البنك المركزي من المشتريين في صورة نقود ورقية والعكس صحيح، إذ يتدخل البنك المركزي مشتريا لهذه الأصول في السوق النقدية والمالية إذا أراد أن يحقق توسعا

في كمية النقود القانونية المتداولة [ناشر، 2005، ص. 274]، و بالتالي فالهدف من وراء هذه السياسة هو التأثير على المعروض من النقود في الاقتصاد؛ إلا أن شراء وبيع الأوراق المالية يحدث الآثار التالية:

- إن دخول البنك المركزي إلى السوق مشتريا للأوراق المالية الحكومية يؤدي إلى رفع الأسعار وبذلك تتخفض العوائد الناتجة عن هذه الفئة من الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤدي إلى تحول المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية للشركات فترتفع أسعارها وتتنخفض عوائدها بالتبعية؛
- و يحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، حيث يزيد المعروض منها وتتنخفض أسعارها فترتفع العوائد، ويتحول المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، فتتنخفض أيضا أسعار هذه الفئة من الأوراق المالية وترتفع عوائدها [حماد، 2006، ص. 92-93].

3- أسعار الفائدة:

يُعرف سعر الفائدة على أنه العائد على عملية الإيداع أو تكلفة الاقتراض من البنوك، فهو تعويض عن تنازل صاحب المال عن الاستعمال الآني لأمواله، وبذلك يزيد سعر الفائدة كلما زادت مدة توظيف هذه الأموال ويؤثر التغير في أسعار الفائدة تأثيراً كبيراً على حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة سواء كانت أسهماً أو سندات [Vialles, 2005, p. 99-100].

إن تأثير سعر الفائدة على الأوراق التي يتكون عائدتها من تدفق ثابت كالسندات والأسهم الممتازة يكون أكبر، لأن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من هذه الأوراق المالية غير تنافسية مما يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص منها بالبيع واللجوء إلى توظيف الأموال في استثمارات تدر عائداً أعلى، وبالتالي فإن توقع ارتفاع أسعار الفائدة ينتج عنه ما يلي:

- تقادي الاستثمارات ذات الدخل الثابت؛
 - التخلص من الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات المالية مثل البنوك و شركات التأمين التي تتأثر أرباحها كثيراً بالتغيرات في أسعار الفائدة؛
 - التخلص من الأوراق المالية العائدة للشركات العاملة في الصناعات الدورية والسلع المعمرة حيث أن اقتنائها يتطلب إنفاقاً كبيراً من طرف المستهلك ويجبره على اللجوء للاقتراض من أجل ذلك. وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تأجيل شراء هذه السلع فينخفض حجم مبيعات هذه الشركات هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن تكلفة الحصول على الأموال من طرف هذه الشركات ترتفع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة وكنتيجة لهذين العاملين تتخفض الأرباح وتتنخفض معها أسعار الأسهم .
- وبشكل عام يمكن القول بأن توقع ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل عام؛ إلا أن ذلك لا يجيب على سؤال هام وهو: أي الأصول يجب اقتنائها؟ فإن كان المستثمر يتوقع ارتفاعاً في أسعار الفائدة فإن عليه أن يشتري استثمارات أكثر سيولة وأدوات دين ذات مدة

استحقاق قصيرة مثل أذونات الخزنة وأسهم صناديق الاستثمار والودائع [حماد، 2006، ص. 105-106].

4- المؤشرات الاقتصادية الكلية:

يعتمد المحلل الأساسي على مؤشرات اقتصادية معينة تمثل مقياساً لمعرفة الوضع الاقتصادي وتساعد على تكوين صورة كاملة عن الوضعية المالية والظروف المستقبلية للشركات ومن أهمها؛ التضخم، الانكماش، الكساد والركود الاقتصادي، النمو الاقتصادي، التغير في معدلات البطالة، أسعار الصرف و غيرها من المؤشرات ، وبصفة عامة يمكن تلخيص هذه المتغيرات وأثارها على حركة الأسعار في البورصة من خلال الجدول (1-3):

الجدول (1-3)

بعض المتغيرات الكلية وأثرها على سوق الأسهم

المتغيرات الكلية	الأثر على سوق الأسهم
التضخم	ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود وهو ما يدفع بالمستثمرين إلى المطالبة برفع معدلات العائد الاسمية لتغطي التآكل الذي أحدثه التضخم في قيمتها. و هذا عادة ما يكون مستحيل في حال الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وبالتالي فإن أحسن أسلوب للاحتياط ضد التضخم هو الاستثمار في الأسهم العادية (لا يجب إغفال أثر كل من السياستين النقدية والمالية في هذه الحالة).
الانكماش	الانكماش هو عكس التضخم فهو انخفاض الأسعار والإستراتيجية التي تحقق أقصى أمان في هذه الحالة هي اقتناء الأصول السائلة قصيرة الأجل مثل الودائع، وذلك بسبب ارتفاع القوة الشرائية للنقود لذلك تنخفض أسعار العائد وترتفع أسعار السندات خاصة الحكومية حيث تتمتع بدرجة أمان أعلى في حين تنخفض أسعار الأسهم ويقل الطلب عليها لأن الطلب على المنتجات ينخفض في أوقات الانكماش وتتنخفض معه أرباح الشركات [حماد، 2006، ص. 108 – 109]

المتغيرات الكلية	الأثر على سوق الأسهم
النمو الاقتصادي	تتميز فترة النمو الاقتصادي باستقرار عام في إجراءات السياسيين النقدية والضريبية وأسعار الفائدة ومعدلات الأسعار لذلك فأسعار الأوراق المالية يكون انعكاسا مباشرا لأداء الشركات المصدرة لها ولكن لهذه الوضعية الاقتصادية أثرا إيجابيا على أسواق الأسهم بسبب الانتعاش المتسارع والتحسين الكبير حيث يتوقع المستثمر ارتفاع المبيعات وزيادة الأرباح والتوزيعات، فيزيد الطلب على الأسهم وترتفع أسعارها.
تغير في معدلات البطالة	يرافق ارتفاع مستوى التوظيف انخفاض لمعدلات البطالة وزيادة في الدخل وبالتالي زيادة في الطلب، وهو ما يشجع الشركات على الاستثمار وزيادة مستويات الإنتاج لذلك يتوقع المستثمر أن يرافقه انخفاض معدلات البطالة بارتفاع في أسعار الأوراق المالية بشكل عام وخاصة الأسهم. أما بالنسبة للسندات فالأمر مرتبط بحجم الادخار أي قيمة الدخل الفائضة عن استهلاك الأفراد والمودعة لدى البنوك التجارية فهي ستحدد سعر الفائدة المطلوب على القروض والمقدم على الودائع، وبالتالي تحدد اتجاه الطلب على السندات أما في حالة ارتفاع معدل البطالة يحدث العكس.
أسعار الصرف	تحتل أسعار الصرف مكانة هامة في القرارات الاستثمارية الأجنبية حيث أن تخفيض أو رفع قيمة العملة المحلية أو عملة البلد الذي يتم فيه الاستثمار في الأوراق المالية يؤدي إلى تغير قيمة العائد المنتظر من هذا الاستثمار، فإذا قام مستثمر مثلا بشراء أسهم أمريكية وارتفعت الأسعار خلال سنة بمعدل 10% فالمتوقع إذن تحقيق أرباح رأس مالية قدرها 10% عند بيع هذه الأسهم في نهاية العام لكن انخفاض سعر الصرف الدولار بـ 10% مقابل الأورو فإن المستثمر الفرنسي لن يحقق فعليا الربح الرأس مالي المنتظر، والعكس إذا ارتفعت قيمة الدولار بـ 5% فهذا معناه أن الربح الحقيقي الذي يحققه المستثمر هو 15% بدلا من 10%.

المصدر: الجدول من إنجاز الطالبة بالاعتماد [vialles, 2005, p. 101-102]

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

كما تمت ملاحظته فإن للمتغيرات الاقتصادية الكلية أثر كبيراً على أسعار الأسهم، لكن هذا الأثر سيختلف حسب كل قطاع نشاط أو صناعة، بمعنى أن الشركات تتأثر بالمتغيرات الكلية بشكل متفاوت وذلك حسب درجة استجابة الصناعات التي تنتمي إليها إلى هذه المتغيرات. فالصناعة التي تعتمد على مادة أولية مستوردة في نشاطها تكون أكثر تأثراً بالتغيرات في أسعار الصرف مقارنة بغيرها من الصناعات، وهكذا تظهر أهمية تحليل ظروف الصناعة بالنسبة للمحلل الأساسي من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأسهم.

1- أهمية تحليل الصناعة

يقوم المحلل الأساسي بتحليل ظروف الصناعة ليتمكن من تحديد الفرص الاستثمارية المربحة كما أن ذلك يمكنه من الإجابة عن الأسئلة المهمة التالية:

- هل يتسم أداء الصناعة الواحدة بالاستقرار عبر الزمن؟ و هل تستمر الصناعة التي تقدم معدلات أداء جيدة في فترة زمنية معينة في الحفاظ على هذا المستوى من الأداء في المستقبل؟
- هل يتسم أداء الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة بالتماثل؟ وهل يستمر أداء الشركات في الصناعة بنفس المستوى عبر الزمن؟

أما الإجابة عن السؤال الأول بشقيه فهي تمكن المحلل من معرفة ما إذا كان هناك تباين كبير بين العوائد التي تحققها الصناعات المختلفة داخل الاقتصاد، فإذا كان أداء الصناعات المختلفة متماثل فليس هناك من داع لتحليل الصناعة.

وقد أظهرت الدراسات التي أجريت على أداء الصناعات المختلفة خلال فترة زمنية معينة أنها تظهر فروق واسعة المدى في معدلات عوائدها، وتدل هذه النتائج على أن تحليل ظروف الصناعة مهم جداً وضروري لاكتشاف الاختلاف في الأداء والذي يساعد على تحديد كل من الفرص الجيدة وغير الجيدة أو المربحة وغير المربحة [حماد، 2006، ص.122] وقد مكنت الدراسة التي أجراها (Latane & Tuttel، 1968)، والتي استهدفت الوقوف على التغير في عائد 59 صناعة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة الممتدة ما بين 1950 و1968 من توضيح التباين الكبير بين أداء الصناعات حيث تحسن أداء البعض منها وتضاعف عائدها في بعض الحالات إلى 40 ضعفاً [هندي، (B)، 1999، ص. 316].

وفي ما يخص تباين مستوى أداء الصناعة بمرور الزمن فلم تمكن الدراسات الميدانية من معرفة مدى استقرار أداء الصناعة في فترة لاحقة اعتماداً على المعطيات التاريخية، حيث وصلت كل من الدراسة التي أجراها (Reilly، 1985) و (Tysseland، 1971) و (Lattane & Tutiele، 1968) إلى أن معامل الارتباط بين ترتيب الصناعات حسب مستوى الربحية في فترتين زمنيتين قريب من الصفر وهذا يؤكد أن مستوى أداء الصناعة في الماضي لا يمكن أن يُعتمد كمؤشر عن الأداء المستقبلي لها. [هندي، (B)، 1999، ص. 316].

أما السؤال الثاني الذي يخص مدى تماثل أداء الشركات التي تنتمي لنفس الصناعة، فإذا ما قدمت الشركات العاملة في صناعة معينة أداء ثابتاً خلال فترة زمنية معينة فإن المستثمرين لن يحتاجوا إلى إجراء تحليلات على أي شركة داخل الصناعة، وفي هذه الحالة فإن تحليل ظروف الصناعة وحده سوف يكفي [حماد، 2006، ص. 123]، بعدها يمكن اختيار أي شركة داخل الصناعة الرائدة وبشكل عشوائي. من الوجهة النظرية يتوقع أن تتبع المنشآت التي تنتج سلعا أو خدمات متماثلة سياسات متماثلة في شأن المستوى التكنولوجي ونسبة العمالة إلى التركيبات الرأسمالية، والتسعير والإعلان والترويج والإنفاق على البحوث و التطوير، و هذا التماثل من شأنه أن يؤدي إلى تعظيم ربحية منشآت الصناعة الواحدة [هندي، (B)، 1999، ص. 316-317]، وبالتالي يتماثل مستوى العائد ودرجة المخاطرة لهذه المنشآت وهذه النتائج أكدتها دراسات كثيرة أهمها (Sherman & Tallision ,1972) و (Francis,1978) و (Brighan & Papses, 1968). وهذه الدراسات تشير إلى تماثل ربحية كل الشركات داخل الصناعة الواحدة حيث أن أرباحها تقترب من متوسط ربحية الصناعة وتثير التساؤل عن مدى جدوى دراسة وتحليل كل شركة على حدى كخطوة تالية لتحليل ظروف الصناعة. إلا أن عددا من الباحثين توصلوا من خلال دراساتهم إلى وجود تباين كبير بين أرباح الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة وأعادوا ذلك إلى الظروف الخاصة بكل شركة ومنها أعمال (French,1989,p. 238) و (Beilly,1985, p. 395). حيث توصل هذا الأخير إلى أن القيام بتحليل ظروف الصناعة يمكن من معرفة الصناعات الرائدة داخل الاقتصاد في حين يمكن تحليل وضع الشركات داخل نفس الصناعة من تحديد الشركات ذات الربحية المرتفعة [هندي، (B)، 1999، ص. 317-318].

2- تصنيف الصناعات:

سبق وأن عرفت الصناعة في المبحث الأول من هذا الفصل لذلك يتعرض هذا العنصر إلى أسلوب التعريف بالصناعة الذي عادة ما يكون على أساس المنتج الذي تقدمه، وبذلك تشمل الصناعة الواحدة كل الشركات التي تنتج منتجات متنافسة وبديلة وتعتمد على نفس مصادر المواد وتبيع لنفس المستهلكين، ولكن التطور الكبير الحاصل حاليا في طرق وأساليب الإنتاج واستراتيجيات التنويع جعلت من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة تنتج عددا كبيرا من المنتجات وشركات تنتمي إلى صناعات أخرى تنتج منتجات تنتمي إلى صناعة غير الصناعة التي تعمل بها، ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوما للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه من التحليل، ويمكن تصنيف الصناعات على أساس مدى تأثرها بالدورات التجارية إلى خمسة أصناف:

1-2- الصناعات المتنامية (Growth Industries): يقصد بالصناعات المتنامية الصناعات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة عادة ما تفوق معدل نمو الاقتصاد القومي، وترتبط هذه الصناعات بمرحلة تطور في المجال التكنولوجي، مثل ظهور أجهزة التلفاز أو الحواسيب الشخصية أو الهواتف النقالة...إلخ.

2-2- الصناعات المرتبطة بالدورات (Cyclical Industries): يقصد بالصناعات المرتبطة بالدورات تلك الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد وتنخفض مع موجات الكساد، ويعزى تذبذب مبيعات تلك الصناعات على هذا النحو إلا أن المستهلك يمكنه تأجيل قرارات شراء تلك السلع إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية، وتتحسن حالته المادية بالتبعية [هندي، (A)، 1999، ص. 321].

2-3- الصناعات الدفاعية (Defensive Industries): تشمل الصناعات الدفاعية كل الشركات التي تنخفض مبيعاتها بمعدل أقل من معدل الانكماش الاقتصادي، مثل الشركات الغذائية ومختبرات الأدوية التي تتأثر مبيعاتها بدرجة أقل من تأثر الصناعات الأخرى في حالة ووقوع الاقتصاد في حالة انكماش.

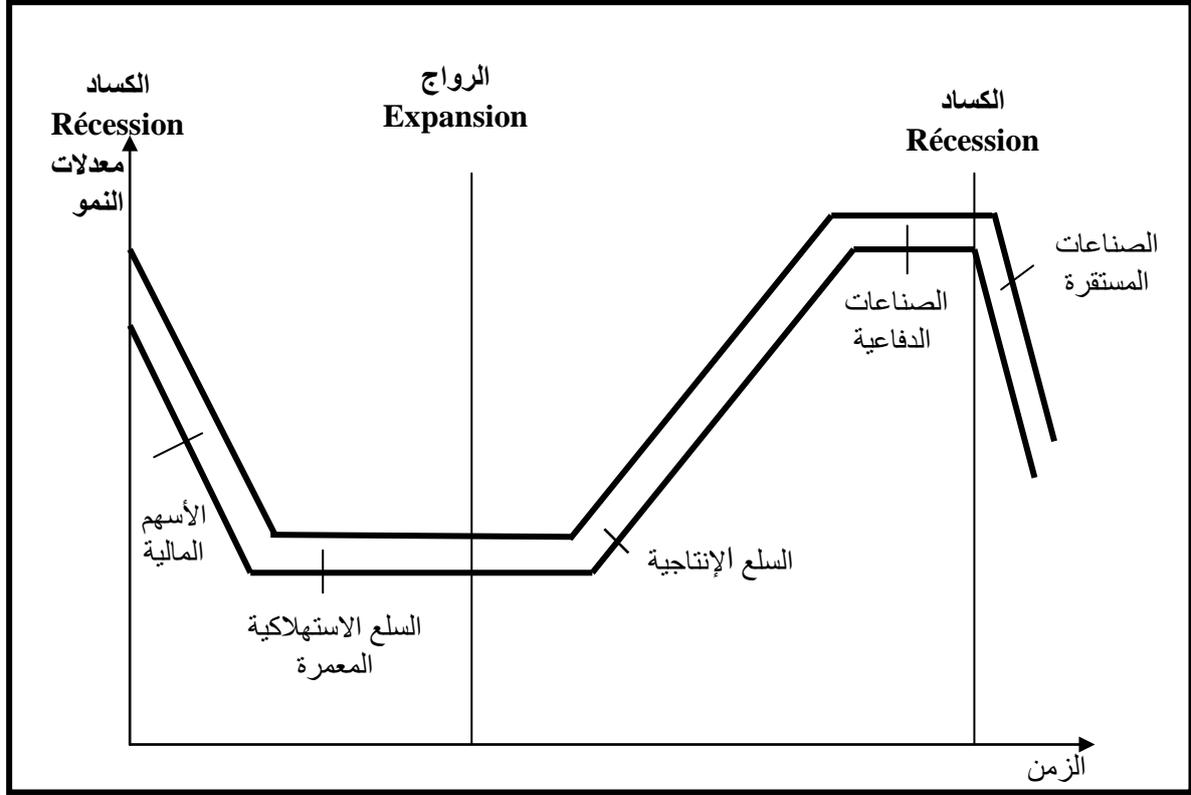
2-4- الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات التجارية (Cyclical growth Industries): وهو تصنيف مستحدث يجمع بين صفات الصناعات المرتبطة بالدورات والصناعات المتنامية، حيث يشمل هذا النمو من الصناعات الشركات التي يكون معدل نموها يتماشى مع معدلات نمو الاقتصاد بشكل عام؛ إلا أن معدل نموها يفوق معدل نمو الاقتصاد في حالات معينة حيث تحقق هذه الشركات تطورا في المجال التكنولوجي مثلا.

2-5- الصناعات المتدهورة (Declining Industries): وهي الصناعات التي تكون معدلات نموها أقل من معدلات نمو الاقتصاد وذلك لأن الشركات الناشطة بها تنتج منتجات انخفض عليها الطلب بسبب التقادم التكنولوجي أو ارتفاع تكاليف التصنيع أو ظهور منتجات أخرى منافسة لها و حضت بروج واسع جدا.

يوضح الشكل (2-3) مدى تأثر الصناعات المختلفة بالدورات الاقتصادية وهو يحدد العلاقة بين الصناعات المختلفة والدورات الاقتصادية.

الشكل (2-3)

تصنيف واختيار الصناعات على أساس الدورة التجارية



المصدر [حنفي، 2005، ص. 259]

نلاحظ بأنه لكل مرحلة من مراحل الدورة التجارية يمكن شراء نوع معين من الشركات، تتميز الصناعة التي تنتمي إليها الشركات المصدرة لهذه الأسهم بمعدل عائد مرتفع خلال هذه المراحل، ويُمكن الجدول (2-3) من إبراز هذه الفكرة اعتماداً على أمثلة لبعض الصناعات ومدى حساسيتها للمتغيرات الاقتصادية المختلفة خلال كل مرحلة.

الجدول (2-3)

حساسية بعض الصناعات تجاه بعض التغيرات الاقتصادية

الصناعة (قطاع النشاط)	الحساسية اتجاه المتغيرات الاقتصادية
صناعة السيارات، المنتجات الزراعية والغذائية (Agroalimentaire)	ارتفاع القدرة الشرائية للعائلات والمستوى الاستهلاكي.
البنوك وشركات التأمين	معدلات الفائدة وأداء البورصات.
الدفاع، وصناعة الطائرات	طلبات الحكومات وصراعات الدولة.

الصناعة (قطاع النشاط)	الحساسية اتجاه المتغيرات الاقتصادية
مخابر المواد الصيدلانية	التطورات الحاصلة في مجال الأدوية واكتشاف تركيبات جديدة .
صناعة منتجات الرفاهية (Industrie du luxe)	أسعار الصرف، التوقعات الاقتصادية على المستوى الدولي، هذه الصناعة من أكثر الصناعات حساسية تجاه الأزمات.
المناجم والتعدين والبتروول والغاز.	مستويات أسعار صرف الدولار (باعتبارها عملة تبادلات الدولية) و أسعار المواد الأولية الأخرى .

source : [Vialles, 2005, p. 104]

يمكن القول أن الظروف الاقتصادية الداخلية والخارجية ليس لها نفس التأثير على الصناعات المختلفة كما أن درجة حساسية هذه الأخيرة تجاه المتغيرات الاقتصادية تختلف من صناعة إلى أخرى، ويمكن تقسيم التغيرات الاقتصادية التي من شأنها أن تؤثر في عائد الصناعة إلى قسمين:

- **متغيرات دورية:** وهي مرتبطة بالدورة التجارية أو دورة الأعمال حيث أن موقع الاقتصاد من الدورة يمكن أن يعتمد كأساس لاختيار أسهم الصناعة التي تتمكن شركاتها من تحقيق معدل عائد مرتفع خلال هذه الظروف وهذا ما وضحه الشكل (3-1).
 - **متغيرات هيكلية:** وهي ليست تغيرات ذات نموذج دوري وإنما تحدث حينما يمر الاقتصاد بتغير رئيسي في التنظيم أو في وظائفه أو في طريقة عمله [حماد، 2006، ص. 125].
- 3- خطوات تحليل ظروف الصناعة:**

تعتبر عملية تجميع المعلومات والبيانات الخطوة الأولى عند القيام بتحليل الصناعة، ويمكن للمحلل الأساسي أن يحصل على المعلومات المتعلقة بالصناعات داخل الاقتصاد من مصادر متعددة من بينها المنشورات والمجلات والدراسات سواء كانت حكومية أو تابعة للمكاتب الاستشارية، وهذا هو السائد في كل الدول الرأسمالية المتقدمة؛ أما بالنسبة للوضع العربي فإن تحليل الظروف الصناعية يبدأ أولاً بتعريف الصناعة وتصنيفها ثم تجميع البيانات عنها الذي يأتي كخطوة ثانية. كما أن الحصول على المعلومات يكون على عاتق المحلل. تلي هذه العملية مجموعة من المراحل يجب إتباعها حتى يتمكن المحلل من تكوين فكرة كاملة وسليمة عن الصناعة محل الدراسة.

3-1- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: يعتبر التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح خطوة أساسية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للصناعة كما أنها تمكن من تكوين فكرة واضحة عن مدى تأثير الصناعة بفترة الأزمات والكساد وقدرتها على تحقيق أرباح خلال فترات الازدهار والنمو، لكن لا يجب أن يكتفي المحلل بدراسة الأرباح بل يجب أن يحلل هيكل التكاليف ويحدد حجم التكاليف الثابتة والمتغيرة. هذا ويتوفر للمحلل عدد من النسب المالية التي يستخدمها لقياس الربحية؛ فهناك هامش مجمل الربح، هامش ربح

العمليات، معدل العائد على حقوق الملكية و معدل العائد على الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية، إضافة إلى معدل العائد على الاستثمار [هندي، (A)، 1999، ص. 326].

3-2- حجم الطلب والعرض وظروف المنافسة: تُمكن دراسة العرض والطلب على منتجات الصناعة من معرفة ما إذا كان الطلب في تزايد أو في هبوط، ومدى قدرة الصناعة على مواكبة أي زيادة محتملة في حجم الطلب وقدرتها على التوسع لأن الصناعة التي لا تستطيع في ظل إمكانياتها الاستجابة للطلب المتزايد تفتح مجالاً لدخول منافسين جدد وهذا ما يؤثر على الحصة السوقية لكل شركة، وبالتبعية يؤثر على الأرباح وأسعار الأسهم. و من جهة أخرى فإن دراسة ظروف المنافسة يعني معرفة ما إذا كانت هناك موانع للدخول في الصناعة ويحدد [Porter, 1992, P. 17-18] موانع الدخول إلى الصناعة من خلال النقاط التالية :

- اقتصاديات الحجم وهي مرتبطة بالشركات التي تعتمد على حجم الإنتاج في تحقيق عائد أعلى عن طريق تخفيض التكاليف الثابتة؛
- تميز المنتج مثل المنتجات التي تحميها براءات؛
- صورة العلامة؛
- تكلفة التحول من صناعة لصناعة أخرى؛
- الاحتياجات من رأس المال؛
- الميزة المطلقة بالتكاليف؛
- منحى خبرة متميزة ؛
- القدرة على الإنتاج بتكاليف منخفضة؛
- السياسة الحكومية.

3-3- طبيعة المنتج وأثر التكنولوجيا: للتطور التكنولوجي أثر هائل على حياة الأفراد والشركات التي أصبحت تعتمد على التكنولوجيا بشكل متزايد في منتجاتها. كما أدت هذه الوضعية إلى ظهور ما يعرف في مجال المناجمنت الاستراتيجي بالصناعة النجم (l'industrie étoile) وهي الصناعة التي تشمل عدد قليل من الشركات الضخمة و التي تتمتع بميزة مطلقة في إنتاج منتج رائد وبالتكاليف منخفضة وتكنولوجيا عالية عادة لا يمكن لشركات أخرى التحكم فيها، مثل صناعة الحواسيب الشخصية مثلاً. وبالتالي فإن تحليل طبيعة المنتج وأثر التكنولوجيا عليه يمكن من معرفة الصناعات التي تتمتع باستقرار كبير في أرباحها ومعدلات العائد لشركاتها يفوق معدل العائد الوطني بأضعاف. ولكن للتكنولوجيا أثر سلبي على استمرارية الشركات وهو التقادم التكنولوجي، حيث أن التطور المتسارع زاد من الإهلاك التكنولوجي للمنتجات وهو ما يعرض الصناعات التي لا تقدر على تطوير منتجاتها إلى الإفلاس والاندثار أو الاندماج في صناعات أخرى أقوى وأكبر وتتمتع بإمكانيات نمو عالية.

3-4- أثر اللوائح الحكومية على الصناعة: يقصد بتأثير اللوائح الحكومية أمرين هما : مدى التدخل في شؤون الصناعة، و القدرة على تنمية علاقات دولية مثمرة تسهم في النهوض بالصناعة، ومن المتوقع بالطبع أن تتفاوت الصناعات في ما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة [هندي، (A)، 1999، ص. 330].

وفيما يخص العنصر الأول فهو يشمل إجراءات ولوائح تؤثر على الحركة الإنتاجية للشركات العاملة داخل صناعة معينة بشكل ينعكس على العائد، و بالتالي على نصيب الأسهم من الأرباح. كما قد تتدخل الحكومة بشكل إيجابي في التأثير على العائد في حالة ما إذا رغبت في تشجيع بعض الصناعات عن طريق تقديم تسهيلات مالية أو خصومات ضريبية أو فرض رسوم جمركية على المنتجات المنافسة الواردة من دول أخرى لحماية المنتجات المحلية لصناعات معينة.

أما العنصر الثاني فهو يتعلق بقدرة الحكومة على إجراء اتفاقيات ومعاهدات اقتصادية مع دول أخرى لأن مثل هذه الإجراءات من شأنها أن تفتح أمام الصناعات المحلية أسواق أخرى في الخارج وبالتالي يزيد حجم مبيعاتها بسبب زيادة حصتها السوقية وهذا ينعكس إيجابيا على حركة أسعار الأسهم.

3-5- تأثير ظروف العمل: وجود نقابات عمالية أو حاجة الصناعة للعمالة الماهرة يمكن أن يؤثر على الأرباح، فالنقابات الموجودة في شركات الطيران مثلا أو في مجال التعدين يمكن أن تؤثر في الأرباح من خلال الإضرابات أو العقود المكلفة [حماد، 2006، ص. 136].

3-6- تأثير التغيرات الاجتماعية: تعتبر دراسة التحولات الاجتماعية أساساً للتعرف على مستقبل مبيعات الصناعة لأن هذه التحولات تخص المستهلكين النهائيين لمنتجات الصناعة وبذلك فإن أي تغير في التركيبة السكانية أو نمط الاستهلاك أو أسلوب المعيشة من شأنه أن يؤثر على مستقبل الصناعة ومعدلات نموها. كما يهتم المحللون بتحليل القيم الاجتماعية والدينية والأخلاقية السائدة في المجتمع وكذلك الوعي البيئي والحقوق المدنية ودور المرأة لأن لهذه الأمور تأثيرات مختلفة على الصناعة [حماد، 2006، ص. 143].

4- أدوات تحليل ظروف الصناعة:

تمكن هذه الأدوات من وضع تصور واضح عن واقع الصناعة ومستقبل المبيعات ومن أهم الوسائل المستعملة نذكر:

4-1- دورة حياة الصناعة (Industry life cycle): وهي عبارة عن ملاحظة تطور الصناعة عبر الزمن ثم تقسيم هذا التطور إلى مراحل أما عدد المراحل المكونة لدورة حياة الصناعة فهي تختلف على حسب مقدار التفاصيل التي يريدها المحلل وعموما يمكن التفرقة بين 5 مراحل أساسية وهي:

أ - التطوير الأولي؛

ب -الظهور؛

ت -النمو السريع؛

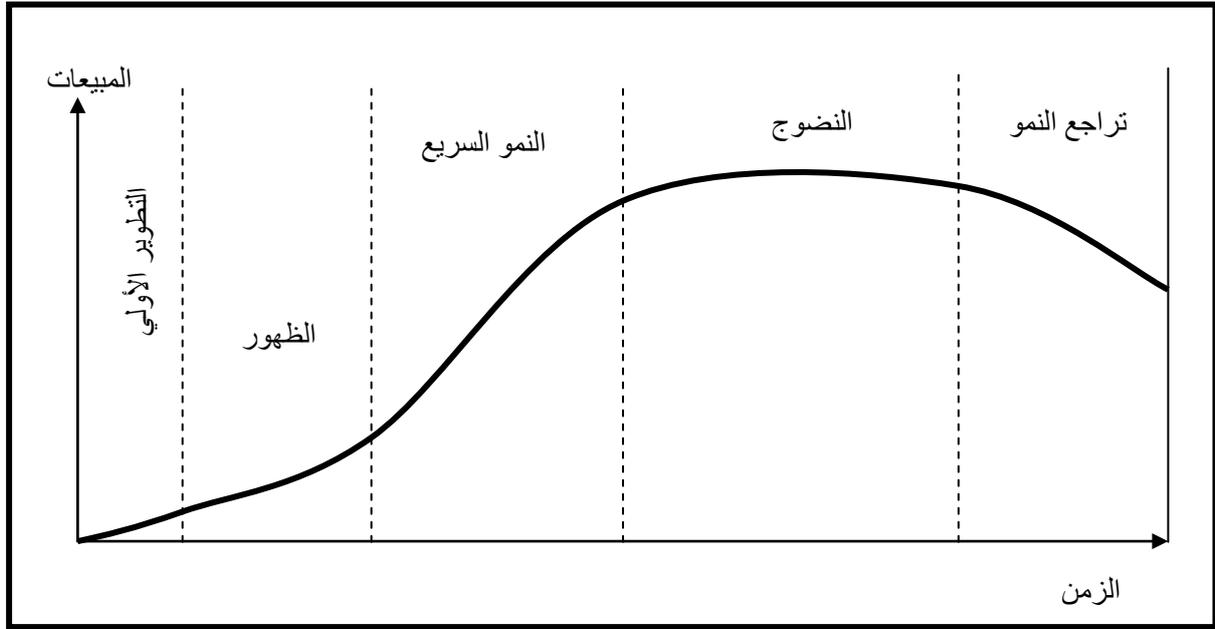
ث -النضوج؛

ج -تراجع النمو؛

يمكن توضيح هذه المراحل بيانيا من خلال الشكل (3-3).

الشكل (3-3)

دورة حياة الصناعة



المصدر: إنجاز الطالبة بالاعتماد [Hamadouche, 1997, P. 71-75]

أ - **التطوير الأولي**: وهي مرحلة تشمل عمليات البحث والتطوير حتى الوصول إلى المنتج النهائي وعادة ما تكون المبيعات خلال هذه المرحلة معدومة، يرافقها عمليات إطلاق أولية للمنتج في شكل تجريبي لمعرفة ردة فعل المستهلكين.

ب - **الظهور**: تبدأ هذه المرحلة بعد بدء العملية التسويقية والتكنولوجية وفي خلال هذه المرحلة تحقق الصناعة مبيعات متواضعة وهوامش ربح قليلة إن لم تكن معدومة ويكون سوق منتجات وخدمات هذه الصناعة صغيرا وتتحمل الشركة تكاليف تطويرها وعادة ما يكون التدفق النقدي سالبا [حماد، 2006، ص. 145]، و ذلك لأن تكاليف إطلاق المنتج وتصنيعه والحملة الدعائية الكبيرة التي ترافق ظهوره تفوق بكثير المبيعات.

ت - **النمو السريع**: في مرحلة النمو السريع تظهر نماذج أو موديلات مختلفة من المنتج وبتزايد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتزايد معه الأرباح المتولدة غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل مزيد من الآلات والمعدات الجديدة و لبناء مخزون من المنتج وأيضا لتمويل بيع الأجل [هندي، (A)، 1999، ص. 334] كما أن ارتفاع حجم المبيعات والأرباح يزيد من جاذبية هذه الصناعة ويشجع

منافسين جدد على الدخول إليها، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حدة المنافسة وفي النهاية تتسحب بعض الشركات من الصناعة لتبقى الشركات الكبرى والقوية القادرة على الاستمرار.

ث **مرحلة النضوج**: تنتهي مرحلة النمو السريع باستقرار في حجم المبيعات والأرباح حيث يكون السوق قد تشبع تماما وتكون معدلات الأرباح أقل منها في المرحلة السابقة، لكن معدل نمو الصناعة يبقى مرتفعا مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد. وتستمر الوضعية على هذا الحال حتى يحدث تغير في أنواق المستهلكين وتتمكن الصناعة من فتح أسواق جديدة والاستدخال الصناعة في المرحلة الأخيرة.

ج **مرحلة تراجع النمو**: في هذه المرحلة نجد أن نمو مبيعات الصناعة ينخفض بسبب التغير في الطلب أو نمو البدائل و زيادة المنافسة وتستمر الضغوط على هوامش الربح وتحقق بعض الشركات أرباحا منخفضة، كما يحق البعض الآخر خسائر [حماد، 2006، ص. 147].

تختلف مستويات السيولة من مرحلة إلى أخرى فإذا كانت معدلات العائد معدومة أو سالبة في المرحلة الأولى بسبب ارتفاع التكاليف فإن المرحلة الثانية تتميز بمعدلات أرباح متوسطة بسبب الارتفاع النسبي لحجم المبيعات؛ غير أن التكاليف تبقى مرتفعة جدا في حين يتزايد حجم المبيعات في مرحلة النمو السريع بشكل ملحوظ وتقوم الشركة بالافتراض لتمويل عملية التوسع، أما في مرحلة النضج فتكون الصناعة قد حققت قدرا لا بأس به من السيولة لذلك تخصص جزء منه لإجراء توزيعات نقدية، أما في مرحلة تراجع النمو تنخفض المبيعات وتقل فرص الاستثمار ويتوفر في الصناعة قدرا كبيرا من السيولة يخصص لعمليات البحث والتطور حيث يكون استمرار الصناعة مرهونا بإدخال منتجات جديدة. وبالطبع لو نجح المحلل في تصنيف كل صناعة وفقا للمراحل السابقة فيمكنه أن يضع تقديراته بشأن درجة النمو المتوقعة في السنوات القادمة؛ غير أن عليه أن يكون حذرا، ذلك أن الفترة الزمنية التي تمضيها صناعة ما في كل مرحلة قد تتفاوت تفاوتا كبيرا عن الفترة الزمنية التي تمضيها صناعة أخرى في نفس المرحلة [هندي، (B)، 1999، ص. 335].

4-2- **النتيئة بالطلب على منتجات الصناعة**: يمكن التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة عن طريق تحليل الطلب الفعلي والوقوف على العوامل المؤثرة عليه، ومن أكثر الأساليب انتشارا في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression analysis) ، ويقتضي هذا الأسلوب تحديد العلاقة بين حجم المبيعات (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة). و هذا يتطلب توفر معطيات تاريخية عن حجم المبيعات بالوحدات ثم توضح هذه البيانات في شكل معادلة خط الانحدار كما هو موضح في المعادلة (1-3):

$$ع = أ + ب_1 س_1 + ب_2 س_2 + \dots + ب_n س_n + \dots \quad (1-3)$$

حيث : ع هو حجم المبيعات؛

س_n المتغيرات المستقلة؛

أ قيمة ثابتة؛

بن معاملات الانحدار لكل متغير مستقل [هندي، (B)، 1999، ص. 337-338].

4-3- التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة: كما هو الحال بالنسبة للتنبؤ بالطلب فإن التنبؤ بمعدل ربحية الصناعة يستوجب توفر معطيات تاريخية يمكن إجراء تنبؤات بناءا عليها من خلال وضع رسم بياني يوضح حركة معدلات نمو الأرباح أو بالاعتماد على تحليل الانحدار.

المطلب الثالث: تحليل الشركة

الفرضية الأساسية التي يقوم عليها التحليل الأساسي هي أن سعر السهم يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة المصدرة له، لذلك يجب القيام بتحليل الشركات كخطوة موائية لتحليل الصناعة لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات وبالتبعية على أسعار الأسهم. فالتوقع بارتفاع ربحية الأسهم يعني أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية وهو مبرر قوي للشراء والعكس. حيث أن الهدف من القيام بتحليل الشركات هو التأكد من أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركات الجيدة استثمار جيد، وذلك لأن القيام بتحليل الخصائص الداخلية لها ليس أساسا لاتخاذ قرار الشراء لأن هذا الأخير يبنى على أساس القيمة العادلة والمقارنة مع القيمة السوقية، فمن الممكن أن يُظهر تحليل الشركة أن وضعها ممتاز وأدائها متميز، هذا ما يزيد في الطلب على أسهمها وفي النهاية ترتفع قيمتها السوقية لتصبح أعلى من القيمة الحقيقية ويصبح عندها قرار الشراء خاطئاً، ويعتمد تحليل وضعية الشركة على 3 مبادئ أساسية وهي:

- مقارنة أداء الشركة محل الدراسة مع الشركات الأخرى داخل نفس الصناعة (الشركات المنافسة)؛
 - خصائص الإدارة ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة؛
 - تحليل المركز المالي للشركة (وقد خصص لهذا الموضوع المطلب الرابع من هذا المبحث).
- ولتكن الخطوة الأولى في هذا المطلب هي تصنيف الشركات والأسهم.

1- تصنيف الشركات والأسهم

الغاية من وراء هذا التصنيف هي التعرف على خصائص الشركة ثم الحكم على أداء أسهمها داخل السوق المالي مقارنة مع النتائج التي تم الوصول إليها عند القيام بتحليل الشركات وفي العادة توجد 4 أنواع من الشركات وهي:

1-1- شركات النمو وأسهم النمو تتميز شركات النمو بالخصائص التالية:

- الدراسة التاريخية لمعدلات الأرباح والمبيعات تظهر متوسط يفوق متوسط الأرباح لباقي الشركات في نفس الصناعة؛

– أداء إدارة الشركة جيد حيث تتمكن الإدارة من خلق فرص استثمارية جيدة تحصل من خلالها على معدل عائد يفوق العائد المطلوب من الشركة. أما العائد المطلوب فيقاس عادة بمتوسط تكلفة رأس المال الخاص بهذه الشركة؛

– و بشكل عام يمكن القول بأن شركات النمو هي الشركات التي استطاعت أن تحقق مستويات مرتفعة من العائد وأنها قادرة على الحفاظ على هذا المستوى من الأداء في المستقبل. وفي ظل هذه المعطيات و المعلومات حول تصنيف الشركات يمكن طرح السؤال التالي: هل يمكن اعتبار أسهم شركات النمو استثمارا جيدا ؟

وللإجابة عن هذا السؤال يجب البدء بتعريف أسهم النمو؛ وهي عبارة عن أسهم تحقق معدل عائد أعلى من عائد باقي الأوراق المالية في السوق المالي وعند نفس مستوى المخاطر. وتظهر أسهم النمو عندما تقيم هذه الأوراق المالية بأقل من قيمتها الحقيقية. وبناء على فرض كفاءة السوق فإن أسعار الأسهم تتغير تبعا للمعلومات الواردة، غير أنه يوجد فارق زمني يفصل بين وصول المعلومات وتغير قيمة الورقة المالية، لذلك تظهر بعض الأسهم تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية خلال هذا الفاصل الزمني، ومن المفيد التأكد من أن أسهم شركات النمو هي أسهم نمو وبالتالي أنها استثمار جيد. لكن مجموعة كبيرة من الدراسات أثبتت أن المستثمرين يميلون إلى إعطاء سعر أعلى من القيمة الحقيقية لأسهم شركات النمو، و عليه فإن شراء أسهم هذه الشركات بسعر مرتفع سوف يخفض من العائد المطلوب للتعويض على المخاطر، ومن هنا يصبح لزاما على المحلل الأساسي القيام بتقدير القيمة الحقيقية للسهم بعد القيام بتحليل الشركة لأن هذا الأخير وحده لن يكون كافيا عند اتخاذ القرار الاستثماري.

1-2- الشركات الدفاعية والأسهم الدفاعية: تعرف الشركات الدفاعية على أنها شركات تعمل في مجالات تجعلها أقل حساسية تجاه الصدمات الاقتصادية مثل الانكماش مثلا. فالشركات العاملة في مجال الأغذية أو الأدوية لا تتأثر مبيعاتها بالوضع الاقتصادية المتأزمة، ومن هنا تكون مخاطر هذه الشركات أقل مقارنة مع غيرها. أما الأسهم الدفاعية فهي أسهم تُظهر مقاومة عند انخفاض أداء السوق وذلك لأن المخاطر المنتظمة لهذه الأوراق منخفضة وقد أظهرت الدراسات بأن أسهم الشركات الدفاعية تعتبر أوراق مالية دفاعية لا تنخفض أسعارها بنفس مستوى انخفاض الأسعار في السوق المالية.

1-3- الشركات الدورية والأسهم الدورية: الشركات الدورية هي الشركات التي تبدي حساسية أكبر من غيرها تجاه مستوى النشاط الاقتصادي داخل الدولة، فمبيعاتها تزيد وأرباحها ترتفع خلال فترات الانتعاش وتنخفض خلال فترات الكساد والانكماش، وأحسن مثال على ذلك الشركات المنتجة للسلع المعمرة مثل السيارات والعقارات.

إن الأسهم الدورية سوف تشهد تغيرات في معدل العائد الخاص بها أكبر من التغيرات في معدل العائد الخاص بالسوق ككل وليس من الضروري أن تكون الأوراق المالية الخاصة بشركات دورية هي أسهم

دورية أيضا، حيث أن الورقة المالية الدورية هي ورقة مالية خاصة بأي شركة ولكنها ذات عوائد غير مستقرة بصورة أكبر من السوق [حماد، 2006، ص. 160].

1-4- شركات وأسهم المضاربة: تعتبر شركات المضاربة تلك الشركات التي يحيط بأصولها نسبة عالية من المخاطر ولكنها يمكن أن تحقق أرباحا عالية جدا مثل شركات اكتشاف آبار البترول. أما أسهم المضاربة فهي الأسهم التي يمكن أن تحقق عوائد منخفضة باحتمالات عالية وعوائد مرتفعة باحتمالات منخفضة، لأنها أسهم مقيمة من طرف السوق بأعلى من قيمتها الحقيقية لذلك فأسهم المضاربة يمكن أن تكون تابعة لشركة مضاربة كما يمكن أن تكون تابعة لشركة نمو.

2- معايير تصنيف الشركات

تصنف الشركات على أساس معايير متعددة أهمها:

2-1- نشاط الشركة: تعتبر معرفة نشاط الشركة محددًا أساسيًا لشراء أسهمها، لذلك يهتم المحلل الأساسي بالتعرف على منتجات الشركة والزبائن المستهدفون بهذه المنتجات، ثم يقوم بدراسة المنتجات البديلة والتي يمكن أن تشكل منافستها خطرا كبيرا على مبيعات الشركة. كما يجب دراسة الموردين وقدرتهم على رفع سعر المواد الأولية أو تعطيل حركة الإنتاج، وبذلك تتعرض الشركة إلى مخاطر التأخر في الاستجابة للطلب وتفقد زبائنها لصالح شركات أخرى منافسة. وفي الأخير من المفيد جدا دراسة العلاقة بين النشاط الحالي للشركة والدورة الاقتصادية ومدى مرونة أصول الشركة وقدرتها على تغيير نشاطها في حالة تعرضها لأزمات. كما أن دراسة نشاط الشركة عملية دقيقة جدا وقد تكون معقدة ومكلفة عندما يتعلق الأمر بالشركات الكبرى أو المتعددة الجنسيات، لأن التعرف على كل الإمكانيات المتاحة والأفاق المستقبلية وتحديد المخاطر المرافقة لهذا النشاط يكاد يكون مستحيلا كما أنه مكلف جدا، على الرغم من أهميته الكبرى في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح. ومن جهة أخرى فإن القيام بهذه الدراسات والتحليلات يتطلب الماما جيدا بالكثير من التخصصات مثل التسويق المناجمنت الاستراتيجي والإحصاء ...

2-2- حجم الشركة: شجع الاقتصاد المعاصر وعولمة التبادلات الدولية تقارب الشركات، كما نتج عن هذا التقارب ظهور شركات عملاقة دولية تعرف عادة تحت اسم (Blus Chips). و يكون متوسط أداء هذه الشركات قريب من متوسط أداء السوق كما أنها تمنح مستويات أعلى من الأمان [Vialles, 2005, p. 105]، وعلى الرغم من ذلك فإنها تتعرض لأنواع معينة من المخاطر لا تتعرض لها الشركات ذات الحجم المتوسط، ومن هنا تظهر أهمية دراسة حجم الشركة بالنسبة للمحلل الأساسي لأنها عامل أساسي في التعرف على المخاطر المرتبطة بكل ورقة مالية.

كما أن الشركات الصغيرة التي عادة ما تكون مستويات المخاطر فيها مرتفعة وبالتالي يرتفع معدل العائد المطلوب للتعويض عن هذه المخاطر يمكن أن تكون استثمارات جيدة في حال وجود عقود تربطها بشركات كبرى في إطار المقابلة من الباطن مثلا.

2-3- خصائص الإدارة: يمكن للمستثمر أن يقيم مدى كفاءة وخصائص ونوعية الإدارة من خلال النظر إلى أداء الشركة في الماضي والاطلاع على الجرائد المتخصصة بتقييم الكفاءات الإدارية. فمن المفترض أن الشركة التي يديرها مديرون أكفاء سوف تحقق المزيد من النجاح وسوف تحقق الأهداف المخططة سواء بالنسبة للمبيعات أو الأرباح مقارنة بالشركات ذات الإدارة السيئة [حنفي، 2005، ص. 262].

2-4- المواد الأولية: عدد كبير من الشركات تستهلك مواد أولية في العملية الإنتاجية لذلك فإن التغيرات في أسعار هذه المواد تؤثر بشكل أو بآخر على حركة أسعار أسهم هذه الشركات، والبعض من هذه الشركات مرتبطة ارتباطاً كبيراً بالمواد الأولية كما هو الحال بالنسبة لمنتجي مواد معينة مثل الورق والذهب والبتروول. لذلك فحركة الأسعار في البورصة مرتبط ارتباطاً كبيراً بتطور أسعار هذه المنتجات؛ غير أن التغير في أسعار المادة الأولية ليس دائماً ذا تأثير سلبي للشركة لأن الانخفاض في الأسعار يساعد هذه الشركات على تحصيل أرباح أكبر بسبب انخفاض التكلفة، وفي حال بقاء أسعار المنتجات النهائية على حالها يرتفع هامش الربح [Vialles, 2005, p. 106].

3- تقدير قيمة الشركة:

إن الهدف من هذا الجزء هو حساب قيمة شركة معينة ومقارنة هذه القيمة بسعر السوق للورقة المالية الخاصة بها، ولكي نقوم بهذا فإننا نختار شركة ونختبر مستويات الأرباح والمبيعات وكذلك الاستراتيجيات والسياسات ثم نقارنها بالصناعة التي تعمل بها والسوق [حماد، 2006، ص. 161].

3-1- مكاسب السهم الواحد: يرتبط عائد السهم بالتوقعات حول حجم المبيعات وهامش الربح، وكما عُرض سابقاً فإن حجم المبيعات في حد ذاته مرتبط ارتباطاً وثيقاً بعدة متغيرات اقتصادية ومرتبطة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

3-2- تقدير هامش ربح الشركة: تعد هذه الخطوة أساسية في قياس عائد الأسهم، ويمكن أن نعتمد على 3 اعتبارات أساسية لتقدير هامش ربح الشركة وهي:

3-2-1- تحديد وتقييم إستراتيجية التنافس الخاصة بهذه الشركة : إن هذه الخطوة تعد تابعة للخطوة المتعلقة بتحديد الموقع التنافسي للشركة داخل الصناعة عند القيام بتحليل الصناعة وبناء على هذه النتائج يمكن تحديد وتقييم إستراتيجية الشركة التنافسية، وهناك إستراتيجيتان أساسيتان :

– **إستراتيجية التكلفة المنخفضة (Low – Cost Strategy):** في ظل هذه الإستراتيجية تحرص الشركات على تخفيض التكلفة إلى أدنى حد حتى تتمكن من تخفيض السعر وهذا ما يجعل منتجاتها غير قابلة للمنافسة من طرف الشركات الأخرى بسبب انخفاض أسعارها، ويتحقق هذا للشركات التي حققت منحى خبرة جيد وأصبحت قادرة على التحكم في التكاليف أو للشركات التي تستفيد من اقتصاديات الحجم.

– **إستراتيجية التميز (Differentiation strategy):** تقوم بعض الشركات بإظهار صور معينة تجعلها تتميز عن غيرها وترسخ فكرة التميز في ذهن المستهلكين، وبذلك تضمن حصة سوقية معتبرة ويتم ذلك من خلال اعتمادها على نظام التوزيع و البيع عن طريق متاجر أو بالبريد أو توصيل الطلبات

إلى المنازل أو من خلال توفير خدمة هامة لعملائها مثل التسليم السريع جدا أو بتسيخ بعض أساسيات التسويق المتميزة مثل بناء ولاء مؤثر للعلامة التجارية الخاصة بالشركة [حماد، 2006، ص. 163].

3-2-2- قياس الأداء الداخلي للشركة : ويتم ذلك بدراسة كل المصالح وتركيبية الموظفين وأثر الضغوطات النقابية وطرق التمويل...

3-2-3- علاقة الشركة بالصناعة التي تنتمي إليها: من خلال مقارنة معدلات عائد هذه الشركة مع معدل عائد الصناعة أو معدلات عائد الشركات الأخرى العاملة بها ومقارنة مستوى المخاطر أيضا.

المطلب الرابع: تحليل المركز المالي للشركة

يحتل التحليل المالي مكانة هامة في نشاط الشركة فهو يرافقها خلال كل مراحلها من النشأة، التطور، الاستقلالية، والاستمرار، وهو يُمكن - من خلال اعتماده على مؤشرات وأساليب كمية وإحصائية بالإضافة إلى النتائج التي توفرها المحاسبة - من الحكم على كفاءة الشركة. و هو أسلوب مهم بالنسبة للمحلل الأساسي يساعد على تحليل ظروف الشركة من خلال إعطاء صورة واضحة عن قوة مركزها المالي، حجم السيولة، ومستويات العائد...

1- مدخل للتحليل المالي:

نشأ التحليل المالي وتطور بتطور النظام الرأسمالي، وذلك لأن موجة التصنيع التي نقلت الاقتصاد إلى شكله المعاصر زادت في حجم الشركات وفصلت الإدارة عن ملكية رأس المال، فظهرت الحاجة إلى إيجاد أسلوب يمكن الملاك من متابعة أداء الإدارة، ويضمن لهم تكوين صورة واضحة ودقيقة عن كيفية استخدام الموارد والقدرة على تحقيق الأهداف الموضوعية اعتمادا على المعطيات المحاسبية. و قد كانت الأزمة الاقتصادية لعام 1929 بمثابة نقطة تحول في تطوير تقنيات وأهداف التحليل المالي، وكانت الفترة الموالية لهذه الأزمة المرحلة التي انتقل فيها التحليل المالي من الساكن إلى الديناميكي وأصبح أداة تشخيص بعد أن كان أسلوب للمتابعة والمراقبة.

1-1- تعريف التحليل المالي: من الصعب وضع تعريف للتحليل المالي ولكن يمكن القول بأنه مجموعة من التقنيات تعتمد على المعطيات المحاسبية للحصول على معلومات دقيقة وواضحة عن كل جانب من جوانب نشاط الشركة. ويعتبر التحليل المالي وسيلة فعالة في اتخاذ القرارات ووضع خطط مستقبلية والرقابة على أنشطة الشركة.

1-2- أقسام التحليل المالي: تختلف تقسيمات التحليل المالي بناءا على المعيار المعتمد في عملية التقسيم، وفي هذا العمل سيتم التركيز على معيارين أساسيين لارتباطهما الوثيق بالموضوع وهما:

1-2-1 امتداد التحليل عبر الزمن: اعتمادا على هذا المعيار نميز بين نوعين للتحليل المالي:

أ - **التحليل المالي السكوني** : وهو عبارة عن دراسة لعلاقات كمية بين مختلف فقرات الميزانية خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة... ويظهر لنا خاصة علاقة المراكز الجزئية بالمراكز الأساسية للأصول والخصوم وذلك لمعرفة مدى تغطية الموارد الدائمة للاستخدامات الدائمة، وكذلك الموارد المتداولة للاستخدامات المتداولة [الزغبى، 2000، ص 157].

ب - **التحليل المالي الديناميكي**: حيث تتم المقارنة بين عدد من القوائم المالية والميزانيات لعدة سنوات وبذلك يمكن ملاحظة التطور الحاصل على الوضعية المالية للشركة خلال عدة سنوات. كما يمكن من المقارنة مع شركات أخرى تمارس نفس النشاط.

1-2-2- **اعتمادا على الجهة التي تقوم بالتحليل**: وهنا نميز بين التحليل المالي الداخلي والخارجي :

أ- **التحليل الداخلي**: وهو من اختصاص الإدارة المالية بالنسبة للشركات التي تشمل هذه الوظيفة، وهو بالغ الأهمية لأنه يساعد على التخطيط السليم كما يمكن من الوقوف على نقاط الضعف ونقاط القوة، أما أهدافه فتتمثل في:

- زيادة القيمة الحالية للشركة؛
- المحافظة على سيولة الشركة لحمايتها من العجز عن الوفاء بالتزاماتها؛
- الربحية باعتبارها مقياس للحكم على كفاءة الإدارة؛
- تحقيق عائد مناسب على الاستثمار [كراجه، 2006، ص 21-32].

ب- **التحليل المالي الخارجي**: يختلف عن التحليل الداخلي من حيث الأشخاص المكلفين به والمستفيدين منه، حيث توكل مهمة إجراء التحليل المالي لمكاتب مختصة ويستفيد من نتائج هذه العملية أطراف خارجية مثل البنوك، رجال الأعمال المهتمين بالشركة... و في النهاية فالهدف منه هو معرفة الوضع المالي للشركة. وتجدر الإشارة إلى أن أهداف التحليل المالي تختلف حسب كل نوع من أنواعه فالتحليل المالي الداخلي مثلا يهدف إلى التعرف على وضعية الشركة و تقييم الأداء المالي وتسهيل عملية التخطيط أما التحليل الخارجي فهو يهدف لإعطاء صورة للمتعاملين مع الشركة عن أدائها وطمأنتهم للتعامل معها.

1-3- **أهمية التحليل المالي**: للتحليل المالي أهمية قصوى باعتباره أداة للتشخيص والتقييم والتخطيط داخل الشركة فهو يمكن من:

- معرفة الوضع المالي السائد؛
- تحديد قدرة المؤسسة على الاقتراض والوفاء بالديون؛
- الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية؛
- الاعتماد على نتائجها في اتخاذ القرارات المالية ؛
- الحكم على مدى كفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق أهدافها؛
- الوصول إلى القيمة الحقيقية للشركة وجدوى الاستثمار في أسهمها.

و يعتبر هذا الهدف الأخير من أهم الأسباب التي تدفع بالمحلل الأساسي للقيام بالتحليل المالي.

2- أدوات التحليل المالي:

إن المادة الخام التي يعتمد عليها المحلل المالي ويستنبط منها ملاحظاته واستنتاجاته هي المعلومات المحاسبية الخاصة بالشركة التي يعمل عليها؛ من القوائم المالية وخاصة الميزانية وجدول حسابات النتائج.

2-1- الميزانية: وهي جدول مكون من عمودين واحد يخصص للأصول والثاني للخصوم وهي تمثل وضعية ذمة الشركة في تاريخ محدد عن طريق تدوين الموارد والاستخدامات بالمبالغ ويكون شكل الميزانية كما هو صادر في المخطط الوطني المحاسبي كما هو موضح من خلال الملحق رقم (1).

يقوم المحلل المالي اعتماداً على الميزانية المحاسبية بوضع ميزانية مالية للشركة وذلك بتعديل الحسابات في الميزانية المحاسبية وإعادة ترتيبها بشكل يوضح الوضعية الحقيقية للشركة ويمكن من تقييم إدارتها، ويمكن الجدول (3-3) من توضيح الشكل النموذجي للميزانية المالية بشكل مبسط.

الجدول (3-3)

الميزانية المالية للشركة

الموارد	الاستخدامات
أموال دائمة	موجودات ثابتة
أموال خاصة	تشمل كل حسابات الموجودات الثابتة بقيمتها المحاسبية
ديون طويلة ومتوسطة الأجل	الصافية ما عدى الاهتلاكات والمؤن
موردو الاستثمارات	موجودات متداولة
ديون قصيرة الأجل:	تشمل حسابات المخزون والتسبيقات للموردين...
موردوا الاستغلال، قروض بنكية...	

المصدر: الجدول من انجاز الطالبة بالاعتماد على [كراجه، 2006، ص . 45-46].

وتمكن هذه الصورة الجديدة للميزانية من استعمال عدد من الأدوات التي تساعد على تحليل

الوضع المالي للشركة من أبرزها:

- رأس المال العامل؛

- الاحتياجات من رأس المال العامل.

2-2 جدول حسابات النتائج: من الضروري تحليل نتيجة الدورة وعدم الاكتفاء بالنتيجة المسجلة في الميزانية المحاسبية ويمكن تحقيق ذلك عن طريق تحليل المصاريف والنتائج التي لها علاقة مباشرة بالدورة واستبعاد المصاريف والنتائج الاستثنائية، وذلك بالاعتماد على جدول النتائج الذي يمكن من توضيح كل المصاريف والنتائج المتعلقة بفترة معينة وتحسب النتائج على عدة مراحل حسب الخطوات التالية:

- الهامش الاجمالي؛
- القيمة المضافة؛
- نتيجة الاستغلال؛
- نتيجة خارج الاستغلال؛
- النتيجة الإجمالية للسنة المالية؛
- النتيجة الصافية.

و يوضح الملحق رقم (2) نموذج جدول حسابات النتائج كما جاء في المخطط المحاسبي الوطني.

3-3- القوائم المالية المقارنة: يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى كشف التطورات التي حصلت في هذه القوائم المالية خلال فترة معينة. يقصد بالميزانية العمومية المقارنة تلك الميزانية التي تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين في سنتين متتاليتين لنفس المنشأة أو مقارنة بنود منشأة ما مع منشأة أخرى أو مع متوسط الصناعة و ما ينطبق على الميزانية العمومية ينطبق على قائمة الدخل [هندي، (B)، 1999، ص. 353 - 358].

3-4- النسب المالية: النسبة هي العلاقة بين قيمتين، هذه الأخيرة يمكن أن تعبر عن معطيات خام مثل المخزون أو حسابات من الميزانية أو معلومات أخرى أكثر تعقيدا مثل رأس المال أو القيمة المضافة على حسب العناصر التي تتم بينها المقارنة. تقدم النسب المالية معلومات يفترض أن تعلم المحلل المالي عن عدة جوانب عن الشركة التي يدرسها مثل المردودية، الاستقلالية المالية... الخ [Vizzavona, 2004, p. 49] يوجد عدد لا يحصى من النسب المالية غير أن الاتفاق بين معظم المؤلفات في التحليل المالي على وجود خمس مجموعات أساسية وهي :

- **نسب السيولة:** تعبر نسب هذه المجموعة عن قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، من نقدية والأصول المتداولة.
- **نسب النشاط:** تقيس هذه النسب كفاءة إدارة الأصول، أي قدرة الإدارة على توليد أرباح من الأصول، وتمكن هذه النسب عند مقارنتها مع مثيلتها للصناعة من الحكم عن ما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم.
- **نسب الإقتراض:** تستعمل هذه النسب لقياس مقدار استئانة الشركة.
- **نسب التغطية:** تعبر عن قدرة الشركة على الوفاء بالأعباء الثابتة مثل فوائد القروض وأقساطها وتشبه نسب التغطية نسب الإقتراض في كونها مؤشر للمخاطر المالية للشركة.
- **نسب الربحية:** تعبر عن قدرة المنشأة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة سواء قدمها الملاك أو كانت أموال مقترضة [هندي، (B)، 1999، ص. 359 - 361].

المبحث الثاني: التحليل الفني

يصبح الاستثمار في الأوراق المالية يسيرا إذا تمكن المستثمر من إيجاد طريقة تدله على انصب توقيت للقيام بعمليات الشراء أو البيع. اعتماداً على هذه الفكرة فإن التحليل الفني لا يهتم بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم كما هو الحال بالنسبة للتحليل الأساسي، بل إنه يركز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحديد نمط لهذه الحركة. يمكن للمستثمر بواسطته التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار اعتماداً على الصورة التاريخية للماضي.

فالفنيون يرون أنه ليس من المجدي أن يبذل جهد في محاولة معرفة القيمة الحقيقية للأسهم لأنها ليست القيمة التي يباع ويشترى بها السهم في السوق، (التحليل الفني لا يعترف بكفاءة السوق)، وعلى سبيل المثال الجدول (3-4) الذي يلخص حركة أسعار أسهم شركة الحديد والصلب الأمريكية للتأكد من أن السعر الذي يباع به السهم في السوق لا يعكس في أغلب الأحيان القيمة الحقيقية لهذا السهم.

الجدول (3-4)

حركة أسعار أسهم شركة الحديد و الصلب السوقية والدفترية

السنوات	1929	1932	1937	1938	1946
القيمة السوقية	\$ 261	\$ 22	\$ 126	\$ 38	\$ 97
القيمة الدفترية	\$ 204	\$ 187	\$ 151	\$ 117	\$ 142

المصدر [حماد، 2006، ص. 311]

هذا التباين الكبير بين القيمتين السوقية والدفترية يدل على أن القيمة السوقية تحدد عن طريق العرض والطلب. وعلى الرغم من أن التحليلات التي يقوم بها المحلل الأساسي تؤثر على حركة العرض والطلب. إلا أنه لا يجب إهمال عدة عوامل أخرى، فالسعر لا يعكس فقط النتائج التي وصل إليها المحللون بل أيضاً، الآمال والمخاوف والمشاعر سواء كانت معقولة أو غير معقولة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية. فالمدخل الفني للاستثمار هو بالضرورة انعكاس لفكرة أن أسواق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين تجاه القوة المتنوعة من اقتصادية إلى نقدية وسياسية ونفسية [حماد، 2000، ص. 296].

المطلب الأول: مدخل للتحليل الفني

يحصل المستثمر في سوق الأوراق المالية على عوائد كبيرة انطلاقاً من إستراتيجية "اشترى واحتفظ"، إذ يمكنه الاستثمار طويل الأجل من الاستفادة من التوزيعات السنوية للأرباح من جهة والزيادة الرأسمالية في القيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى. غير أن الاعتماد على الدورات في القيام بعمليات

الاستثمار تحقق عوائد أكبر، حيث تمكننا الدراسة التاريخية لحركة أسعار الأسهم في السوق الرأسمالي من استنتاج اتجاه معين للأسعار، ويعتمد المحلل الفني على التنبؤ بامتداد هذه الحركة في المستقبل، و هكذا سيكون على اضطلاع مسبق بالتوقيت المثالي للقيام بعمليات البيع والشراء.

1- فن توقيت الدورات

كانت هذه الفكرة ملاحظة بشكل خاص خلال الفترة من 1966 إلى 1988 في سوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث لم يتمكن مؤشر داو جونز للشركات الصناعية DJIA من تسجيل ارتفاع صافي خلال هذه الفترة، إلا أنه تخللتها خمسة دورات مرتفعة بلغت في مجموعها 1500 نقطة، فلو كان أحد المستثمرين ملما بالقدر الكافي بنظام الدورات بحيث يقوم بالبيع بأعلى خمسة أسعار في الأعوام 1966، 1968، 1973، 1979، 1981 وكذا إعادة استثمار النقود من خلال موجات الهدوء في أعوام 1967، 1970، 1974، 1980، 1982 فكان يمكن لإجمالي الاستثمار (بعد استبعاد تكاليف المعاملات وضريبة المكاسب الرأسمالية) أن يرتفع وينمو من 1000 دولار إلى ما يزيد عن 10.000 دولار بحلول أكتوبر 1983. وعلى النقيض من ذلك فإن المستثمر الذي يتبع مدخل "اشترى واحتفظ" (Buy and hold approach) يكون قد حقق نحو 250 دولار فقط [حماد، 2002، ص. 142-143].

يمكن أن نستنتج من خلال ملاحظة هذا الأسلوب أن المستثمر عن طريق الدورات في الغالب يخالف اتجاهات البيع والشراء السائدة في السوق إذ أنه يشتري الأسهم عندما يصل سعرها إلى أدنى قيمة لأنه يتوقع انقلاباً في حركة الأسعار نحو الارتفاع، في حين يكون الاتجاه السائد في السوق هو التخلص من هذه الأوراق المالية لتفادي تحمل خسائر إضافية بسبب زيادة الانخفاض في قيمتها السوقية ثم يقوم المستثمر ببيعها في فترات الانتعاش والتفاؤل الزائد، في حين يفضل بقية المستثمرين الاحتفاظ بأسهمهم خلال هذه الأوقات. ويجب الإشارة هنا إلى أن المستثمر عن طريق الدورات يجب أن يتمتع بالموضوعية وأن يقبل هامشاً معيناً من الخطأ في تقديراته وذلك لأن الاستثمار في السوق المالي يولد أربعة أنواع من النتائج؛ عائد كبير، عائد ضعيف، خسارة ضعيفة، خسارة كبيرة. ومن وجهة نظر المستثمر المحترف فإن هذه النتيجة الأخيرة وحدها غير مقبولة [Béchu , Bertrand, 2003, P. 15].

2- تعريف التحليل الفني

الدراسة التاريخية لاتجاه الأسعار في السوق المالي تكشف بعض الخصائص التي تسبق نقاط أعلى ارتفاعات أو أدنى هبوط للأسعار. وبتحديد هذه البوادر التي تسبق التغيرات الكبرى في اتجاه الأسعار يمكن للمحلل الفني إتباع السياسة المناسبة لكل وضعية بالشكل الذي يمكنه من الحصول على أكبر عائد ممكن. فالتحليل الفني حسب جون مورفي (John. J. Murphy) هو الدراسة لتطور سوق مالي معين المبنية أساسا على الرسومات البيانية وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية [Bechu, Bertran, 2003, P. 19]. وهذا يعني أن التغير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ به وأن الأسعار لا تتحرك بشكل عشوائي حسب ما تنص عليه فروض كفاءة الأسواق. و هكذا يقوم المحلل الفني بجمع البيانات التاريخية عن حركة أسعار الأسهم في السوق ثم يعمل على صيغتها في جداول، ثم يقوم على أساسها بوضع رسوماً بيانية (Charts) تمكنه من متابعة التطور في الاتجاه بشكل أفضل. اعتماداً على هذه البيانات يحاول المحلل الفني الإجابة عن السؤالين التاليين:

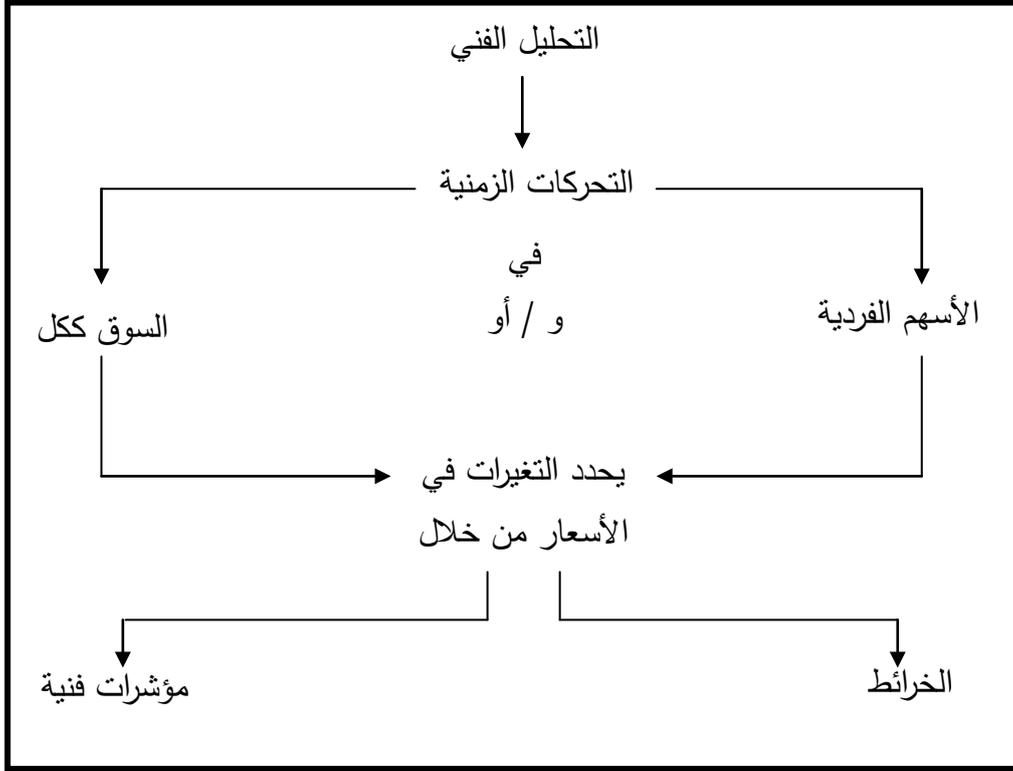
- ما هي الأوراق المالية التي يجب أن يشتريها المستثمر (أو يبيعها)؟
- ما هو التوقيت المناسب للقيام بهذه العمليات؟

وهكذا يمكن تعريف التحليل الفني بأنه استخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحياناً يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو السوق بأكمله. لذلك يعتقد المحللون الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق، فإن هذا السوق نفسه هو أفضل مورد للبيانات [حماد، 2006، ص. 320]

3- إطار عمل التحليل الفني

يمكن للمحلل الفني أن يقوم بدراسة السوق ككل، أو أن يركز على سهم معين ذلك لأن كل العوامل المؤثرة على حركة التداول تؤثر على قوى العرض والطلب ثم تنعكس في النهاية على مستويات الأسعار وحجم التداول. كما أن المحلل الفني يعتمد على فكرة التوازن بين حركة أسعار الأسهم وحجم التداول الكلي في السوق، لذلك إذا ظهرت موجة ارتفاع لأسعار أسهم معينة دون أن يتجه حجم التداول نحو الارتفاع فهذا معناه أن الاتجاه مشكوك فيه على عكس الحالة التي ترتفع فيها كل من الأسعار وحجم التداول معا حيث تؤخذ على أنها حركة انتعاش. لذلك يقوم أغلب المحللون الفنيون بالاعتماد على التحليلين معا -تحليل أسعار السوق وتحليل سعر السهم الواحد - بهدف تخفيض هامش الخطأ وتعظيم احتمالات الربح، ويمكن توضيح آلية عمل التحليل الفني من خلال الشكل (3-4).

الشكل (3-4) طريقة عمل التحليل الفني



المصدر: [حماد، 2002، ص. 149]

ويوضح الشكل (3-4) أن المحلل الفني يتتبع التحركات الزمنية للأسهم الفردية (و/ أو) السوق ككل (اعتماداً على مدى اتساع نطاق الدراسة)، بهدف تحديد نقاط الانقلاب في الأسعار، ثم صب هذه المعلومات في أشكال بيانية تساعده على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

4- فروع التحليل الفني:

على مدار قرن من الممارسة، وضع المحللون الفنيون عددا كبيرا من الطرق والمؤشرات تمكن الدارس من فهم وضعية السوق المدروس بدقة ويمكن أن نفرق بين ثلاث فئات من الطرق جمعت في عائلات كبرى تسمى:

- التحليل الفني التقليدي؛
- التحليل الفني الحديث؛
- التحليل الفني الفلسفي.

أ - التحليل الفني التقليدي: ينطلق هذا الفرع من فروع التحليل الفني من المبدأ القائل بأن حركة الأسعار هي انعكاس لكل العوامل المؤثرة في السوق المالي. وعليه فالإتجاه الماضي للأسعار يمكن المحلل من التنبؤ باتجاهها المستقبلي. لذلك فالتحليل الفني التقليدي مبني أساساً على التطورات التي

حصلت على الأسعار في فترة سابقة. كما أنها أقدم الطرق المستعملة في التحليل الفني والأكثر انتشارا في وقتنا الحالي لبساطتها وسهولة التعامل بتقنياتها [Béchu, Bertrand, 2003, p. 40].

ب- التحليل الفني الحديث: ظهر التحليل الفني الحديث منذ قرابة العشرين عاما، وطور هذا الفرع تقنياته بالاعتماد على طرق تنتمي إلى اختصاصات أخرى خاصة منها الرياضيات والفيزياء والإحصاء. حيث يُمكن الاعتماد على هذه المجموعة من الطرق الكمية للحصول على نتائج بعيدة عن الذاتية. وكان ظهور وانتشار استعمال الحواسيب الآلية من أهم العوامل التي ساعدت على استعمال هذه التقنيات بسهولة، غير أنها في مجملها مازالت حكرا على الخبراء.

ج- التحليل الفني الفلسفي: إذا كان التحليل الفني الحديث صعب بسبب اعتماده على التقنيات الرياضية المعقدة، فإن التحليل الفني الفلسفي أيضا صعب ومعقد ولكن لأسباب أخرى مختلفة تماما؛ بداية فإن هذا التيار - على قلة الممارسين له - لا يكتفي فقط بتفسير الظواهر الخاصة بالسوق بل العالم بأكمله. ومن أحسن الأمثلة على طرق هذا الفرع نظرية إيليويت (Elliott Theory) حيث يعتمد على القناعة التامة بأن الكون ككل يسير حسب نظام طبيعي واحد ثم يحاول في كتابه "قوانين الطبيعة" "Les lois de la nature" إيجاد إسقاط لهذا النظام على التغيرات المالية الحاصلة في السوق. [Béchu, Bertrand, 2003, p. 41-]. [42]. من جهة أخرى فإن عدم وجود مؤلفات واضحة تبين للممارسين المبادئ النظرية والطرق المستعملة جعل من المستحيل، إلا على قلة قليلة، التعمق بالدراسة في هذا المجال ووضعه تحت تصرف العامة.

5- مؤشرات التحليل الفني:

5-1- المؤشرات النفسية: وهي تصرفات المشاركين في السوق من مستثمرين ومضاربين وصناديق الاستثمار وردود أفعالهم تجاه المعطيات المتوفرة حيث تؤثر تصرفاتهم على اتجاه السوق وتتأثر عملياتهم بوضعيته، فنجد بأنها تتأرجح ما بين مضاربة على الصعود في السوق عند نقاط صعود السوق، ومضاربة على الهبوط عند السوق النزولي. غير أن مجموعات مختلفة من المستثمرين ثابتين في تصرفاتهم من نقاط التحول الرئيسية للسوق، فعلى سبيل المثال فإن العالمين بيوطن الأمور بحكم مركزهم داخل المنشآت (Insiders) يميلون إلى التصرف الصائب عند نقاط التحول بالسوق وتكون عملياتهم في مجموعها في جانب تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية، وفي جانب تأييد البيع في حالات صعود السوق [حماد، 2006، ص. 231-232].

5-2- مؤشرات لتتبع تدفق الأموال: إن تحليل المراكز المالية للمستثمرين المشاركين في السوق يتم من خلال تتبع تدفق الأموال الناتجة عن عمليات البيع والشراء، ولأنه يجب أن تكون هناك عملية شراء لكل عملية بيع فالسعر الذي تجرى على أساسه أي معاملة في الأسهم يجب أن يكون ذاته بالنسبة للبائع والمشتري، وعليه فمن الطبيعي أن يكون مقدار النقود المتدفقة خارج السوق متساوية مع المقدار الداخل إلى السوق.

3-5- مؤشرات هيكل السوق: يُمكن هذا المؤشر المحلل الفني من معرفة اتجاه المؤشرات السعرية ومدى اتساع السوق وحجمه ودوراته. و يعتمد هذا المؤشر في التحليل على الفكرة الأساسية التي بني على أساسها التحليل الفني وهي أن سوق الأوراق المالية هي انعكاس لنفسية المجموع (الجمهور) في حركتها، فهي تحاول التنبؤ بتحركات السعر على افتراض أن نفسية الجمهور تتحرك بين الذعر (Panic) والخوف (Fear) والتشاؤم (Pessimism) من ناحية والثقة (Confidence) والتفاؤل الزائد (Excessive Optimism) والحرص (Greed) من ناحية أخرى [حماد، 2006، ص. 334].

المطلب الثاني: البناء النظري للتحليل الفني

كغيره من النظريات يقوم التحليل الفني على مجموعة من الفرضيات والمبادئ:

1- الفرضيات:

يعتبر التحليل الفني من أقدم الطرق المستعملة لتحليل ودراسة السوق المالي، فأصول هذه الطريقة تعود إلى ما يقارب القرن من الزمن، حيث يقوم المحلل الفني بالبناء على التغيرات الماضية للأسعار في السوق لمعرفة السلوك المستقبلي لها ويرتكز التحليل الفني على الفرضيات التالية:

- 1-1- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس تفاعل قوى العرض والطلب؛
- 2-1- يتحكم في العرض والطلب عوامل عدة منها الرشيدة والمعقولة ومنها غير ذلك. كما يدخل بعضها في إطار عمل التحليل الأساسي، في حين يرتبط بعضها الآخر بالطبيعة النفسية والمزاجية للمستثمرين؛
- 3-1- السوق المالي يأخذ كل العوامل بعين الاعتبار، ويعتبر هذا الفرض الأساسي في بناء التحليل الفني، إذ أن كل ما يمكن أن يؤثر على سعر ورقة مالية معينة ينعكس على سعرها في السوق لذلك يجب الاهتمام بتطورات السعر لأنه النتيجة النهائية لكل التأثيرات الأخرى [Béhus, Bertrand, 2003, p. 18]. فالزيادة في الطلب ينتج عنها ارتفاع الأسعار والعكس في حالة انخفاض الطلب، والتحليل الفني هنا لا يهتم بـ: لماذا تغير مستوى الأسعار؟ بل بكيفية تغيرها وتوقيت وحجم هذا التغير لأن هذه العناصر هي التي تطلعنا على حركة التطور المستقبلي للسعر؛

- 4-1- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن الأسعار تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت [هندي، (A)، 1999، ص. 423]؛
- 5-1- كل التغيرات الطارئة على اتجاه أسعار الأسهم، مردها إلى اختلال العلاقة بين العرض والطلب، وسبب هذا الاختلال يتوضح من خلال ما يجري داخل السوق المالي.

من خلال ملاحظة هذه الافتراضات نخلص إلى أن التحليل الفني لا يعترف بمبدأ كفاءة السوق المالي، لأنه يعتبر أن حركة الأسعار ليست عشوائية، بل أنها تسير في اتجاهات محددة يمكن التنبؤ بها مستقبلاً من خلال دراسة المعطيات التاريخية.

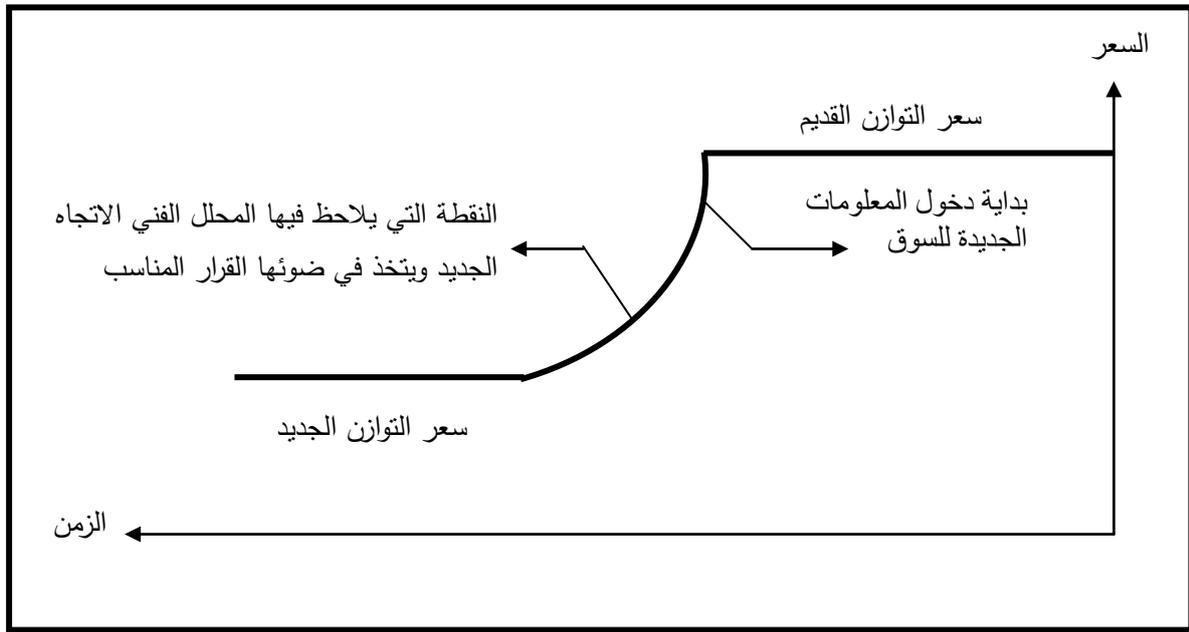
وعلى الرغم من ذلك فإن الافتراضين الأول والثاني مقبولين، سواء من الفنيين أو غيرهم لأن أي شخص يوافق على أن سعر الورقة المالية (أو السلعة أو الخدمة) يتم تحديده من خلال التفاعل بين قوى العرض

والطلب عليه، وبالإضافة إلى ذلك فإن هناك عدة متغيرات تحكم العرض والطلب [حماد، 2000، ص. 299].

أما فيما يخص الفرض الرابع حول حركة اتجاهات الأسعار فالمحللون الفنيون يعتبرون أن السعر يحافظ على اتجاه معين لفترة من الزمن قبل أن يتغير وذلك لأن تأثير أي عامل جديد على التوازن بين العرض والطلب لا يكون فوراً إنما على فترة ممتدة من الزمن [Béchu, Bertrand, 2003, p. 19]. وذلك يعود إلى اختلاف مصادر المعلومات بالنسبة للمستثمرين، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-5)

رسم بياني يوضح كيفية تغير سعر الورقة المالية



المصدر : [حماد، 2000، ص. 300]

يبقى سعر التوازن عند مستوى معين حتى دخول معلومات جديدة ينتج عنها تغير في سلوك المستثمرين، وبالتالي تغير حجم العرض والطلب على الأوراق المالية، فينتقل السعر إلى مستوى توازني آخر.

2- التحديات التي تواجه التحليل الفني:

يواجه التحليل الفني تحديين رئيسيين: الأول مرده إلى بعض الافتراضات التي يقوم عليها في حين يرتبط التحدي الثاني بقواعد وطرق عمل التحليل وخاصة منها على المدى الطويل.

2-1- الافتراضات : يعتبر التحليل الفني أن استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة يأخذ فترة زمنية وهو ما يعني أن السوق غير كفءة، بينما تؤكد معظم الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفاء بشكله الضعيف، أن المعلومات تتعكس بسرعة على أسعار الأسهم، وبالتالي لا يتمكن أي من المستثمرين من

تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات التاريخية، ومما يساند فرضية السوق الكفاء [حماد، 2002، ص. 153].

2-2- القواعد: إن اعتماد التحليل الفني على مبدأ الدورات في تحليل السوق يعني البناء على معطيات الماضي للتوقع بطريقة استجابة الأسعار للمتغيرات نفسها لكن في المستقبل. غير أنه لا يمكن الجزم بأي حال من الأحوال بأن السوق عند تعرضه لنفس متغيرات فترة أو دورة سابقة ستكون له نفس الاستجابة لذا فهذا البناء التنبؤي لن يكون مفيداً.

– يجب الإشارة إلى أن اعتماد عدد كبير من المحللين الفنيين على نفس القواعد، يعني اتخاذهم لنفس الإجراءات وفي نفس الوقت، وهذا ما سيؤثر على الاتجاه الفعلي للسهم ويدفع به إلى التحرك حسب الاتجاه المنتظر من طرف المحللين الفنيين.

– يعتمد التحليل الفني على دراسة وتحليل البيانات، ولكن هذا لا ينفي عامل الذاتية عن النتائج، حيث أنه حتى وإن اعتمد عدة محللين على نفس البيانات ونفس طرق التحليل قد يصل بهم الأمر إلى الحصول على نتائج مختلفة وقد تكون متعارضة.

3- نظرية داو (Dow Theory):

يعتبر شارل داو (Charles Dow) رائد التحليل الفني، حيث كان أول من وضع المبادئ الأولية له وأول من قام بتحليل الأسواق المالية من خلال ما يعرف بنظرية داو، حيث قام بنشر المبادئ الأساسية لهذه النظرية في جريدة وال ستريت (Wall Street Journal) في الفترة الممتدة ما بين 1900 إلى 1902 ثم قام روبرت ريد (Robert Rhed) في كتابه (Dow Theory) بشرح المبادئ الأساسية لهذه النظرية وذلك عام 1932، وكان أهم ما اعتمد عليه شارل داو في بناء نظريته اعتبار أن أغلب أسعار الأسهم تتحرك في نفس اتجاه حركة السوق ولهذا السبب وضع فكرة المؤشر (Béchu, Bertrand, 2003, p. 20).

أما سمعة وشهرة هذه النظرية فترجع إلى أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات... ففي 29 أكتوبر من عام 1929 نشرت جريدة وول ستريت تحليلاً، يقوم على نظرية داو أشارت فيه إلى أن السوق الصعودي قد انتهى والسوق النزولي قد بدأ [هندي، (A)، 1999، ص. 427].

4- مبادئ نظرية داو

تعتمد نظرية داو على المبادئ الستة التالية:

4-1- السوق (المؤشرات) تأخذ كل العوامل بعين الاعتبار: كل المعلومات المتوفرة في أي وقت تنعكس على اتجاه الأسعار في السوق، لذلك فإن المعطيات التاريخية لحركة أسعار الأسهم تعكس تطورها المستقبلي.

4-2- توجد 3 أنواع من الحركات السعرية: من خلال ملاحظة السوق المالي يمكن التعرف على ثلاث أنواع من الاتجاهات:

4-2-1- حركة أولية (أساسية): وهي تمثل الاتجاه السائد في السوق سواء كان صعودي أو نزولي وتمتد هذه الحركة إلى ما يزيد عن السنة كما أنها قد تصل لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه معاكس.

أ - السوق النزولي: وهو انخفاض كبير غير متقطع للأسعار، يبدأ عندما تضعف مصداقية المعلومات التي أدت إلى شراء أسهم شركة ما، يتبعها مرحلة ثانية نلاحظ فيها أن كل من النشاط الاقتصادي والأرباح تنكمش. وفي المرحلة الأخيرة يتم التخلص من الأسهم بأي سعر، وبغض النظر عن قيمتها [Béchu, Bertrand, 2003, p. 21].

ب - السوق الصعودي: وهو ارتفاع في الاتجاه السائد في السوق ولمدة تدوم عدة سنوات. تبدأ هذه الحركة بعد استعادة الثقة في المستقبل، تتبعها مرحلة ترتفع فيها مستويات النشاط الاقتصادي وأرباح الشركات. وأخيرا تزيد المبادلات في السوق المالي وترتفع أسعار الأسهم المتداولة.

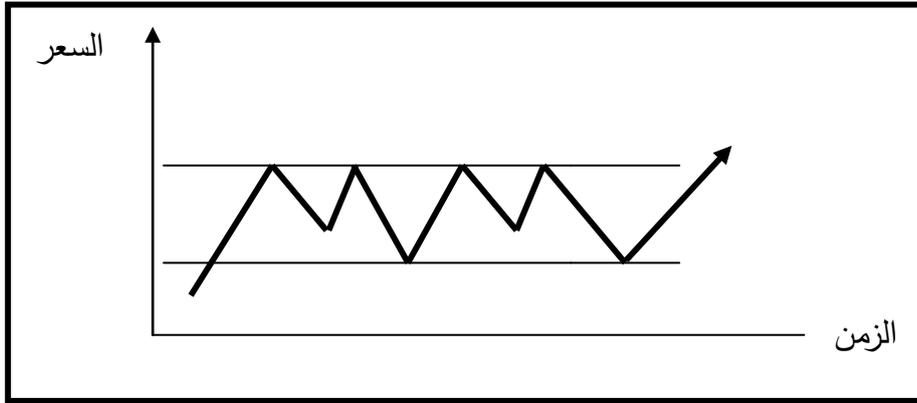
4-2-2- الحركة الثانوية: تؤثر هذه الحركة على الاتجاه الأساسي السائد في السوق لمدة تصل من 3 أسابيع إلى عدة أشهر. و يكون هذا التأثير في شكل تعديل للنفض الأساسي للحركة السائدة في السوق بنسبة تتراوح ما بين 33 %، 50% أو 60 % ونادرا ما تصل إلى 100 % [Béchu, Bertrand, 2003, p. 21].

4-2-3- الحركة السعريّة اليومية: تمتد هذه الحركة من بضع ساعات إلى ثلاثة أسابيع كحد أقصى والملاحظ أن نظرية "داو" لم تخص هذه الحركة بالدراسة. غير أن المحلل الفني مجبر على تتبع هذه التقلبات ووضع إطار لها؛ كما أن المستثمرين على المدى الطويل لا يهتمون بها على عكس المستثمرين على المدى القصير.

4-3- مبادئ التراكم والتوزيع: يحدث ذلك عندما يتغير اتجاه مؤشر أو ورقة مالية في مجال ضيق 5 % تقريبا وذلك لفترة تصل إلى ثلاث أسابيع ويعني ذلك أن المستثمرين الكبار يقومون بعمليات شراء كبيرة ويؤكد ذلك انتهاء هذه المرحلة بارتفاع في الاتجاه العام مثل ما يوضحه الشكل (3-6).

الشكل (3-6)

مرحلة التراكم

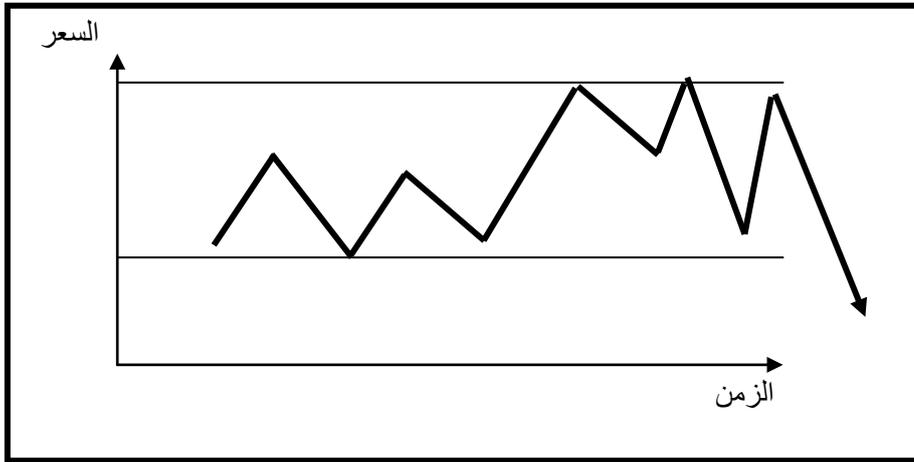


source: [Béchu, Bertrand, 2003, p.22]

أما في الحالة المعاكسة، يقوم المستثمرون بالتخلص من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ويمتد ذلك لفترة زمنية تنتهي بانخفاض في الاتجاه العام للسوق أو المؤشر وهو ما يعرف بمرحلة التوزيع كما هو موضح في الشكل (3-7).

الشكل (3-7)

مرحلة التوزيع



source: [Béchu, Bertrand, 2003, p.22]

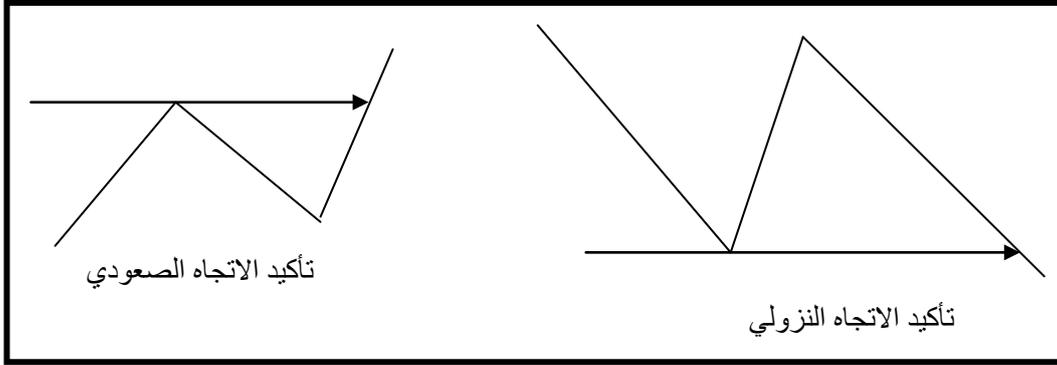
4-4- الحجم يؤكد الاتجاه: العلاقة الطبيعية بين الحجم والاتجاه، هي أن الحجم يزيد في فترات الارتفاع وينخفض في فترات النزول إذا لم تحترم هذه العلاقة يكون الاتجاه مهدد بعدم الاستمرار.

4-5- تغيرات الأسعار تحدد الاتجاه: يتأكد الاتجاه الصعودي في السوق عندما تكون القمة (Top) الحالية أعلى من التي سبقتها وبالعكس يتأكد الاتجاه النزولي للسوق إذا كانت النقاط الدنيا (Bottom)

المتتالية تقع كل منها في مستوى أدنى من التي سبقتها. ويمكن توضيح ذلك اعتماداً على الرسوم البيانية في الشكل (3-8):

الشكل (3-8)

تأكيد الاتجاه العام اعتماداً على الأسعار



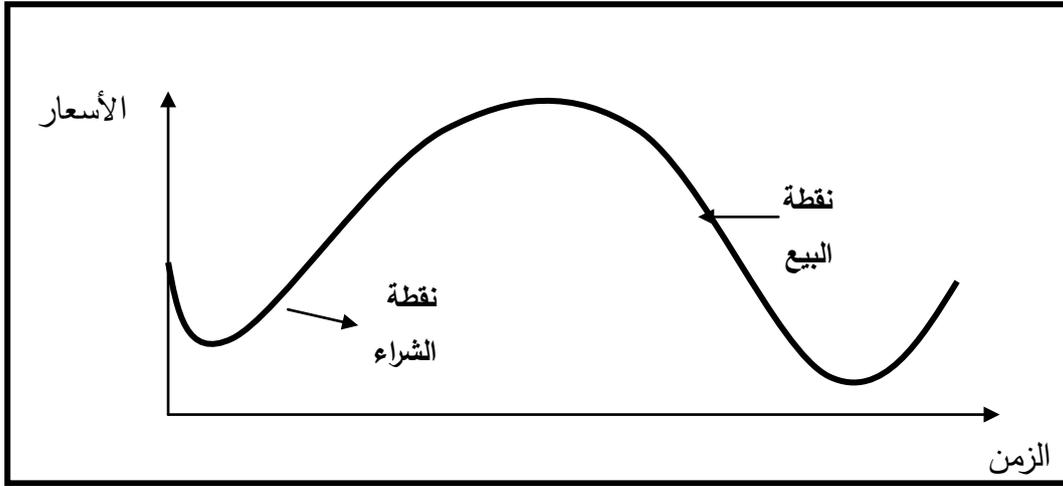
source :[Béchu , Bertrand, 2003. p. 22]

4-6- مبدأ التكافؤ بين المؤشرات: قام شارل داو ببناء مؤشرين، الأول هو: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial average) (DJIA) حيث نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جوان 1884، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 3 أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجمها ليصل إلى 30 سهم عام 1928 [هندي، (A)، 1999، ص. 260]. أما المؤشر الثاني فهو خاص بشركات النقل عبر السكة الحديدية (Dow Jones Transportation) أما مبدأ التكافؤ بين المؤشرات فيقوم على أن أي تغير على أحد المؤشرين يجب أن يؤكد تغير مماثل على مستوى المؤشر الثاني، وإلا فإن هذا التغير لن يؤخذ بعين الاعتبار.

المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني

قبل التطرق لأدوات التحليل الفني يجب البدء بتوضيح فكرة دورة أسعار الأسهم و ذلك لان رواد هذا المدخل يهتمون بتحديد موقع السوق أو أسعار الأسهم محل الدراسة من الدورة كما يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل(3-9):

الشكل (3-9) دورة أسعار الأسهم



المصدر: [حماد، 2006، ص. 346]

الملاحظ هو أن المنحنى الموضح بالشكل (3-9) يبدأ باتجاه نزولي لأسعار الأسهم يليه ارتفاع في الاتجاه العام ثم يستقر -نسبيا- عند حد معين ليعود إلى النزول حتى مستوى أدنى ينعكس عنده الاتجاه ليبدأ بالصعود من جديد. و من الطبيعي أن المستثمر يفضل القيام بعمليات البيع عندما يتجه المنحنى إلى الانخفاض (على المنحنى نقطة البيع). ثم يقوم بعمليات الشراء عندما يتجه المنحنى إلى الصعود (على المنحنى نقطة الشراء) غير أنه من الصعب عمليا تحديد هذه النقاط بدقة قبل تغير الاتجاه فعلا.

وتعتبر دورة أسعار الأسهم من الوسائل الأساسية التي يعتمد عليها المحللون الفنيون لتحديد موقع الأسعار السائدة حاليا في السوق من الدورة، وعلى الرغم من ذلك فهذا البيان لا يُعتمد عليه كثيرا في اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يوفر التحليل الفني للمستثمر عددا هائلا من الأدوات والعلاقات والبيانات تساعد على اتخاذ أنسب القرارات الاستثمارية وهي تنقسم إلى قسمين: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق وأدوات التحليل الفني لأسعار الورقة.

1- أدوات التحليل الفني لأسعار السوق

ويقصد بها مؤشرات السوق (Market Indicators) وهي أدوات تستعمل لقياس القوة النسبية للسوق كما تُمكن من تحديد اتجاه الأسعار الصعودي أو النزولي ومن أبرزها:

1-1- مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين (Investor Sentiment): تعتبر هذه المقاييس مؤشرات عن الاتجاه المستقبلي لحركة أسعار الأسهم وهي تنقسم إلى:

1-1-1- مؤشر بارون (Baron's Confidence Index): حيث ينشر هذا المقياس أسبوعيا في مجلة بارون ويتم حسابه حسب المعادلة (2-3)

المعادلة (2-3)

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

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين 85 % و 98% وذلك لأن عائد السندات المرتفعة الجودة يكون عادةً أقل من عائد السندات متوسطة الجودة. أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس انه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر والنتيجة المتوقعة هي ارتفاع القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها -بالتبعية- ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة لتقرب نسبة المؤشر من 100 % والعكس يصبح صحيحاً، لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة [هندي، (A)، 1999، ص. 430-431].

وعلى هذا الأساس يمكن الاعتماد على مؤشر بارون لحساب توقيت قرارات البيع والشراء، حيث أن ارتفاع قيمة هذا المقياس لتقرب من المائة مؤشر على تحسن الأوضاع الاقتصادية العامة ودليل على أن أسعار السوق سوف تتجه نحو الارتفاع وهذا يعتبر توقيت جيد لعملية الشراء. أما إذا انخفضت قيمة مؤشر بارون فهذا دليل على أن الحالة الاقتصادية غير مشجعة وأن أسعار السوق سوف تنخفض أكثر في المستقبل وهذا هو التوقيت المناسب لعملية البيع. وقد وضع فرنش [French, 1989, p. 375] مقاييس بديلة لمؤشر بارون منها:

1-1-2- النسبة المئوية لعائد سندات الخزينة إلى عائد سندات منشآت الأعمال: الموضح بالمعادلة (3-3):

المعادلة (3-3)

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد سندات الخزينة}}{\text{عائد سندات منشآت الأعمال}}$$

1-1-3- النسبة المئوية لعائد سندات منشآت الخدمات العامة إلى عائد الأسهم الممتازة: الموضح بالمعادلة (4-3):

المعادلة (4-3)

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{متوسط عائد سندات منشآت الخدمة العامة}}{\text{متوسط عائد الأسهم الممتازة}}$$

1-1-4- مؤشرات المستويات العليا والدنيا (High-Low Index):

حيث يتم من خلال هذا المؤشر مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل وذلك حسب المعادلة (3-5):

المعادلة (3-5)

$$\text{مؤشر المستويات العليا والسفلى} = \frac{د}{د + د^*}$$

د : تمثل عدد الأسهم التي حققت أسعارها مستوى مرتفع لم تصل له من قبل؛

د* : تمثل عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل؛

أما قيمة هذا المؤشر فهي تنحصر بين الواحد الصحيح والصفري، وكلما كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد كان هذا دليلاً على أن هناك عدداً كبيراً من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى حد لم تصل له من قبل والعكس، فإذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر كان هذا دليل على أن عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها على حد أدنى لم تصل له من قبل كبير [هندي، (A)، 1999، ص. 432].

1-1-5- نسبة عدد الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي انخفضت قيمتها السوقية: تأخذ هذه النسبة أشكالاً مختلفة من أهمها النسبة المعطاة بالمعادلة (3-6)

المعادلة (3-6)

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

ويدعي أنصار هذا المقياس بأنه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر، فإن هذا يعد مؤشراً على أن الاتجاه السعودي للسوق يقترب من نهايته، وإذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته وأن الأسعار سوف تتجه حالاً نحو الارتفاع [هندي، (A)، 1999، ص. 433].

وتجدر الإشارة إلى أن هناك عدداً كبيراً من النسب والمؤشرات الأخرى لم يتم التطرق إليها في الفقرات السابقة التي تعرضت إلى أهم المقاييس المستعملة لقياس ميل المستثمرين وأكثرها انتشاراً.

1-2- قواعد الرأي العكسي: تقوم هذه القواعد على الفكرة القائلة بأن أغلب المستثمرين يكونون على خطأ خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول. لذلك على المستثمر الناجح أن يحدد قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها يتخذ قرارات معاكسة، ومن أكثر هذه المقاييس شيوعاً مؤشر توازن الكميات الكسرية:

1-2-1- مؤشر توازن الكميات الكسرية (Odd-Lot Balance Index): المقدم بالمعادلة (7-3)

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

المعادلة (7-3)

ويقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز الكمية التي تتضمنها 100 سهم. وهي عادة العمليات التي يقوم بها صغار المستثمرين. و إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، أما إذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا معناه أن مبيعات صغار المستثمرين أصغر من مشترياتهم. ويترجم المحللون الفنيون ما سبق إلى قاعدة للتعامل الفني حيث أنهم يؤكدون على أن المعدل المرتفع نسبيا يشير إلى موقف تشاؤمي، ويعتبر هذا إشارة إلى وصول الأسعار للقاع في القريب العاجل، ويصبح على الفنيين أن يتفعلوا وبيدعوا في شراء الأسهم [حماد، 2006، ص. 365]. و العكس فانخفاض هذه النسبة يعني أن المستثمرين الصغار يقومون بعمليات شراء كبيرة وهو دليل على موقف متفائل وبذلك على المحلل الفني أن يبدأ في عملية البيع، وذلك أخذا بمبدأ وجهة النظر المضادة. وتستمد هذه القواعد قوتها من كون الكميات الكسرية عادة ما يقوم بها صغار المستثمرين، علما بأن المعلومات المتاحة لهذه الفئة تكون أقل من المعلومات التي يبني عليها المستثمر المحترف قراراته الاستثمارية، فإن هذه القاعدة منطقية وصحيحة، ولكن في الواقع فإن قرارات المستثمرين الصغار ليست خاطئة في أغلبها، إضافة إلى أن التعامل بالكميات الكسرية ليس حكرا على المستثمرين الصغار [French, 1989, p.378] نقلا عن [هندي، (A)، 1999 ص. 437].

1-3- مقاييس المستثمر المحترف: يسود الاعتقاد بأن الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف هي الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار الملاك والمديرين والمتخصصين وهم يعتبرون من المستثمرين الذين يحصلون على معلومات غير متاحة للعامة بسبب موقعهم داخل هذه الشركات (Insiders) و هذه معلومات تمكنهم من الحصول على عوائد كبيرة، لذلك يستحسن تتبع قراراتهم الاستثمارية. ويمكن معرفة اتجاهات قرارات المستثمرين المحترفين اعتمادا على المعادلتين (8-3) و (3-3):

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

المعادلة (8-3)

$$\text{مؤشرات الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار سعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار سعودية أو نزولية}} \text{ المعادلة (3-9)}$$

تمكن نتائج المتتبع لصفقات المستثمر المحترف من معرفة توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض الأسعار وهي بذلك تساعد على اتخاذ قرارات بالنسبة لصغار المستثمرين. و لكن هذه النسب تواجه بعض المشكلات تحد من منفعتها:

- لا تكون هذه النسبة مؤشر طويل الأجل، ذلك لأن طبيعة محفظة المتخصص تجعلها تقتصر على التحركات قصيرة الأجل؛
- وجود فرق زمني يفوق الأسبوعين يفصل بين حدوث العمليات ونشر بياناتها؛
- أصبحت هذه النسبة غريبة جدا في السنوات الأخيرة، ويعود سبب ذلك إلى لجوء المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم [حماد، 2006، ص. 375-376].

2- أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت:

يهدف التحليل الفني لتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لإتمام هذه العملية، و يعتمد في ذلك على دراسة التغير في مستويات الأسعار في السوق، وتحديد نمط هذه التغيرات من خلال الرسوم البيانية، لذلك يعرف الفنيون براسمي الخرائط (Chartist).

2-1- أساسيات التحليل الفني:

2-1-1- الأنماط والرسوم البيانية (الخرائط): يقوم المحلل الفني بوضع خرائط من أجل تحديد النمط و ذلك عن طريق تتبع مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصب هذه المعطيات في معلم يخص محوره الأفقي للزمن، بالأيام أو الأشهر أو حتى السنوات على حسب امتداد الدراسة أما المحور العمودي فهو للأسعار، ثم يرسم المنحنى على أساس النقاط التي تقابل الفترة من الزمن مع السعر الموافق لها.

2-1-2- اتجاه حركة الأسعار: يعتقد الفنيون (Technicians or Chartists) في أن حركة أسعار الأسهم تتسجم مع قانون قوة الدفع أو قوة الصدمة التي تخضع له حركة الأشياء [هندي، (A)، 1999، ص. 441]. و بذلك فما إن يبدأ اتجاه معين في السوق فإنه سوف يستمر حتى يحصل حدث رئيسي يقلب هذا الاتجاه، وهذه الفكرة هي الأساس لبناء توقعات مستقبلية.

2-1-3- القوة النسبية (Relative Strength): تتفاوت درجة تقلب أسعار الأسهم فيما بينها،

حيث توجد أسهم سرعان ما تتأثر بأي تقلب في السوق، في حين يوجد نوع آخر من الأسهم تتميز أسعارها بنوع من الثبات النسبي، حيث ترتفع أسعارها ببطء إذا كان السوق صاعدا وتخفض ببطء إذا

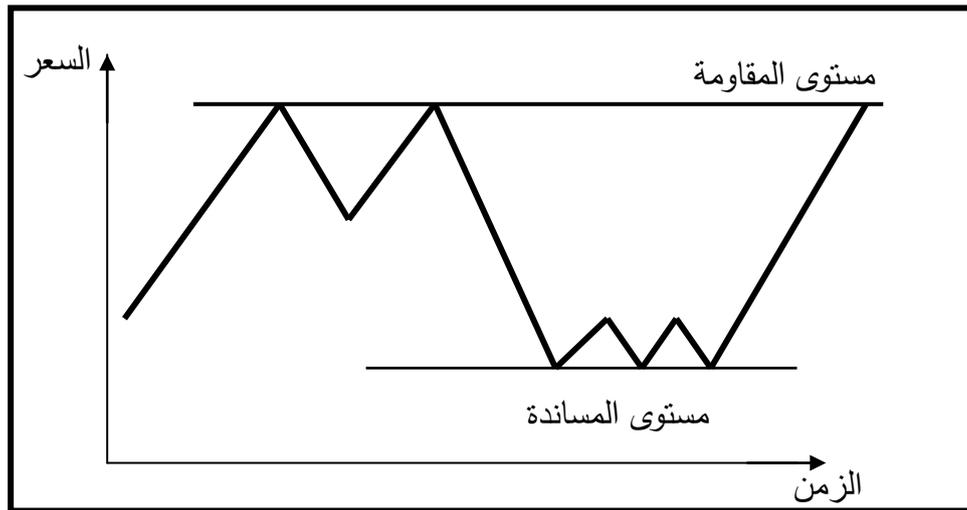
كان السوق نازلاً، وهي الأسهم التي تتمتع بقوة نسبية بمعنى وجود أسهم فردية أو أسهم مجموعة صناعية معينة تسيطر بأدائها على السوق أي تقود السوق. ويعتقد الفنيون أن هذه الأسهم سوف تستمر في القيام بهذا الدور ولهذا يقوم الفنيون أسبوعياً أو شهرياً بحساب مؤشر لتلك الأسهم التي تقود السوق [حماد، 2006، ص. 381].

2-1-4- العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار: تمثل العلاقة بين الحجم والاتجاه أهم مبادئ نظرية "شارل داو" التي تعرضنا لها سابقاً، وهذا يعني أنه إذا كان الاتجاه الأساسي للسعر صعودي فإن حجم التعامل يزيد حين يرتفع السعر وينخفض حجم التعامل عند انخفاض السعر، أما إذا كان الاتجاه الأساسي للسعر نزولي فإن حجم التعامل ينخفض عندما يرتفع السعر ويرتفع عندما ينخفض السعر [هندي، (A)، 1999، ص. 441].

2-1-5- المستويات المساعدة والمقاومة (Support and Resistance Levels): المستوى المساعد هو المنطقة حيث تكون لقوة الشراء الحالية والمحتملة القدرة على إيقاف الانخفاض في الأسعار وقلب الاتجاه العام، وبنفس الشكل يمكن تعريف المستويات المقاومة على أنها مستوى لا يمكن عنده للسعر أن يرتفع أكثر بسبب وجود قوة بيع حالية ومحتملة يلبى حجمها كل طلبات الشراء، وبالتالي لا يمكن للسعر أن يرتفع خلال مدة من الزمن ويمكن توضيح ذلك بمزيد من الدقة من خلال الشكل رقم (3-10).

الشكل (3-10)

المستويات المساعدة والمقاومة



source : [Béchu , Bertrand, 2003. p. 90]

2-2- الخرائط وأشكالها: توجد أربع أنواع أساسية من الخرائط وهي:

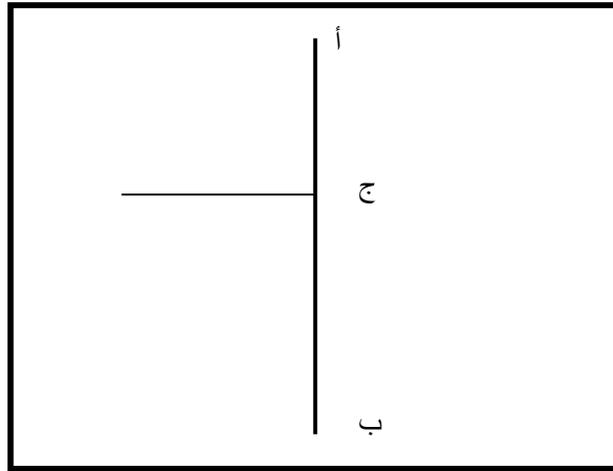
2-2-1- خرائط المنحنيات (Line Charts): يستخدم هذا النوع من الخرائط لبيان سعر سهم

الشركة أو الأسعار الخاصة بالسوق خلال فترة زمنية معينة، ويمكن أن يستخدم هذا النوع من الخرائط

أيضا في بيان التغيرات على مدار الساعة لمتوسط أسعار أسهم داو جونز مثلا خلال يوم من التعامل على نوع معين من الأسهم [حنفي، 2005، ص. 299].

2-2-2- خرائط الأعمدة (Bar Charts): يستخدم المحللون الفنيون خرائط توضح سلسلة زمنية لأسعار الأسهم سواء كانت يومية أسبوعية أو شهرية. ويتم بناء خرائط الأعمدة باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الإقفال، ويقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى وأدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسيا لكي يشكل عمود، وكذلك يقوم الفني برسم خط أفقي صغير عبر هذا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإقفال ويمكن توضيح ذلك حسب الشكل (3-11).

الشكل (3-11) خريطة الأعمدة



المصدر: [حماد، 2006، ص. 401]

أ: تمثل أعلى سعر حققه هذا السهم خلال فترة الدراسة؛

ب: أدنى سعر حققه هذا السهم خلال فترة الدراسة؛

ج: سعر الإقفال وهو يقع بين أعلى وأدنى سعر كما يمكن أن يكون أحدهما؛

تمثل المسافة بين النقطتين أ و ب المدى بين أعلى وأدنى سعر.

2-2-3- خرائط النقط والأشكال (Point and Figure Charts): في خريطة النقطة والشكل يمثل

المحور الرأسي سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل عنصر الزمن كما لا يمثل أي شيء آخر، ولا

يسجل السعر الجديد للسهم على الخريطة إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين، أما الأنماط الأكثر شيوعا

فهو التغيير الذي تكون قيمته وحدة واحدة (One-point Scale).

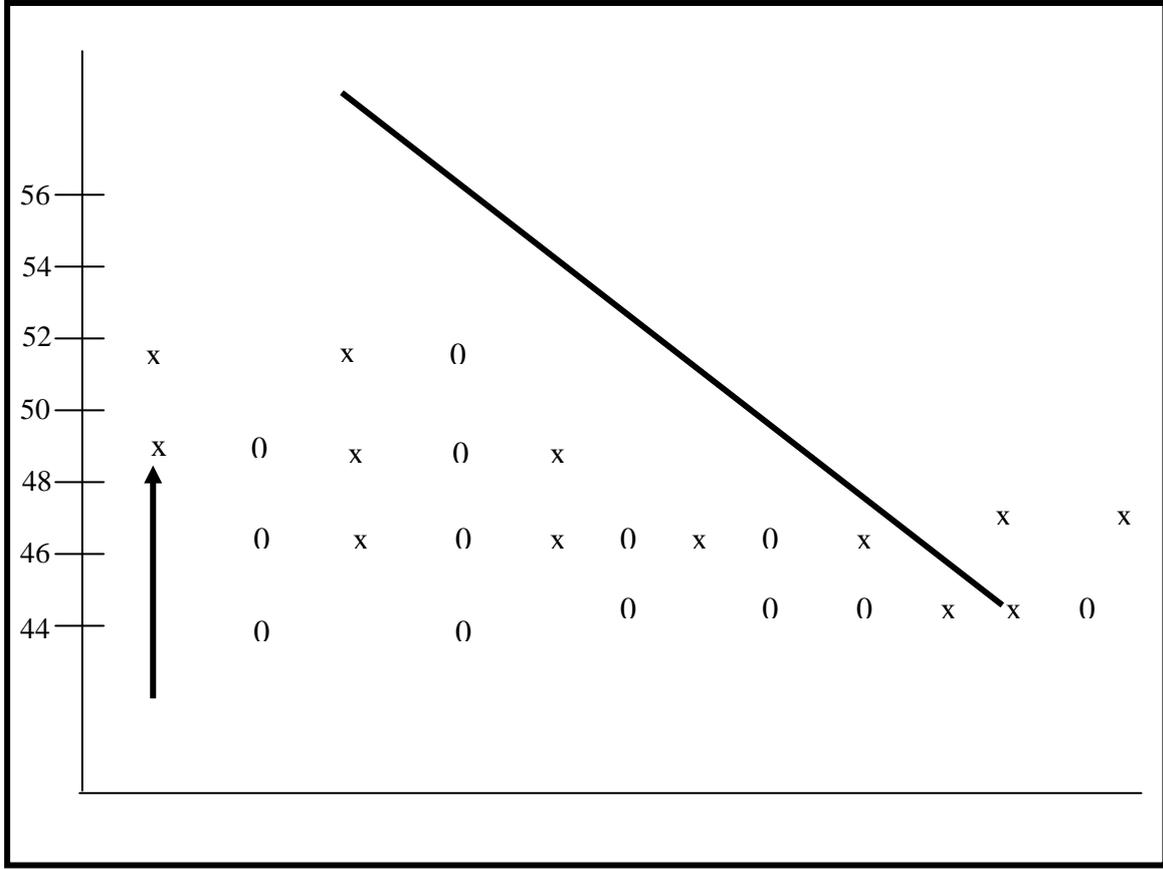
وإذا ما حقق السهم ارتفاعا في السعر فيضع حرف (X) أمام السعر الجديد، أما إذا انخفض

السعر فيسجل حرف (O) أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر [هندي، (A)، 1999، ص. 453].

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل (3-12).

الشكل (3-12)

بيان يمثل خريطة النقطة والشكل



المصدر: (حنفي، 2005، ص. 303)

2-2-3- خرائط الشمعدان (Candlestick Charts): يعتبر هذا النوع من الخرائط من أقدم الأدوات لتحديد أسعار الأسهم حيث يبين على هذا النوع من الخرائط أعلى وأقل سعر إضافة إلى سعر الإقفال وسعر الافتتاح ومن السهل - وفقا لهذا النوع من الخرائط - رصد التغيرات في سعر الافتتاح والإقفال، فإذا ما تم ملء جسم الشمعدان باللون الأسود فهذا دليل على أن سعر الإقفال للسهم عند مستوى أقل من سعر الافتتاح أما إذا كان الجسم مفتوحا فهذا يعني أن سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح لهذا اليوم [حنفي، 2005، ص 305-307].

المطلب الرابع: التحليل الفني أو التحليل الأساسي

بعد التعرف على المبادئ الأساسية لكل من التحليل الفني والأساسي وعلى أساليب التحليل المختلفة لكل منهما قد يتبادر للأذهان سؤال حول أيهما أحسن وأنجع لاعتماده في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق أعلى عائد لذلك خصص هذا المطلب للمقارنة بين الأسلوبين.

1- إيجابيات وسلبيات التحليل الفني:

يساعد استعراض إيجابيات وسلبيات كل من التحليل الفني والأساسي على تحديد نقاط ضعف وقوة كل أسلوب في حين تساعد المقارنة على تسليط الضوء على نقاط الاختلاف بينهما.

1-1- إيجابيات التحليل الفني:

أ- يتفق المحللون على أن أهم مزايا التحليل الفني عدم اعتماده على البيانات المحاسبية والمالية التي يحتاجها المحلل الأساسي، وبالتالي يتفادى المحلل الفني كل المشاكل المرتبطة بهذه المعلومات من حيث عدم توفرها في الوقت المناسب وبالنوعية المطلوبة؛

ب- السهولة والسرعة، فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم [هندي، (A)، 1999، ص. 221]؛

ج- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية وذلك لأن كل قواعد عمل التحليل الفني تستوجب تفسيرات وتحليلات من طرف المحلل الفني؛

د- يعتبر المحلل الفني أن المعلومات التي يحتاجها المحلل الأساسي تصل متأخرة؛ و في المقابل المحلل الفني يعتمد على المعلومات المتاحة من السوق والتي يحصل عليها بشكل منتظم من التقارير اليومية عن حركة الأسعار في السوق المالي؛

و- التطورات الحاصلة على مستوى الأسواق المالية تكون ناتجة عن عوامل اقتصادية وأخرى نفسية ناتجة عن آمال ومخاوف وتوقعات المستثمرين. وفي حين يهمل التحليل الأساسي هذا الجانب بسبب اعتماده المطلق على المعلومات الاقتصادية، فإن التحليل الفني يأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل اللاعقلانية، بل ويخصها بالدراسة والتحليل [Béchu, Bertrand, 2003, P. 23].

1-2- سلبيات التحليل الفني:

أ- لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعاً، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكناً إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية [Béchu, Bertrand, 2003, p. 32].

ب- يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار [هندي (B)، 1999، ص. 222].

ج- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجدول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية.

و- التحقق التلقائي للتوقعات، حسب هذا الانتقاد فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، وذلك بالطريقة التالية:

- إذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقا سعوديا متوقعا سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعدادا لارتفاع الأسعار ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلا ولكن بسبب العمليات التي قام بها المحللون الفنيون.

2- أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي: يعرض الجدول (3-5) الفروق الأساسية بين التحليل الفني والأساسي.

الجدول (3-5)

أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	. تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ . تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	. أن سوق رأس المال كفاء. . يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	. تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ . العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛ . أن السوق أفضل متنبئ لنفسه؛ . أن سوق رأس المال غير كفاء؛

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل.	<ul style="list-style-type: none"> عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية؛ عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات. 	<ul style="list-style-type: none"> عوامل السوق نفسه مثل: أسعار الأوراق المالية؛ حجم التداول؛ عدد الصفقات وحجمها؛ سلوك المستثمرين؛ عمليات البيع على المكشوف؛ التوقيت الزمني؛ اتساع السوق؛ الجو النفسي.
أدوات التحليل الرئيسية.	<ul style="list-style-type: none"> المؤشرات الاقتصادية العامة: دورة حياة الصناعة؛ التنبؤ بحالات النمو؛ تحليل ظروف المنافسة؛ تحليل التطورات التكنولوجية؛ القوائم المالية المقارنة؛ تحليل السلاسل الزمنية؛ التحليل الرأسي للقوائم المالية؛ تحليل النسب؛ التحليلات الخاصة. 	<ul style="list-style-type: none"> مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية)؛ مؤشرات تدفقات الأموال؛ مؤشرات هيكل السوق.
حدود استخدامها	<ul style="list-style-type: none"> تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛ توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة؛ صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني. 	<ul style="list-style-type: none"> كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب؛ يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛ تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتتناسب والظروف البيئية المتغيرة.

المصدر: [حماد، 2002، ص. 253-255]

خلاصة:

لقد كان موضوع كفاءة الأسواق الرأسمالية نقطة الفصل في بناء أكبر استراتيجيات الاستثمار في البورصات؛ وهي التحليل الأساسي و التحليل الفني؛ فالتحليل الأساسي الذي يعترف بفرض الكفاءة يهدف إلى إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم و ذلك عن طريق دراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء كانت داخلية أو خارجية ثم دراسة الصناعة التي تعمل بها الشركة محل الدراسة وأخيرًا تحليل و دراسة الشركة و وضعها المالي، كل هذا من أجل الوصول إلى تقييم دقيق للشركة و تحديد واضح لآفاقها المستقبلية، وبناء على هذه النتائج يتمكن المحلل من تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية و هي التي تمثل أحسن الاستثمارات. أما المحلل الفني الراض لمبدأ الكفاءة و الحركة العشوائية للأسعار فهو يعتمد على المعلومات و المعطيات تاريخية المأخوذة من السوق نفسه ويستعملها لإيجاد نمط لحركة أسعار الأسهم و ذلك من أجل بناء توقعات مستقبلية لاتجاه الأسعار، و يعتمد المحلل الفني في ذلك على عدد كبير من الأدوات منها المعادلات و المقاييس أو المنحنيات والخرائط. أما هذا العمل يركز على التحليل الأساسي ويدرس أثر المتغيرات الكلية على عوائد الأسهم، وفي هذا الصدد جاء الفصل الثالث لدراسة التضخم وتحليل أثاره على عوائد الأسهم و استعراض عدد من الدراسات التي اهتمت بهذا الموضوع.

تمهيد

تسعى السياسة الاقتصادية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المسطرة مثل المعدل الأمثل للنمو الاقتصادي والعمالة، تحقيق الاستقرار النقدي وجميع المدخرات لتمويل البرامج الاستثمارية ومعالجة الاختلالات والمشكلات الاقتصادية. ومن أبرز المشكلات التي تعترض الاقتصاد التضخم وهو يشكل خطراً حقيقياً على النشاط الاقتصادي ككل في الدول المتقدمة أو النامية. وقد خص هذا الموضوع بالكثير من البحث والتحليل طيلة عقود من الزمن، فتعددت المدارس التي حاولت شرح الظاهرة وتفسيرها ووضعها في إطار رياضي، ولطالما اعتبرت السياسة النقدية الوسيلة المثالية والناجحة لمواجهة التضخم والحد من آثاره وسلبياته. وتوجه مجموعة من المفكرين إلى تطوير نظرية فيشر حول أثر التضخم على العوائد الثابتة للأوراق المالية وعالجوا الفكرة السائدة حول كون الأسهم وسيلة للوقاية من مخاطر انخفاض قيمة النقود وذلك كون عوائدها ترتفع في فترات التضخم. وبالفعل توصلت بعض الدراسات التجريبية إلى إثبات هذه الظاهرة وعلى رأسها أعمال فيرث (Firth)، في حين أكدت دراسات أخرى خطأ هذه الفكرة لأن نتائجها أظهرت وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم وأبرزها أعمال فاما (Fama). وعلى هذا الأساس تناول هذا الفصل العناصر التالية:

المبحث الأول: التضخم، أنواعه ، أسبابه وأساليب معالجته؛

المبحث الثاني: فرضية فيشر وتطبيقها في سوق الأسهم؛

المبحث الثالث: فرضية فاما والدراسات التجريبية في إطارها.

المبحث الأول: التضخم، أنواعه، أسبابه وطرق معالجته

المشكلات التي تعرقل النشاط الاقتصادي وتحد من تطوره وتعيق تحقيق أهدافه عديدة ومتنوعة ولعل من أهمها التضخم الذي يعتبر من أبرز المشاكل الاقتصادية، فهو عبارة عن ظاهرة نقدية وحركة صعودية مستمرة في الأسعار ناجمة عن فائض في الطلب الكلي يعجز العرض الكلي عن الاستجابة لها نتيجةً لمجموعة من الأسباب و الاختلالات الهيكلية والوظيفية في الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: مدخل إلى التضخم

يخصص المطلب الأول للتعريف بالتضخم والتعرض لأبرز النظريات النقدية التي خصت هذه الظاهرة بالدراسة و التحليل.

1-تعريف التضخم:

يعتبر مصطلح التضخم من أكثر المصطلحات الاقتصادية والنقدية شيوعاً، وقد استخدم هذا المصطلح للتعبير عن عدد من الحالات المختلفة ولوصف ظواهر عديدة. غير أن الشائع هو استعماله للتعبير عن حالة ارتفاع الأسعار وآثارها على قيمة النقود من جهة، وهيكل الإنتاج داخل الاقتصاد من جهة أخرى. وقد اكتسبت ظاهرة التضخم أهميتها في الحياة الاقتصادية بسبب ارتباطها الوثيق بالجانب النقدي والإنتاجي، واهتم الاقتصاديون بدراسة هذه الظاهرة بهدف الوصول إلى تفسير وتحديد تعريف دقيق لها. ومن أبرزها التعريف الذي جاء ت به المدرسة الكلاسيكية المرتبطة بالنظرية الكمية للنقود ومضمونه أن التضخم هو الزيادة المحسوسة في كمية النقود، وأن التضخم هو نقود كثيرة تطارد سلعا قليلة أو أنه الزيادة في كمية النقود التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار [عبد الله، 1999، ص. 174]. وكذلك عرف التضخم بأنه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار على مدى فترة طويلة من الزمن؛ أي أن التضخم هو التصاعد المستمر للأسعار نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن مقابلة هذا الطلب، ويتميز هذا التعريف بما يلي :

- التضخم هو حركة الأسعار نحو الارتفاع لأن المظهر الأساسي له هو ارتفاع الأسعار؛
- التضخم هو حركة مستمرة إذ لا يجوز تفسير أي ارتفاع في الأسعار على أنه تضخم؛
- استمرارية حركة الأسعار نحو الارتفاع المتواصل، فالتضخم ليس حالة مؤقتة ناتجة عن نقص طارئ في سلعة معينة [علي، العيسي، 2005، ص. 448].

ويمكن القول بأن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام لمستوى الأسعار، معبرا عنها بالنقود وذلك نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية (حيث لا تصبح النقود مقياسا للقيم ومخزن للثروة).

2- التضخم في النظريات النقدية:

تحتل النظريات النقدية حيزاً هاماً في الفكر الاقتصادي الحديث من خلال الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا الموضوع بهدف التعرف على العوامل المحددة لقيمة النقود في لحظة من الزمن وتفسير التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترات متتابعة من الزمن. ويجمع معظم الباحثين الاقتصاديين على أن جوهر النظرية النقدية هو تفسير التغير في قيمة النقود وتأثير ذلك على المستوى العام للأسعار والمتغيرات الاقتصادية الكبرى، غير أنهم اختلفوا حول الدور الذي تقوم به النقود في الاقتصاد ومن هنا طرح السؤال الذي كان جوهر الاختلاف بين المدارس النقدية المختلفة وهو: هل التغير في كمية النقود يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الأخرى أم لا ؟

2-1- النظرية النقدية التقليدية: تعود الأسس الأولى لهذه النظرية إلى وقت التجاربيين في عصر الرأسمالية التجارية في أوروبا، حيث اعتبروا أن ثراء الدول يقاس بما تملكه من معادن ثمينة، فاتجهت السياسة الاقتصادية للتجاربيين إلى اكتساب أكبر قدر من المعادن الثمينة اعتماداً على التجارة الخارجية، وبذلك تدفقت المعادن الثمينة إلى أوروبا بكميات كبيرة صاحبها ارتفاع عام وشديد في الأسعار خلال القرن السادس عشر (ثورة الأسعار). لذلك اعتبرت زيادة كمية النقود السبب الرئيسي في ارتفاع الأسعار في حال بقاء المعروض من السلع على حاله أو تغييره بمعدل أقل من معدل الزيادة في الكمية النقدية. ثم أضاف كل من "أدم سميث" و"دافيد ريكاردو" فكرة حيادية النقود أي أن التغيرات في كمية النقود لا تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي، أما فروض النظرية النقدية التقليدية فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- يقع الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل؛
- تسود الأسواق المنافسة الكاملة فالأسعار تعكس نفقات الإنتاج؛
- لا تقوم النقود بأي دور في الاقتصاد سوى دور الوسيط في المبادلة .

2-1-1- النظرية الكمية للنقود: تقوم هذه النظرية على الفكرة القائلة بأن أي تغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير مستوى الأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه. و قد تمت صياغة هذه النظرية في شكل معادلة من قبل الاقتصادي الأمريكي فيشر (Irving Fisher) بالشكل التالي:

المعادلة (1-4)

$$M.V = P.T$$

حيث أن: M: كمية النقود المتداولة؛

V : سرعة تداول النقود؛

P : مستوى الأسعار؛

T : حجم المبادلات.

وبذلك فإن كمية النقود المعروضة في الاقتصاد مضروبة في سرعة تداولها تساوي مستوى الأسعار مضروبة في حجم المبادلات وبالتالي يمكن استنتاج المعادلة التالية:

$$P = \frac{MV}{T} \Rightarrow P = \left(\frac{V}{T}\right)M$$

المعادلة (4-1 أ)

وتفترض هذه النظرية ثبات كل من حجم المبادلات وسرعة تداول النقود (V/T) وعليه فالعامل الوحيد المؤثر على مستوى الأسعار هو كمية النقود داخل الاقتصاد وبالتالي نصل إلى المعادلة (4-1 ب):

$$\Delta P = \left(\frac{V}{T}\right)\Delta M$$

المعادلة (4-1 ب)

وكما تغيرت كمية النقود $M\Delta$ تتغير معها الأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه [Wikipedia, Irving Fisher, 2009].

2-1-2- المدرسة النيوكلاسيكية: قامت هذه النظرية على نفس مبادئ النظرية التقليدية، حيث اعتبر روادها أن النقود حيادية وأن التوازن الاقتصادي يتحقق بشكل تلقائي إلا أنهم توصلوا من خلال التجارب التي قاموا بها إلى أن الارتفاع في الأسعار بسبب زيادة كمية النقود يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية لها وهذا ينعكس سلبيًا على النشاط الإنتاجي. وقد ساهم مجموعة من الاقتصاديين في صياغة معادلة كمبريدج التي لم تبعد كثيرًا عن معادلة التبادل لفisher سوى في ما يخص الأرصدة النقدية التي اعتبرت مقلوب سرعة تداول النقود. كما انتقل التحليل النيوكلاسيكي من اعتماده على حجم المبادلات T إلى الدخل Y وبالتالي كانت صياغة معادلة كمبريدج التي جاء بها كل من مارشال وبيجو كما هو موضح في المعادلة (4-2).

$$P \cdot Y = M \cdot V$$

المعادلة (4-2)

و بما أن K الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد بالاحتفاظ بها هي مقلوب سرعة تداول النقود V فإن:

$$K = \frac{1}{V}$$

المعادلة (4-2 أ)

وبالتعويض في (4 - 2) نحصل على المعادلة (4-3)

المعادلة (4 - 3)

$$P.Y = \frac{M}{K}$$

و لإبراز العلاقة بين كمية النقود M ومستوى الأسعار يمكن صياغة المعادلة (4 - 3) كالتالي:

المعادلة (4-4)

$$P = \frac{M}{(KY)}$$

2-2- النظرية النقدية الحديثة: لقد تعرضت النظرية النقدية التقليدية أو النظرية الكمية للعديد من الانتقادات خاصة في جانب البناء النظري والفروض التي تقوم عليها. كما أثبتت عدد من الدراسات الميدانية وجود خلل في معادلة التبادل. وأخيراً ظهر جليا من خلال أزمة 1929 أن العلاقة المباشرة بين كمية النقود ومستوى الأسعار ليست كافية لمواجهة الأزمات وحل المشاكل الاقتصادية وعلى رأسها التضخم وظهرت مدرسة جديدة تدعو إلى دراسة طبيعة النشاط الاقتصادي من كل جوانبه وخاصة الجانب الحقيقي (الإنتاج، الادخار، الاستثمار....) وعدم المغالاة في دور النقود والسياسة النقدية في تحقيق التوازنات الكبرى وهي :

المدرسة الكينزية: لرائدها (John Maynard Keynes) ينطلق كينز في تحليله من الاقتصاد الكلي، ويعتبر أن النظرية الكلاسيكية غير قابلة للتطبيق إلا عند وقوع الاقتصاد في مستوى التشغيل الكامل. غير أن مؤلفاته تزامنت مع الأزمة العالمية الكبرى وفترة ما بين الحربين، وهذا ما جعل اهتمامه يتجه إلى ما يمكن أن يحصل في حالة وقوع الاقتصاد في مستوى التشغيل الجزئي (غير الكامل)، و من هنا يمكن الوصول إلى النقطتين التاليتين : العرض لا يخلق الطلب عليه كما هو الحال في قانون ساي للأسواق (Jean –Baptiste Say) وبالتالي وضع كينز فكرة "الطلب الفعال". وعلى خلاف الكلاسيكيين فإن النقود ليست ستارا لإجراء المعاملات بل أنها تؤثر فعليا على الاقتصاد [Wikipedia , John Maynard Keynes, 2009].

***النموذج I S – LM أو (Investments or saving-Liquidity preference and money supply)**

وضع هذا النموذج من قبل جون هيكس (John Hicks, 1937) وتم تعديله من قبل ألفين هنسن (Alvin Hansen) وهو نموذج مكون من منحنيين:

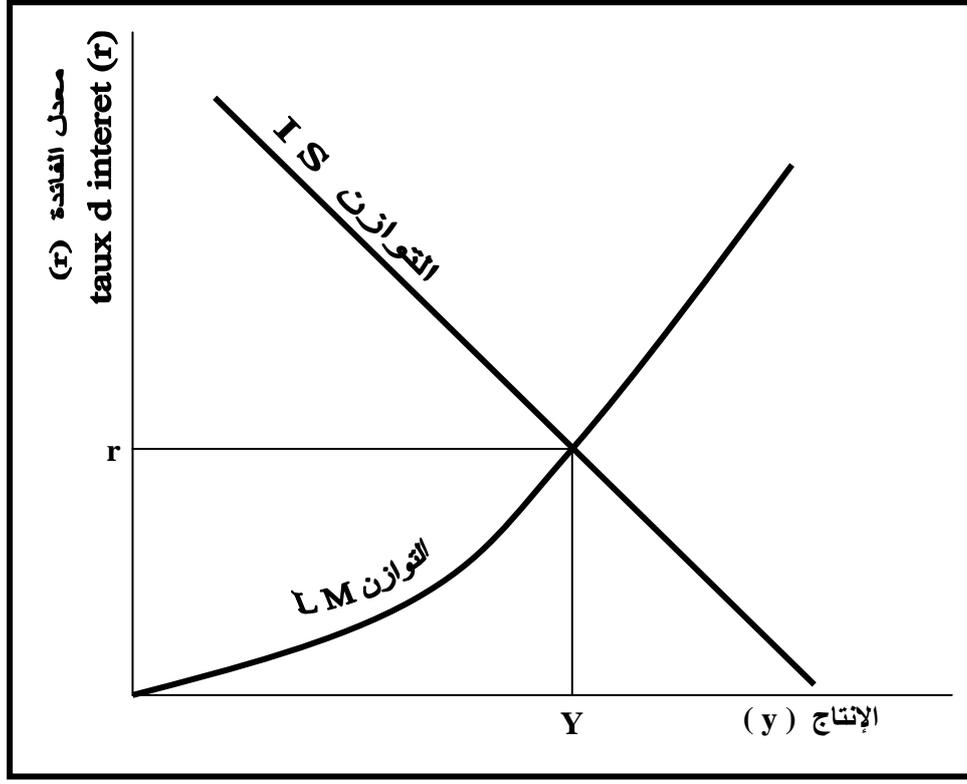
– المنحنى I S: يمثل قيم التوازن في سوق المنتجات والخدمات؛

– المنحنى L M: الذي يمثل قيم التوازن في السوق النقدي.

ويتم تجميع المنحنيين على نفس المعلم لمقابلة الجانب الحقيقي بالجانب النقدي. وعليه فإن تقاطع المنحنيين هو النقطة حيث يحدث التوازن في سوق المنتجات والخدمات والسوق النقدي وعندها يمكن تحديد سعر الفائدة التوازني، وهذا ما يوضحه الشكل (4-1).

الشكل (1-4)

منحنى بياني يمثل نموذج (IS-LM)



Source : [Wikipedia, John Hicks, 2009]

2-3 المدرسة النقدية المعاصرة:

مدرسة شيكاغو النقدية: ورائدها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان (Milton Fridman) الذي طور في سنة 1956 نظرية الطلب على النقود بإعادة صياغة معادلة كمية النقود. ورغم أن فريدمان يشير مراراً إلى إرفنغ فيشير في تحليله مما قد يوحي أن تحليله هو امتداد أو تطوير لتحليل فيشير، إلا أن تحليل فريدمان للطلب على النقود أقرب إلى تحليل كينز ومدخل كمبريدج منه إلى تحليل فيشر [الناقاة، 2001، ص. 279]. وهذا يعني أن نظرية فريدمان تحليل لجانب الطلب على النقود بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكلاسيكي والتحليل الكنزى خاصة في النقاط التالية :

- تم استبعاد العلاقة التناسبية بين التغيرات النقدية ومستوى الأسعار بل أكدوا العلاقة السببية بينهما فقط؛
- عدم الاعتراف بثبات سرعة تداول النقود؛
- رفض الفرضية المتعلقة بثبات حجم الإنتاج في معادلة التبادل؛
- اعتبار الطلب على النقود جزء من نظرية الثروة أو نظرية رأس المال؛
- الثروة الكلية حسب فريدمان مكونة من العناصر التالية : النقود، الأصول المالية (أسهم-سندات)، الأصول الحقيقية (العقارات - الأراضي...)، رأس المال البشري (العمل)؛
- السياسة التوسعية هي السبب الأساسي للتضخم؛

– النمو الاقتصادي يتطلب زيادة بمعدلات نمو ثابتة في كمية النقود. (Wikipédia, Milton Fridman,) (2009).

المطلب الثاني: أنواع التضخم وأسبابه

يقسم التضخم حسب عدة معايير إلى أنواع كثيرة تختلف حسب الظروف الاقتصادية المسببة لكل نوع و قد خصص هذا المطلب لعرض أهم أنواع التضخم و أسبابه.

1- أنواع التضخم:

للتضخم أنواع عديدة مرتبطة بجملة من المتغيرات الاقتصادية ويتم تقسيم التضخم على أساس معايير متعددة يمكن إستعراض البعض منها فيما يلي:

1-1- التضخم المرتبط برقابة الدولة على الأسعار : على الرغم من وجود الضغوط التضخمية في الاقتصاد إلا أنه يلاحظ أحياناً عدم ارتفاع الأسعار، وذلك يكون نتيجة قيام الدولة بفرض رقابتها على أسعار السلع والخدمات ذات الأهمية الاقتصادية في حياة المستهلك أو المنتج، وهناك شكلين للتضخم ترتبط بهذا النوع وهي:

أ- التضخم المكشوف (Open Inflation): يتمثل في الارتفاع المستمر للأسعار دون أي عوائق تعترض ذلك.

ب- التضخم المكبوت أو الكامن (Repressed Inflation): وهو الحالة التي تُمنع فيها الأسعار من الارتفاع عن طريق سياسات وضوابط تحد من الإنفاق الكلي وتحول دون ارتفاع الأسعار [عبد الله، 1999، ص. 186-188].

1-2- التضخم المرتبط بالقطاعات الإنتاجية: حيث يقسم التضخم على أساس هذا المعيار إلى قسمين انطلاقاً من القطاع الذي يشهد ارتفاع الأسعار وهما:

أ- التضخم الاستهلاكي أو السلعي (Commodity Inflation): وهو التضخم الذي يحدث في مجال السلع الاستهلاكية، حيث يمنح لمنتجي السلع الاستهلاكية فرصة لتحقيق أرباح مؤقتة كبيرة.

ب- التضخم الرأسمالي (Capital Inflation): وهو التضخم الذي يصيب جانب السلع الرأسمالية، ويؤثر على مستويات الاستثمار والإنتاج.

1-3- من حيث حدة التضخم: اعتماداً على هذا المعيار يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

أ- التضخم الجامع (Galopping Inflation/ Hyper Inflation): وهو الذي ترتفع فيه الأسعار بشكل كبير جداً وتزداد فيه سرعة تداول النقود وتتوقف فيه النقود عن العمل كمستودع للقيم، فإذا استمر ذلك فإنه يؤدي إلى انهيار النظام النقدي وتتهار معه قيمة الوحدة النقدية [علي، العيسى، 2004، ص. 448-449].

ب- التضخم الزاحف (Creeping Inflation): وهو ناتج عن ارتفاع الأجور بنسبة أعلى من زيادة الإنتاج وهو تضخم تدريجي وبطيئ ترتفع فيه الأسعار بمعدلات صغيرة لذلك فهو يستغرق فترة زمنية طويلة حتى يظهر.

ج- **التضخم المنقلب**: نكون أمام حالة التضخم المنقلب عندما ترتفع الأسعار بمعدلات كبيرة لفترة معينة ثم تتدخل السلطات الحكومية والنقدية لتحد من هذا الارتفاع لفترة أخرى ثم تعود الأسعار لترتفع من جديد بحرية وبمعدلات كبيرة فترة أخرى وهكذا [عبد الله، 1999، ص.193].

1-4- **التضخم المرتبط بالعلاقات الاقتصادية الدولية**: حسب هذا المعيار يقسم التضخم إلى نوعين؛ الأول مرتبط بالمبادلات التجارية للدولة، مع العالم الخارجي، في حين ينتج الثاني عن أسباب داخلية متعلقة بالاقتصاد المحلي للدولة.

أ- **التضخم المستورد (Imported Inflation)**: وهو التضخم الذي يحدث نتيجة للعلاقات الاقتصادية الدولية، حيث يتم استيراد جزء من التضخم الذي يكون داخل الدولة المصدر عبر قناة الواردات وينعكس ذلك على أسعار هذه السلع المستوردة.

ب- **التضخم المحلي**: هو التضخم الناتج عن اختلالات هيكلية في الوظائف الاقتصادية المحلية، حيث يزيد الطلب ويعجز الإنتاج عن الاستجابة لهذه الزيادة أو تزيد كمية النقود عن الحاجة الفعلية للاقتصاد.

1-5- **حسب درجة التشغيل في الاقتصاد**: اعتمادا على هذا المعيار يصنف التضخم إلى:

أ- **التضخم غير الحقيقي**: يحدث عندما تكون الزيادة في الأسعار ناتجة عن زيادة الطلب الفعلي، وفي نفس الوقت يزيد الإنتاج لأن الاقتصاد يحتوي على طاقات عاطلة غير مشغلة، كما أن الظروف الاقتصادية تمكن من زيادة الإنتاج وبالتالي فإن التضخم في هذه الحالة ليس ضاراً لأنه يشجع على زيادة الاستثمار وزيادة التوظيف.

ب- **التضخم الحقيقي**: يكون في الحالة التي لا تؤدي فيه أي زيادة في الطلب إلى زيادة في الإنتاج، وإنما الزيادة في الطلب تقابلها زيادة في الأسعار [الحاج، 1998، ص. 156].

2- **أسباب التضخم**:

يعتبر التضخم انعكاس لاختلال في توازن القوى الاقتصادية وقد تكون هذه القوى هيكلية أو غير هيكلية وعلى مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي، وينتج التضخم كأية ظاهرة اقتصادية أخرى عن تفاعل عدة عوامل لا بد من تحديدها ومعرفة طبيعة العلاقة بينها [علي، العيسي، 2004، ص. 450]. فالتضخم يعبر عن الفجوة ما بين حجم كل من الطلب الكلي الفعلي وبين حجم العرض الكلي من السلع والمنتجات المعروضة عند مستوى معين من الاستخدام. بحيث تنعكس تلك الفجوة بارتفاع في مستويات الأسعار السائدة، فعند حجم معين من الطلب الكلي الفعلي يتحدد مستوى التوازن في الاقتصاد الوطني، و لكي يبقى الاقتصاد عند ذلك المستوى من التوازن يجب أن يتعادل مستوى الطلب الفعلي مع مستوى العرض. أما الحالة المعاكسة تؤدي إلى ظهور التضخم [عناية، 2000، ص. 92]. و من أهم النظريات التي فسرت أسباب هذه الظاهرة نذكر:

- **نظرية تضخم جذب الطلب:** كما يدل عليه اسمه فإن التضخم في هذه الحالة ناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، أما السبب وراء ذلك فهو ارتفاع في الطلب الكلي نتيجة زيادة مستوى الدخل هذا من جهة، من جهة أخرى بقاء الإنتاج في نفس المستوى، بحيث يعجز القطاع الإنتاجي عن تلبية الزيادة في الطلب الكلي، فيختل التوازن الكلي وينعكس ذلك على مستوى الأسعار التي تنتج نحو الارتفاع.
- **نظرية تضخم دفع النفقة:** تنتج هذه النظرية إلى تحليل جانب العرض أكثر من اهتمامها بتحليل جانب الطلب في تفسير هذه الظاهرة حيث يتجه المنتجون إلى تحديد معدلات الأرباح عند مستوى مرتفع لا يمكن التنازل عنه، كما يلجأ العمال من خلال النقابات العمالية إلى تحديد الأجور عند مستوى لا يمكن أن يتنازلوا عنه، عندها يلجأ المنتجون لزيادة الأسعار لتعويض الزيادة في تكاليف الإنتاج والحفاظ على نسبة الربح العالية.
- **نظرية التضخم الهيكلي:** تفسر هذه النظرية التضخم الذي يصيب الدول المتخلفة في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية لأنه ينتج عن الاختلال في هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي.

3- آثار التضخم:

للتضخم آثار كثيرة و متعددة يمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

- ينتج عن التضخم إضعاف ثقة الأفراد في العملة وإضعاف الحافز على الادخار، فإذا اتجهت قيمة النقود إلى التدهور المستمر تبدأ النقود في فقدان وظيفتها كمستودع للقيمة وهنا يزيد التفضيل السلعي على التفضيل النقدي فيزيد ميل الأفراد إلى إنفاق النقود وعلى الاستهلاك الحاضر وينخفض ميلهم إلى الادخار [عبد الله، 1999، ص. 202]؛
- ينتج عن التضخم توجه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي التي لا تفيد التنمية في مراحلها الأولى فنتجه إلى إنتاج السلع التي ترتفع أسعارها باستمرار وهي عادة السلع الكمالية الموجهة إلى ذوي الدخل العالية؛
- يؤثر التضخم سلباً على ميزان المدفوعات لأن الدولة التي تعاني من ارتفاع الأسعار تجد أن منتجاتها تفقد قدرتها على المنافسة وبذلك تزداد وارداتها وتقل صادراتها وفي الأخير يحدث عجز في ميزان المدفوعات؛
- يعمق التضخم التفاوت في توزيع الدخل والثروات ويخلق موجة من التوتر والتدمر الاجتماعي بدرجة تهدد جو الاستقرار الاجتماعي والسياسي الضروري لدفع عجلة التنمية الاقتصادية [غزلان، 2002، ص. 322].

المطلب الثالث: معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة النقدية

يعتبر التضخم ظاهرة نقدية بالأساس، - وإن تعددت أسبابه- لذلك ركزت معظم النظريات والدراسات على الأساليب النقدية لمعالجة هذه الظاهرة، وقد خصص هذا المطلب لاستعراض إحدى أهم السياسات المعتمدة لمعالجة التضخم وأكثرها نجاعة وهي السياسة النقدية.

1- تعريف السياسة النقدية

هي السياسة المرتبطة بالنقود والجهاز المصرفي والتي تتحكم في الكمية النقدية اعتماداً على جملة من القرارات والإجراءات النقدية من أجل التأثير في النظام النقدي، أما دورها فهو إدارة التوسع والانكماش في حجم النقود فهي إذن عبارة عن تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع بغرض تحقيق أهداف متمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والحفاظ على المستوى العام للأسعار، كما أن بعض الاقتصاديين ينظرون إلى السياسة النقدية بأنها عبارة عن سياسة الحكومة والبنك المركزي تجاه خلق النقود [مجيد، 2001، ص. 174] ويمكن التمييز بين اتجاهين أساسيين للسياسة النقدية أحدهما توسعي والآخر تقييدي.

- **الاتجاه التوسعي:** وهذا يعني أن التحكم في حجم وسائل الدفع يتجه نحو تحقيق زيادة النشاط الاقتصادي حتى لو نتج عن ذلك ارتفاع بسيط في معدل التضخم. وهذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار الناتج عن الزيادة في القوة الشرائية، و هذا المناخ يشجع المنتجين على زيادة الطاقة الإنتاجية فيزيد الطلب على السلع الاستثمارية وفي النهاية يتحقق مستوى أعلى للتشغيل، وهذا ليس ممكناً إلا عندما يقوم البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع وخفض سعر الفائدة والتشجيع على منح الائتمان إضافة إلى وجود طاقات عاطلة داخل الاقتصاد.

- **الاتجاه التقييدي:** إذا ما رأيت السلطة النقدية وجود ارتفاع في معدل التضخم وزيادة في مستوى الأسعار فإنها تعتمد إلى تقييد الإنفاق الائتماني، ويقوم البنك المركزي بتخفيض حجم وسائل الدفع ورفع أسعار الفائدة بهدف تثبيت الأسعار والأجور والتحكم في الطلب الاستهلاكي [شيحة، 1999، ص. 14].

2- أهداف السياسة النقدية:

من خلال اتجاهيها الانكماش والتوسعي تهدف السياسة النقدية للتأثير في كمية النقود وتحقيق الأهداف التالية:

- تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي؛
- المحافظة على القوة الشرائية للنقود واستقرار قيمة النقد؛
- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية وتخفيض البطالة؛
- استقرار الأسعار؛
- المحافظة على التوازن في ميزان المدفوعات الخارجية؛

- العمل على توفير المتطلبات النقدية للنمو الاقتصادي؛
- الاستقرار في أسواق الصرف؛
- الرقابة على عرض النقود والطلب عليها؛
- المساعدة في تحقيق أفضل توظيف ممكن؛
- تجنب مساوئ التضخم والانكماش [يوسف، 2004، ص. 158 - 159].

وتجدر الإشارة إلى أن بعض هذه الأهداف تكون متعارضة مع بعضها البعض فمثلاً رفع مستوى العمالة يؤدي إلى رفع مستوى الأسعار وهكذا، كما أن فعالية السياسة النقدية تزيد في حالات التضخم وتكاد تكون فعاليتها محدودة في فترات الكساد.

3- أدوات الرقابة على الائتمان:

تعتبر الرقابة التي يمارسها البنك المركزي على الائتمان الممنوح من طرف البنوك الناشطة داخل الاقتصاد أهم الوسائل لمكافحة التضخم، فالإجراءات والسياسات التي يتخذها البنك المركزي في إطار السياسة النقدية تخفض المعروض من النقود من خلال تخفيض كمية النقود الكتابية أو الائتمانية التي تخرج من البنوك في شكل قروض، و تأخذ الوسائل التي يستعملها البنك المركزي في الرقابة على الائتمان الأشكال التالية:

- التأثير على سعر الخصم (سعر البنك) من أجل تقليص أو توسيع حجم الائتمان؛
- توجيه الائتمان، بمعنى تحديد حجم الائتمان الموجه لقطاع معين، ويتخذ هذا الإجراء غالباً للحد من الائتمان الموجه للاستهلاك [ناشر، 2005، ص. 271]؛
- التأثير على الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي النقدي الذي تحتفظ به البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من أجل تقليص أو توسيع قدرتها على الإقراض؛
- تغيير هامش الضمان المطلوب لشراء الأوراق المالية وذلك عند الاقتراض من البنوك التجارية لتمويل عمليات الشراء؛
- إصدار تعليمات للبنوك لتقييد العمليات الإقراضية.

و تعتبر هذه الأساليب أهم الطرق المستخدمة لمراقبة الائتمان، وتختلف السياسة المختارة من وضع اقتصادي إلى آخر ومن وقت لآخر اعتماداً على الظروف والأوضاع السائدة والأهداف المنتظرة.

3-1- أدوات الرقابة الكمية: تدخل تحت هذا العنوان كل السياسات المستعملة من طرف البنك المركزي بغرض التأثير على الحجم الكلي للائتمان بغض النظر عن وجوه الاستعمال التي يراد تخصيصها له وأهم هذه السياسات ما يلي:

3-1-1- سياسة سعر إعادة الخصم : يعرف سعر إعادة الخصم على أنه سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية واذونات خزينة أو لقاء ما يقدم إليها من قروض مضمونة بهذه الأوراق [ناشر، 2005، ص. 272]. فهو إذا الثمن الذي

يحصل عليه البنك المركزي مقابل تقديم قروض أو إعادة خصم الأوراق التجارية التي تعد من المصادر الخارجية المهمة لأموال البنوك التجارية، كما أنها تكلفه الحصول على الأموال من البنك المركزي. لذلك فإن رفع سعر إعادة الخصم يقلص من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان والعكس في حالة الانكماش. لا يتحدد سعر الخصم تبعاً لتغير حالة طلب البنوك التجارية على الائتمان أو حالة عرضه من طرف البنك المركزي، بل يتحدد بإدارة البنك المركزي المنفردة مراعيًا في ذلك التأثير على السوق النقدية وعلى قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان [عوض الله، 2003، ص. 152]. و يمكن تحديد طريقة تأثير سعر إعادة الخصم على أنشطة البنوك التجارية وعلى حجم الائتمان خاصة في النقاط التالية:

- يؤثر سعر الخصم على رغبة الأفراد في الحصول على قروض مقابل الأوراق التجارية، ويتحدد سعر الخصم على أساس سعر إعادة الخصم الذي يطلبه البنك المركزي من أجل إعادة خصم الأوراق التجارية لصالح البنوك. وعليه فإن رفع سعر إعادة الخصم مثلاً يقلل من إقبال البنوك على طلب القروض من البنك المركزي، وبالتالي ينخفض أحد مصادر أموال البنوك التجارية هذا من جهة، و من جهة أخرى تضطر البنوك التجارية إلى رفع سعر الفائدة وسعر الخصم المطلوب في عمليات إقراض المتعاملين وهذا بدوره يقلل من الإقبال على الاقتراض وخصم الأوراق التجارية والنتيجة النهائية هي خفض حجم الائتمان الممنوح من طرف البنوك؛
- يعتبر سعر الخصم انعكاساً لوجهة نظر البنك المركزي للوضع النقدي والائتماني في البلد وقد يعبر أحياناً عن الوضع الاقتصادي بشكل عام، حيث أن رفع سعر الخصم يعتبر بمثابة دق ناقوس الخطر لأصحاب الأعمال في حين يشير انخفاض سعر الخصم إلى أن الطريق مفتوح أمامهم وأن حركة التجارة والأعمال تسير على ما يرام [مجيد، 2001، ص. 263].

محدودية سياسة سعر إعادة الخصم:

- تتوقف فعالية هذه السياسة على مدى مرونة الطلب على القروض تجاه تغيرات سعر الفائدة، ففي حالة التضخم مثلاً يصبح الطلب على القروض من طرف المستثمرين أقل مرونة اتجاه سعر الفائدة لأنهم يرون في ارتفاع الأسعار فرصة لتحقيق مزيد من الأرباح. كما يمكن أن تتعدم مرونة الطلب على القروض تجاه أسعار الفائدة إذا ما كان هذا الأخير يمثل جزءاً ضئيلاً من مجموع التكاليف؛
- تقل فعالية هذه السياسة في حالة الكساد حيث يؤدي الكساد إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال في الوضع الاقتصادي العام وهذا ما يدفع بهم إلى الأحجام عن الاستثمار وإن قامت السلطات النقدية بتخفيض سعر الفائدة؛
- تتطلب فعالية سياسة سعر إعادة الخصم عدم وجود مصادر أخرى للسيولة لدى البنوك التجارية والمشاريع الاستثمارية مثل الاحتياطات النقدية أو رؤوس الأموال الأجنبية... الخ؛

- ارتفاع معدل العائد على الاستثمار يجعل من ارتفاع تكلفة الاقتراض دون تأثير على حجم الطلب على القروض.

3-1-2- سياسة السوق المفتوحة (Open Market): تتمثل سياسة السوق المفتوحة في دخول البنك المركزي إلى أسواق رأس المال مشتريا أو بائعا للسندات الحكومية والأوراق التجارية والمالية، فإذا ما أراد أن يحقق انكماشاً في كمية النقود القانونية (السيولة) يبيع الأصول الرأسمالية فيمتص السيولة وينخفض حجم الائتمان ويرجع ذلك إلى أن أثمان هذه الأصول يحصل عليها البنك المركزي من المشتريين في شكل نقود ورقية، و يحصل العكس إذا دخل البنك المركزي مشتريا لهذه الأصول [ناشر، 2005، ص. 274].

محدودية سياسة السوق المفتوحة : من المفروض أن تقوم البنوك التجارية بتوسيع حجم القروض الممنوحة عندما تحصل على سيولة إضافية، وأن تقلص حجم القروض الممنوحة في الحالة المعاكسة. غير أن هذا الأمر لا يحصل بهذه التلقائية لأن حجم الائتمان الممنوح يحكمه حجم الطلب على القروض الواردة إلى البنوك، وهذا المتغير مرتبط بالحالة النفسية للمستثمرين، حيث أن فترات ارتفاع الأسعار هي الفترات التي يزيد فيها الإقبال على الاقتراض والاستثمار. وحتى وإن تمكن البنك المركزي من تخفيض حجم الاحتياطات لدى البنوك التجارية عن طريق عمليات السوق المفتوحة فإنها تلجأ لمصادر أخرى لتمويل عمليات الإقراض التي تقوم بها استجابة للطلب المتزايد على القروض [شبيحة، 1999، ص. 148].

3-1-3- سياسة تعديل نسبة الاحتياطي القانوني: يقصد بالاحتياطي القانوني النسب التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها من أصولها السائلة لدى البنك المركزي. و كان الهدف منها حماية المودعين من خطر عدم توفر السيولة الكافية لدى البنوك التجارية، وأصبحت الآن من أهم الوسائل غير المباشرة للتأثير على قدرة البنوك في خلق الائتمان [ناشر، 2005، ص. 276]. وتعتبر سياسة تعديل الاحتياطي النقدي القانوني من أهم السياسات المستعملة للتأثير في حجم الائتمان، أما آلية عمل هذه السياسة فهي كالتالي: إذا كان الهدف هو الحد من قدرة البنوك على منح الائتمان فإن البنك المركزي يرفع من نسبة الاحتياطي النقدي وهو الإجراء المطبق في حالة التضخم، أما في حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض النسبة ليتمكن البنوك من التوسع في حجم الائتمان المقدم. و تعتبر هذه السياسة من أهم السياسات المستعملة للتحكم في معدلات التضخم، وذلك بسبب تأثيرها المباشر والقوي على حجم السيولة لدى البنوك، وبالتالي إذا زادت نسبة الاحتياطي الإجمالي فإن نسبة النقود المتاحة للإقراض تنخفض والعكس صحيح. وهذا يظهر العلاقة العكسية بين نسبة الاحتياطي الإجمالي وقدرة البنوك التجارية على خلق نقود وودائع [شبيحة، 2005، ص. 252].

3-2- أدوات الرقابة الكيفية: تؤثر هذه الوسائل على كيفية توزيع القروض بين مختلف القطاعات الاقتصادية ومن أهمها:

3-2-1- الإقناع الأدبي: يعتبر البنك المركزي أعلى سلطة في النظام المصرفي داخل الدولة فهو المسئول والمسير للسياسة النقدية وهو المشرف على نشاط البنوك التجارية، وهذا الموقع يمكنه من إقناع البنوك التجارية باتباع السياسة النقدية التي تناسب الأوضاع الاقتصادية من أجل تحقيق أهداف محددة.

3-2-2- هامش الضمان: وهو نسبة المساهمة الشخصية من الأموال الخاصة التي يطلبها البنك التجاري من العميل الذي يرغب في الاقتراض لشراء أوراق مالية، فرفع هذه النسبة يقلل من رغبة الأفراد في الاقتراض لشراء الأوراق المالية والعكس [صادق، 2001، ص. 189].

3-2-3- الحد الأقصى لسعر الفائدة: يتدخل البنك المركزي في حجم الائتمان عن طريق تحديد أسعار الفائدة لدى البنوك على أساس نوع القرض، وتحديد حصص كل نوع وأجال الاستحقاق [ناشر، 2005، ص. 279].

3-2-4- الرقابة على شروط البيع: من المعروف أن نظام البيع بالتقسيط للسلع والخدمات يؤدي إلى زيادة الاستهلاك، وقد يقوم البنك المركزي بمراقبة الائتمان الاستهلاكي عن طريق التحكم في أسعار الفائدة الممنوحة لتمويل القروض الاستهلاكية [الموسوي، 2000، ص. 271].

3-2-5- الرقابة على شروط الرهن العقاري: ويقصد به التأثير على حجم الائتمان الممنوح لأغراض التمويل العقاري كإقامة المباني والمنشآت، ويعتبر هذا الإجراء أساسي في تحديد حجم القروض على أساس العقارات المقدمة في شكل رهن للحصول عليها [الحمزاوي، 2003، ص. 175].

3-3- الأدوات الحديثة للسياسة النقدية: ظهرت مؤخرا مجموعة من الإجراءات تدخل ضمن الإطار العام للسياسة النقدية وتهدف إلى ضمان الاستقرار النقدي من بينها:

3-3-1- سياسة استهداف التضخم: يعتبر استهداف التضخم أحد إجراءات السياسة النقدية، حيث يكون الهدف الرسمي للبنك المركزي هو التأثير على معدل التضخم ليصل إلى مستوى معين خلال فترة زمنية معينة، ويتم ذلك من خلال:

- وضع هدف واحد وإجراءات فعلية لسياسة الاستهداف؛

- اعتماد هذه الإجراءات لإدارة السياسة النقدية [Kuttner, 2004, P. 7]

وبذلك فهذه السياسة تعتبر حديثة نسبيا في إدارة البنك المركزي للسياسة النقدية، فيتم بموجبها وضع تقديرات لمعدلات التضخم على المدى القصير و العمل على ضمان استقرار التضخم على المدى الطويل مع ضمان كل السياسات والإجراءات الكفيلة بذلك.

3-3-2- قيام البنك المركزي ببعض عمليات البنوك التجارية:

ظهرت فكرة قيام البنك المركزي بجزء من أعمال البنوك التجارية في بعض الدول أين لم تتمكن الإجراءات التقليدية للسياسة النقدية من تحقيق الاستقرار النقدي، عندها يقوم البنك المركزي ببعض وظائف البنوك التجارية كأن ينوب عنها في تقديم قروض لبعض القطاعات الأساسية كانت البنوك التجارية قد امتنعت أو عجزت عن تمويلها [درواسي، 2005، ص. 252].

المطلب الرابع: الأدوات المكتملة للسياسة النقدية في معالجة ظاهرة التضخم

في الغالب ما تكون إجراءات السياسة النقدية غير كافية لمعالجة الاختلالات الاقتصادية الناتجة عن التضخم، فتلجأ الدول إلى الاعتماد على سياسات أخرى أهمها:

1- السياسة المالية

تعني السياسة المالية استخدام بنود الميزانية من ضرائب وقروض ونفقات عامة من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية، وعلى رأسها التوازن والاستقرار الداخلي للاقتصاد الوطني [عناية، 2000، ص. 153].

* **الرقابة الضريبية:** تعتبر فكرة الرقابة الضريبية أهم أدوات السياسة المالية، والهدف منها هو التحكم بالإنفاق العام كأحد المتغيرات التي تستخدمها سياسة الميزانية في الرقابة على التضخم والكساد. فعندما يحصل قصور في الإنفاق العام تقتضي سياسة الرقابة على الضريبة زيادة الإنفاق العام والطلب الفعلي بخفض معدلات الضريبة سواء على الأرباح لرفع معدلات الإنفاق الاستثماري أو على الاستهلاك لرفع معدلات الإنفاق الاستهلاكي، وذلك بترك المزيد من الدخول النقدية بيد الأفراد لاستخدامها في زيادة الإنفاق الاستهلاكي وتحريك الطلب الفعلي. و هي السياسة التي تستعمل في حالة الكساد، أما في حالة التضخم فإن تخفيض حجم الإنفاق العام يقتضي سحب جزء أكبر من القوة الشرائية بالوسائل الضريبية على الدخل. وهذا يخفض من حجم الدخل الموجه للإنفاق الاستهلاكي، أما المحصلة الضريبية تستعمل لتمويل التنمية، وعلى الرغم من أن هذه السياسة تناسب معالجة المشاكل الاقتصادية في الدول النامية حيث يتميز نظامها المصرفي بالضعف إلا أنها تتعارض وطبيعة الاقتصاد لهذه الدول حيث تتميز التركيبية الخاصة بالأجهزة الضريبية بالتخلف وقصور أوعيتها وعدم مرونتها.

2- تخفيض النفقات العامة

تهدف سياسة تخفيض النفقات العامة إلى تقليص العجز في الموازنة العامة الذي يمول في معظمه عن طريق الإصدار النقدي الجديد. ويعتبر هذا التخفيض ناجحاً في مواجهة التضخم إذا ما أحسن اختيار أوجه الإنفاق التي يستهدفها، وأيضاً الوسائل والطرق التي يمكن أن تحقق ذلك.

3- تخفيض تكاليف الإنتاج

يعتبر عدد من الاقتصاديين أن المصدر الأساسي للتضخم هو الزيادة في الأجور لذلك من المنطقي أن تكون سياسة التحكم في الأجور من أهم السياسات المعتمدة في مواجهة ظاهرة التضخم وبذلك يجب القبول بحد معين من البطالة لتخفيض الضغوط التي تمارسها النقابات العمالية من أجل الزيادة في الأجور.

المبحث الثاني: فرضية فيشر (Fisher Hypothes) وتطبيقاتها في سوق الأسهم

في 8 أكتوبر عام 1997 انخفض مؤشر داو جونز (Dow Jones) بـ 25, 83 نقطة وهذا الانخفاض كان سببه بشكل أساسي تصريحات رئيس الاحتياط الفدرالي الأمريكي "الآن غرينسبان" (Alain Greenspan) حول التضخم والبورصة. حيث دار هذا التصريح حول العلاقة بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم. ورغم أن تصريحات (Greenspan) لم توضح طبيعة هذه العلاقة إلا أنها أكدت على أن ارتفاع معدلات التضخم تمثل أكبر تهديد على الانتعاش الاقتصادي بشكل عام واستقرار الأسواق المالية والنقدية بشكل خاص، وقد وافقه محافظ البنك المركزي الكندي على هذا الرأي موضحاً بأن الأسعار في البورصات الأمريكية انخفضت إلى درجة تجعل من المستحيل اعتماد سياسة تعديل سعر الفائدة لمواجهة التضخم. حيث ينعكس ارتفاع معدلاته على معدلات العائد الحقيقي للأوراق المالية. ولكن هذا الرأي لا يتفق مع الفكرة السائدة التي تقول بأن الأسهم تمنح حماية ضد مخاطر التضخم وإذا كانت هذه الفكرة صحيحة فإن أسعار الأسهم لا ترتبط بمعدلات التضخم الحالية ولا المتوقعة، و مع ذلك فإن تصريحات (Greenspan) حول استمرار ارتفاع معدلات التضخم في عام 1998 سبب انهيار في أسعار الأوراق المالية (أسهم وسندات) وبالتالي فإنها - أي الأسهم - لا تحمي المستثمرين ضد التضخم. ومن أجل تسليط الضوء على هذه الأفكار يجب أولاً عرض المبادئ الأولى لهذه الفرضيات التي مهدت للدراسات المتعلقة بتوضيح هذه الأفكار والمتمثلة في أثر فيشر والعلاقة بين معدل العائد الحقيقي والاسمي ومعدلات التضخم [Giommorino, 1998, p. 155].

المطلب الأول: فرضية فيشر

على الرغم من أن مصطلح فرضية فيشر يطلق على الفكرة القائلة بكون الأسهم كفيلاً بالحماية من مخاطر التضخم إلا أن فيشر لم يعالج هذه الفكرة في مؤلفاته، وقد نسبت إليه بسبب معادلته الشهيرة.

1- معادلة فيشر:

تعود أصول فكرة كون الأسهم أداة تحمي من مخاطر انخفاض قيمة النقود إلى الكتاب الذي نشره فيشر عام 1930 بعنوان (The Theory of Interest) والذي أشار فيه إلى أن معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ما إذا ارتفع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في نفس المستوى و ذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم وتعرف هذه العلاقة باسم معادلة فيشر، و يمكن توضيحها من خلال المعادلة (4-5).

المعادلة (4-5)

$$R_{rt} = R_{nt} - I_t$$

حيث أن:

R_{rt} : معدل الفائدة الحقيقي في الفترة t ؛

R_{nt} : معدل الفائدة الاسمي في الفترة t ؛

I_t : معدل التضخم في الفترة t .

وقد خضعت معادلة فيشر أو فرضية فيشر إلى عدد كبير من الاختبارات حول العوائد النقدية الثابتة كما هو الحال بالنسبة للسندات أو عوائد الأسهم الممتازة (التوزيعات). حيث أن استعمال أوراق مالية عوائدها ثابتة يمكن الدارس من إجراء الاختبار اعتمادا على تدفقات نقدية مستقبلية معروفة وأكيدة، وفي حال استعمال الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات، مثلا، فإن التدفقات النقدية المستقبلية مساوية للتدفقات المتوقعة لذلك فإن أغلب الاختبارات التي خضعت لها فرضية فيشر تم إجرائها على سندات حكومية، وأحدثها الاختبارات التي قام بها (Evons et Lewis, 1995) (Kondel, Ofter et Sorig, 1996) و (Growder, 1998) [Giomorino, 1998, p. 162] والتي أجريت كلها على السندات أما في هذا العمل سنهتم بالاختبارات التي تهدف إلى تحديد طبيعة العلاقة بين عوائد الأسهم العادية ومعدلات التضخم.

2- البناء النظري للفرضية

في الفصول السابقة تمت الإشارة إلى أن أسعار السوق لا تمثل الأسعار الحقيقية للأسهم، وبناءً على ذلك فإن مستوى العائد الحقيقي R_r مستقل تماما عن معدل التضخم ولكنه يتحدد بفعل عوامل حقيقية داخل الاقتصاد في حين معدل العائد الاسمي R_n فهو مرتبط ارتباطا تاما بالتضخم لأنه يعكس كل المعلومات النقدية المتاحة في الاقتصاد، وقد كانت هذه الفكرة من أهم مبادئ فرضية فيشر بالإضافة على فرضيات النظرية الكلاسيكية التي كان فيشر من أبرز روادها، حيث يمكن حسب هذه النظرية الفصل التام بين القطاعات الحقيقية والنقدية في الاقتصاد (حيدر، 2002، ص. 66). وقد كانت هذه الفرضية في البداية خاصة فقط بمعدلات الفائدة إلى أن قام كل من فاما وشويت (Fama & Schwert) بتعميمها على كل الأصول الرأسمالية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال.

المطلب الثاني: استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة ضد التضخم

من خلال هذا المطلب يتم تسليط الضوء على البناء الرياضي لفرضية فيشر وذلك حسب الخطوات التالية:

1- التضخم وأسعار الأسهم:

يعتبر نموذج التوزيعات المخصوصة (D.D.M) أحسن وسيلة لتوضيح العلاقة بين أسعار الأسهم، معدل العائد عليها والتضخم.

- في إطار التوازن الجزئي نعتبر أن المستثمرين يحددون سعر السهم في الفترة t أي (S_T) حين يتساوى معدل العائد المتوقع للسهم مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار؛

- بافتراض أن معدل التضخم مساوي للصفر وأن التدفقات النقدية مستمرة للأبد ونرمز لها بـ (\hat{C}) يكون حينها سعر السهم هو القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة و هو معطى بالمعادلة (4-6).

$$S_t = \frac{\hat{C}}{\hat{r}_t^0} \quad \text{المعادلة (4-6)}$$

حيث أن : S_t : سعر السهم في الفترة t؛

$$0 = \hat{I}_t : \hat{r}_t^0 \text{ : معدل العائد المطلوب عندما يكون معدل التضخم المتوقع}$$

وهو مكون من قيمة ثابتة (أكيدة) إضافة إلى علاوة المخاطرة.

بافتراض أن معدل التضخم يأخذ قيمة موجبة هذا معناه أن التدفقات النقدية الناتجة عن نشاط الشركة تتغير وذلك لأن التضخم يؤثر على كل من الأرباح والتكاليف ولذلك فإن التدفق النقدي \hat{C} يصبح معدل تدفق نقدي إسمي \hat{C}^n ينمو بمعدل ثابت $g(I)$ مرتبط بمعدلات التضخم المتوقعة كذلك بالنسبة لمعدل العائد المطلوب \hat{r}_t^0 الذي يستبدل بمعدل عائد اسمي رمزه $\hat{R}_t(\hat{I})$ يستعمل لحساب القيمة الحالية ويصبح هذا المعدل يعبر عنه بالمعادلة (4-7).

$$[(1 + \hat{R}_t(\hat{I})) \equiv (1 + \hat{r}_t^+) + (1 + \hat{I}_t) \Rightarrow \hat{R}_t(\hat{I}) \equiv \hat{r}_t^+ + \hat{I}_t + (\hat{r}_t^+ \times \hat{I}_t)] \quad \text{المعادلة (4-7)}$$

حيث أن r_t^+ هو معدل العائد الحقيقي المطلوب في حالة وجود تضخم موجب ويصبح سعر السهم في هذه الحالة معبر عنه بالمعادلة:

$$\bar{S}_t = \frac{\hat{C}^n}{\hat{R}_t - g(\hat{I})} \quad \text{المعادلة (4-8)}$$

حيث أن: \bar{S}_t هي سعر السهم في حالة وجود تضخم.

و من هنا يمكن القول أن الأسهم يمكن أن تصبح أداة تحوط (Hedge) تجاه التضخم إذا كانت $S_t = \bar{S}_t$ أي:

$$\frac{\hat{C}}{\hat{r}_t^0} = \frac{\hat{C}^n}{\hat{R}_t(\hat{I}) - g(\hat{I})} \quad \text{المعادلة (4-9)}$$

وتمكن الأسهم المستثمر من تفادي مخاطر انخفاض قيمة ثروته إذا تحققت الفرضية التالية:

- التضخم يزيد من حجم التدفقات النقدية الداخلة للشركة وهذا بعد أن يأخذ التضخم I في كل التعاملات النقدية بعين الاعتبار. وهذا معناه أن: $g = I$ وبالتالي تصبح المعادلة (4-9) كالتالي:

المعادلة (4-10)

$$\frac{\hat{C}}{\hat{r}_t^0} = \frac{\hat{C}(1 + \hat{I})}{\hat{R}_t(\hat{I}) - \hat{I}}$$

وهذا يستوجب أن تكون:

المعادلة (4-11)

$$R_t(\hat{I}) - \hat{I} = \hat{r}_0(1 + \hat{I})$$

أو أيضا :

المعادلة (4-12)

$$R_t(\hat{I}) = \hat{r}_t^0 + \hat{I} + (\hat{I} \times \hat{r})$$

أما إذا قارنا المعادلتين (4-7) و (4-12) وأخذنا بعين الاعتبار الفرضية السابقة يمكن ان توفر الأسهم حماية من مخاطر التضخم إذا تحقق الشرطين التاليين:

- أن تكون التدفقات النقدية الاسمية مساوية للتدفقات النقدية الحقيقية مضروبة في معدل التضخم؛

- أن يكون معدل الفائدة الحقيقي مستقل عن معدل التضخم المتوقع و بالتالي: $\hat{r}_t^0 = r_t^+$.

2- الأسهم والتحوط (Hedge) ضد مخاطر التضخم:

اعتقد الكثير من الاقتصاديين، وطبقا لأثر فيشر، بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم، ليس بسبب ارتفاع أسعارها في الفترات التضخمية فحسب؛ وإنما بسبب ارتفاع مقسوم الأرباح الخاص بها بنفس المعدل وربما أكثر [حيدر، 2002، ص. 68].

وذلك لأن الأسهم تمثل حقوق ملكية في أصول الشركة المادية التي تكون مستقلة عن معدل التضخم، أما التفسير الذي قدمه الاقتصاديون المؤيدون لهذه الفرضية هو أن الشركات تزيد أسعار منتجاتها في فترات التضخم في حين يبقى جزء كبير من التزاماتها ثابت، لذلك فإن أي زيادة في أرباح الشركات توزع على حاملي الأسهم العادية لتعويضهم عن انخفاض القدرة الشرائية لدخولهم.

أما مصطلح التحوط تجاه التضخم فهو يعني أن تكون الأسهم قادرة على تحقيق زيادة في الدخل تساوي على الأقل الزيادة في المستوى العام للأسعار. و عادة ما يكون معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم يساوي معدل الفائدة الخالي من المخاطر تعويضا على الانتظار إضافة إلى علاوة المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية لذلك تصبح الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم فقط إذا كان:

معدل العائد على الأسهم < معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين

والفرق بين المعدلين يساوي على الأقل معدل التضخم، أما إذا كان الفرق أقل من معدل التضخم فهذا معناه أن الزيادة في العائد المحتمل على الأسهم ليست كافية لتعويض المستثمر عن الخسارة التي يسببها التضخم في دخله الحقيقي وهو المفهوم الذي جاءت به معادلة فيشر، كما تم عرضها سابقا معادلة (4-5)

المطلب الثالث: دراسة مايكل فيرث (Michael Firth)

يعتبر (Michael Firth) من الاقتصاديين الأوائل الذين اهتموا بإجراء دراسات إحصائية لمعادلة فيشر، وقد كانت الدراسة التجريبية التي قام بها حول العلاقة بين عوائد الأسهم (الاسمية والحقيقية) ومعدلات التضخم، في إطار فرضية فيشر كالتالي:

– تجميع البيانات الشهرية حول عوائد الأسهم ومعدلات التضخم في بريطانيا خلال الفترة الممتدة ما بين 1955-1976.

– في مرحلة ثانية امتدت الدراسة لغاية عام 1935 (بيانات شهرية) وإلى عام 1919 (بيانات سنوية).

– بتحديد معادلة انحدار عوائد الأسهم الاسمية على معدلات التضخم توصل فيرث إلى وضع المعادلة (3-13):

المعادلة (3-13)

$$R_{mt} = 0.143 + 0.110\hat{I}_{t-1}$$

$$R^2 = 0,002$$

ومع أن معامل التحديد موجب إلا أن قيمته الصغيرة تعني عدم وجود تأثير للتضخم على عوائد الأسهم.

– عند إجراء انحدار العائد الحقيقي على معدلات التضخم وصل فيرث (Firth) إلى المعادلة (3-14):

المعادلة (3-14)

$$R_{mt} = 0,082 + 0.047\hat{I}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.021$$

مرة أخرى فإن قيمة معامل التحديد تعني وجود ارتباط ضعيف بين معدل العائد الحقيقي ومعدل التضخم، وهذا يعني أن العوائد مستقلة عن التضخم في المدى الطويل.

– اتجه فيرث (Firth) في الجزء الثاني من دراسته إلى اعتماد المعطيات الشهرية حيث قام بدراسة ارتباط عوائد الأسهم الاسمية بمعدلات التضخم المتوقعة شهريا ولمدة طويلة من الزمن ولكن نتائج هذه الدراسة كانت مؤيدة لفرضية فيشر في بعض الفترات ومعاكسة لها في فترات أخرى، وفي نهاية دراسته يشير فيرث (Firth) إلى أن النتائج المستخلصة من هذه الدراسة تتعارض مع تلك التي توصل إليها الباحثون في الولايات المتحدة مثل (Jaffe & Mandelker, Nelson) حيث أظهرت بأن أسواق الأسهم يمكن أن توفر بعض الوقاية تجاه التضخم [Firth, 1979, p. 743]. وقد كان هذا الاختلاف الكبير في النتائج محل اهتمام الكثير من الدارسين الذين وصلوا في النهاية للنتيجة التالية:

الدراسات التي أجريت على فرضية فيشر شملت بيانات لفترات طويلة من الزمن وهذه الفترات تتخللها موجات تضخمية وأخرى انكماشية أو استقرار المستوى العام للأسعار. وهذا يهمل كون المستثمر يغير حافظته الاستثمارية باستمرار في كل الظروف، لذلك عند توقع ارتفاع معدل التضخم يتجه إلى شراء الأسهم – بهدف الاحتياط – وهذا يؤثر على السعر السوقي لها (بناء على فرضية كفاءة السوق) فهو لن يهتم بكون محفظة أوراقه المالية تشكل حماية ضد التضخم في فترات الكساد. وعندما يقوم الباحث باختبار أداء الأسهم لمدة طويلة فسيجد بأن أسعار الأسهم تزداد بسرعة أكبر من الرقم القياسي لأسعار المستهلك (كمؤشر للتضخم) خلال المدة الكاملة للبحث [حيدر، 2002، ص. 72]، لذلك فإن اختبار فرضية كون الأسهم وسيلة تحوط ضد التضخم يتطلب إعداد دراسة تشمل أوقات التضخم العالي.

المطلب الرابع: دراسات أخرى

1- دراسة فليب كغان (Phillip Cagan):

تناولت دراسة كغان (Cagan) العوائد الخاصة بالأسهم في الأجل الطويل في العديد من البلدان، وقد أخذ بعين الاعتبار توليفة من المراحل الزمنية التي شهدت تغيرات سعرية مختلفة، وافترض بأن المستثمرين يحتفظون بالأسهم خلال جميع المراحل الزمنية التضخمية وغير التضخمية، واستنتج كغان (Cagan) بأن الأسهم العادية كانت وسيلة تحوط جيدة في الأجل الطويل [Cagan, 1974, P. 313] نقلا عن [حيدر، 2002، ص. 75]. إلا أن الدراسة المتعمقة للنتائج التي توصل إليها (Cagan) تشير إلى أن أداء الأسهم لم يكن جيدا خلال الفترات التضخمية ولكنها عوضت هذا الأداء الضعيف بأداء جيد بعد انتهاء التضخم.

2- دراسة رايلي جونسن وسميث (Reilly, Johnson and Smith):

على خلاف الدراسة السابقة اهتمت هذه الدراسة بتحليل العلاقة بين تغيرات معدل التضخم وعوائد الأسهم اعتمادا على بيانات شهرية للمدة 1937-1968، حيث تم تقسيم هذه الفترة إلى ثلاث مراحل:

- المرحلة الأولى شملت الأشهر التي شهدت تضخما عاليا حيث فاق معدله 3 %؛
- المرحلة الثانية شملت الأشهر التي سادها تضخم نسبي حيث لم يفوق معدله 3 %؛

– في حين شملت المرحلة الأخيرة الأشهر التي سادها كساد وعرفت انخفاض في المؤشر العام للأسعار داخل الاقتصاد.

أما النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فتتمثل في كون معدلات العائد على الأسهم كانت سالبة خلال الفترات التي سادها معدل تضخم عالي ماعدا العوائد المحتسبة حسب مؤشر (S & P.425). و من جهة أخرى أظهرت الدراسة أن معدل العائد الحقيقي كان أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين خاصة حين تنخفض معدلات التضخم.

وأخيرا اتضح نتيجة لهذه الدراسات وغيرها أن الأسهم لم تتمكن من توفير حماية تجاه التضخم في الاقتصاد الأمريكي بشكل عام، لكن هذا لا يعني أن الأسهم ليست وسيلة احتياط تجاه التضخم بشكل جزئي لكنها لا توفر الحماية بشكل مستمر، لأن هذه الحماية لن تتحقق إلا إذا كان معدل العائد لا يتحدد بفعل عوامل ذاتية، ولا يوجد اتفاق حول تحديد مستواه في السوق.

المبحث الثالث: فرضية فاما (Fama) والدراسات التجريبية في إطارها

لقد اتضح جليا من خلال المبحث الثاني حول فرضية فيشر أن تقييم فاعلية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تامة أو جزئية تجاه التضخم أصبحت عملية ذاتية. فهي أداة حماية جيدة عند مستوى عائد مطلوب معين لكنها ليست أداة حماية إطلاقا عندما يرتفع معدل العائد إلى مستوى أعلى – مع بقاء العوامل الأخرى على حالها – وكانت هذه النتائج بداية لظهور أفكار أخرى تدور حول كون معادلة فيشر (3-5) لا يمكن تطبيقها على مستوى الأسهم، وظهرت بناء على ذلك فرضية الاقتصادي الأمريكي (Eugene. F. Fama)، صاحب العديد من المؤلفات حول كفاءة السوق (Market Efficiency) والعلاقة بين أسعار الأسهم والاقتصاد الحقيقي و العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم [Wikipedia, Eugene, F. Fama, 2009].

المطلب الأول: البناء النظري لفرضية فاما (Fama Theory)

لقد كانت الأعمال التي قام بها فاما بمثابة طفرة في مجال الأسواق المالية وعوائد الأسهم وذلك لأنه رفض فرضية فيشر رفضا تاما وانطلق من وجهة نظر معاكسة لها تماما.

1- العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم

إن تاريخ سوق الأسهم وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية حافل بالأمثلة على فشل الارتباط بين أسعار الأسهم من جهة والأسعار السلعية من جهة أخرى. فمنذ عام 1923 ولغاية عام 1929، شهد الاقتصاد الأمريكي استقرارا في أسعار الجملة، وفي بعض الأحيان أظهرت هذه الأسعار تراجعا طفيفا ومع ذلك ارتفعت أسعار الأسهم بمعدلات قياسية [حيدر، 2002، ص. 76]. أما الفترة 1940-1942 فقد شهدت تراجعا كبيرا في أسعار الأسهم بالرغم من ارتفاع أسعار السلع، وبعد موجة التضخم التي

عرفتها هذه الفترة عادت أسعار السلع إلى الانخفاض مرة أخرى حتى عام 1951، غير أن أسعار الأسهم الصناعية ظلت تتضاعف. كل هذه الملاحظات دفعت بعدد من الاقتصاديين إلى الاقتناع بوجود علاقة عكسية تجعل من ارتفاع أسعار السلع سببا في هبوط أسعار الأسهم، وكان هذا كافيا لإسقاط التفسير الذي قدمه عدد من الاقتصاديين من بينهم ليفر (Leffer) حول كون المخزون السلعي لدى الشركات الصناعية والتجارية يلعب دورا مهما في تحديد الأرباح وأن ارتفاع الأسعار يعني إتاحة فرصة بيع هذا المخزون بأسعار أعلى تعظم هامش الربح وتزيد من الأرباح التي يحصل عليها المساهمون. ومنذ ذلك الوقت ظهرت في الأدب الاقتصادي العديد من التفسيرات لهذه العلاقة العكسية بين التضخم وأسعار الأسهم كان من بينها أن التضخم يعتبر واحدا من الأسباب المؤدية إلى معدلات فائدة عالية، وبالتالي الارتفاع في عوائد السندات وانخفاض أسعارها الأمر الذي يجعل من هذه السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالأسهم [حيدر، 2002، ص.76].

غير أن هذا التحليل يحمل في طياته تناقضا كبيرا مع كون الأصول الرأسمالية ذات العوائد الثابتة (سندات، أدونات خزانة، أسهم ممتازة) أكثر تعرضا لمخاطر انخفاض العائد الحقيقي في فترات التضخم من الأسهم العادية، حيث معدلات العائد فيها تتحدد على أساس الربح الرأسمالي والتوزيعات السنوية للأرباح. لذلك فإن المستثمرين يتخلصون من الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة إذا طالت فترة التضخم أو ارتفعت معدلاته بشكل كبير ويتجهون مرة أخرى إلى الأسهم.

2- فرضية فاما:

أشار فاما في دراسته التي صدرت في عام 1981 تحت عنوان (Stock Returns, Real Activity, Inflation and money) إلى أن الفترة التي عكبت عام 1953 حملت عددا من الدلائل أكدت على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم. وجاءت دراسته تحمل هذا المعنى فاعتمد على بيانات تؤكد ذلك حيث أن :

- أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال؛

- التضخم يرتبط ارتباطا عكسيا بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقا من أفكار النظرية الكمية للنقود، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتناس الفائض. ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة، وهذا الأخير يمثل عائقا أمام الاستثمار والإنتاج؛

وبالتبعية يستنتج فاما وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم والتضخم. [wikipedia, E. F. Fama,], [1981, p. 545-550].

لقد افترض فاما (Fama) أن العلاقة بين التضخم وعائد الأسهم غير منطقية في طبيعتها (Spurious in nature) وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم، وجعلها جزء لا يتجزأ من النظرية

الكمية، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية إيجابية (Positive Real Shok) سوف تزداد عوائد الأسهم [حيدر، 2002، ص. 77].

كما أن زيادة مستوى النشاط الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، لكن سياسة البنك المركزي لتخفيض معدل التضخم ستحد من نمو العرض النقدي. ومن هنا تصبح العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم عكسية، أما في الوضعية المعاكسة حين ينخفض مستوى النشاط الحقيقي نتيجة صدمة حقيقية سالبة تتخفض عوائد الأسهم وينخفض النشاط الحقيقي فينخفض معه الطلب على النقود، فتؤدي سياسة البنك المركزي إلى زيادة العرض النقدي (عن طريق إجراءات السياسة النقدية) فيرتفع معدل التضخم وهكذا مرة أخرى العلاقة عكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم. و أكد (Fama) على إمكانية استخدام التوقعات حول معدلات التضخم لإيجاد أساس للاستثمار في سوق الأسهم استناداً إلى هذه العلاقة، أما للتوقع بمعدل التضخم فإن (Fama) يقترح استخدام معدلات الفائدة قصيرة الأجل (أذونات الخزينة) كما هو موضح من خلال العلاقة (3-15).

المعادلة (3-15)

$$U_t = P_t - TB_t + E(r)$$

معدل التضخم المتوقع = معدل التضخم الفصلي P_t - معدل الفائدة الأسمي في بداية الفترة TB_t + معدل الفائدة المتوقع $E(r)$.

المطلب الثاني: دراسة (Jeffrey & Mandelker)

تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها تناولت العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم المتوقع من جهة والتضخم غير المتوقع من جهة أخرى، ولكنها لم تخرج عن إطار العلاقة العكسية بين المتغيرين التي جاء بها (Fama).

1- العلاقة بين التضخم المتوقع وعوائد الأسهم:

اعتمدت هذه الدراسة على البيانات الشهرية للفترة 1953-1971 فكانت معادلة الانحدار رقم

(4-16)

المعادلة (3-16)

$$R_{mt} = 0,0168 - 3,01\bar{I}_t$$

وكان معامل التحديد $R^2 = 0.0269$

حيث :

R_{mt} : يمثل العائد على محفظة استثمارية في سوق الأسهم خلال الشهر t؛

\bar{I}_t : معدل التضخم في نفس الشهر.

والملاحظة الأساسية من هذه المعادلة هي وجود ارتباط سالب يدل على العلاقة العكسية بين عوائد الأسهم ومعدلات التضخم غير أن معامل التحديد $R^2 = 0.0269$ قيمته منخفضة جدا. من جهة أخرى قام كل من (Jeffrey & Mandelker) بوضع معادلة انحدار أخرى للفترة 1875-1970 ولكن بناء على معطيات سنوية وكانت المعادلة (3-17):

$$R_{mt} = 0,02585 + 0,5026\bar{I}_t \quad \text{المعادلة (3-17)}$$

وكان معامل التحديد $R^2 = 0.023$

ويمكن ملاحظة الفروق الجوهرية بين المعادلة (3-17) و(3-16) حيث أظهرت هذه الأخيرة المعلمة $a = -3.014$ بإشارة سالبة دلالة على العلاقة العكسية في حين كانت نفس المعلمة موجبة في المعادلة (3-17). وهذا يؤكد ما توصل إليه بعض الاقتصاديين مثل (Firth)، (Cagan) في كون الأسهم تكون أداة حماية جزئية تجاه التضخم ولكن على المدى الطويل، ويعتبر هذا مدخلا عاما للأفكار التي تعرض لها الباحثان في هذه الدراسة.

2- أثر فيشر المعمم

لقد أشار (Jeffrey & Mandelker) إلى الأعمال التي قام بها بعض الاقتصاديين والتي عرفت بأثر فيشر المعمم (The generalized Fisher Effect) والتي وصلت إلى أن معدل العائد المتوقع في سوق الأسهم لا يرتبط مع التضخم المتوقع وكانت صيغة هذه الفرضية كما في المعادلة (3-18):

$$E(\bar{R}_{mt}) = \alpha + E(\bar{I}_t) + E_t \quad \text{المعادلة (3-18)}$$

وبذلك أشارت هذه الصيغة إلى علاقة موجبة بين معدل العائد المتوقع ($E\bar{R}_{mt}$) والتضخم المتوقع ($E\bar{I}_t$). ثم قام (Jeffrey et Mandelker) بتطبيق هذه العلاقة على البيانات الشهرية للمدة 1953-1971 حصل الباحثان على العلاقة (3-19):

$$R_{mt} = 0,0166 - 2,97\bar{I}_{t-1} \quad \text{المعادلة (3-19)}$$

حيث كان معامل التحديد $R^2 = 0.026$

كان يفترض أن تكون المعلمة a موجبة كما هو الحال في المعادلة (3-18) غير أن نتائج هذه الدراسة أظهرت بأنها سالبة وهذا دليل على وجود العديد من العوامل المؤثرة في معدل العائد المتوقع R_{mt} لم

تدخل في الحسابان عند إعداد المعادلة (3-18) وعليه لا يمكن أن يستخدم معدل التضخم (\bar{I}_{t-1}) للتنبؤ بالعائد (ER_{mt}) [حيدر، 2002، ص. 79-81].

المطلب الثالث : دراسات أخرى في إطار فرضية فيشر

1- دراسة شارلز نيلسون (Charles. R.Nelson)

رفضت هذه الدراسة رفضاً تاماً فرضية فيشر، بل أكدت على العلاقة العكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم، بل أنها اعتمدت على هذه العلاقة العكسية لاستنتاج قواعد تعامل مريحة في سوق الأسهم، كما أن الباحثين اقترحوا أن تعتمد هذه النتائج كإستراتيجية من إستراتيجيات الاستثمار تحقق للمستثمر أرباحاً أعلى من الأرباح الناتجة عن إستراتيجية اشترى واحتفظ. و تجدر الإشارة إلى أن قواعد الاستثمار حسب هذه الدراسة لا تعترف بفرض كفاءة السوق.

2- دراسة (G.William Schwert)

أكدت نتائج هذه الدراسة أيضاً على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم وذلك باختيار العوائد اليومية لحافضة استثمارية للمدة 1953 - 1978. إلا أن النتيجة الأهم التي وصلت إليها هذه الدراسة هي أن رد فعل الأسعار تجاه التضخم تكون حين الإعلان عن معدلاته وأن المستثمرين لا يتفاعلون مع هذه المعدلات المتوقعة قبل الإعلان عنها، بل أنها وصلت إلى التأكيد على ضعف ردة فعل السوق تجاه المعدلات المتوقعة للتضخم للفترة اللاحقة (t+1).

3- دراسة والروس وبيرغلند (Wahlraos & Berglund)

كان الهدف من هذه الدراسة هو إثبات استقلال عوائد الأسهم عن معدلات التضخم بناءً على معطيات الاقتصاد الفنلندي للفترة 1969-1982 إلا أن نتائجها دلت على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. وقد كان التفسير المقدم لهذه النتيجة هو أن التضخم العالي يعني انخفاضاً في الطلب على النقود نتيجة النمو المنخفض في النشاط الاقتصادي الحقيقي والذي يتضمن بنفس الوقت انخفاضاً في الأرباح المستقبلية وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم [حيدر، 2002، ص. 87].

4- مساهمة بيرلي سبرينكل (Berly W. Sprinkel)

ركز (Sprinkel) في كتابه (Money & Markets) على العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، إلا أن هذا الكتاب تعرض في بعض أجزائه إلى كون التضخم يؤثر على أسعار الفائدة الجارية والأرباح المتوقعة للشركات نحو الارتفاع؛ لكن الارتفاع في أسعار الفائدة والأرباح لا يكون بالضرورة بنفس المستوى إلا في حالة التوازن طويل الأجل، بل يؤكد (Sprinkel) على أن الارتفاع في أسعار الفائدة والتكاليف الأخرى يكون أعلى من الزيادة في الأرباح التي تحققها الشركات نتيجة ارتفاع الأسعار وبذلك تنخفض أسعار الأسهم.

المطلب الرابع: دور السياسة الضريبية في التأثير على فعالية الأسهم كوسيلة احتياط تجاه التضخم

تتسم الفترات التضخمية باتخاذ الحكومات مجموعة من الإجراءات تهدف إلى التحكم في مستويات الأسعار و الحد من الآثار السلبية لهذه الظاهرة. من أبرزها إجراءات السياسة النقدية و السياسة الضريبية و قد خصص هذا المطلب لعرض بعض الأعمال التي اهتمت بتحليل تأثير التغير في معدلات الضريبة على إمكانية استعمال الأسهم أداة تحوط تجاه التضخم.

1- دراسة نيكولس (Nicholes) 1968

تتطلق هذه الدراسة من فرضية مفادها أن المطلوبات الضريبية (الالتزامات الضريبية) ترتفع في ظل التضخم بالشكل الذي يجعل من القيم الحقيقية للأسهم تنخفض؛ على الرغم من أن حاملي الأسهم يستفيدون جراء التضخم لماله من أثر في تخفيض القيمة الحقيقية للديون المستحقة على الشركات التي يمتلكون أسهمها [حيدر، 2002، ص. 89]، ويعتمد لتفسير ذلك على المبادئ التالية:

- التضخم لا يؤثر على العائد الحقيقي لأن نسبة الزيادة في أسعار المواد الأولية التي تشتريها الشركة تنعكس على الربح؛

■ تكون أرباح الشركات T مساوية للعوائد الكلية على استثماراتها C_t ناقص مدفوعات الفوائد (rm) والاهتلاك (D) أي:

$$T = C_t - r_t m_t - D_t$$

■ أما الأرباح بعد الضرائب (TT) فإنها تساوي $(1 - \bar{t})$ حيث أن \bar{t} هو سعر الضريبة مضروبة في قيمة الأرباح قبل الضريبة و يمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة (3-20).

المعادلة (3-20)

$$TT = (1 - \bar{t})(C_t - r_t m_t - D_t)$$

■ أما العائد الحقيقي لمالكي الأسهم فإنه يساوي الأرباح بعد الضرائب و الفوائد + الاهتلاك كما في المعادلة التالية:

المعادلة (3-21)

$$R_t = (1 + \bar{t})(C_t - r_t m_t) + D_t$$

- يفترض (Nicholes) حدوث زيادة في الأسعار λ %، ولبين أثر هذه الزيادة على القيمة الحقيقية للعائد (R_t) يفترض أن تزيد العوائد النقدية لرأس المال C_t بنفس النسبة مع بقاء الفوائد والاهتلاك على حالها وإذا قمنا بتقسيم (R_t) على $(1 + \lambda)$ للحصول على القيمة الحقيقية الجديدة للعائد على السهم فسوف نحصل على المعادلة (3-22)

المعادلة (3-22)

$$\frac{R_t}{1+\lambda} = (1+\bar{t})\left(C_t - \frac{r_t m_t}{1+\lambda} + \frac{\bar{t}D}{1+\lambda}\right)$$

أما إذا تم اشتقاق هذه المعادلة بالنسبة لـ λ نحصل على المعادلة (3-23)

المعادلة (3-23)

$$\frac{d \frac{R_t}{1+\lambda}}{d\lambda} = \frac{(1-\bar{t})(r_t m_t)}{(1+\lambda)^2} - \frac{\bar{t}D_t}{(1+\lambda)^2}$$

من هذه المعادلة يستنتج (Nicholes)

- كلما كانت الفائدة ($r_t m_t$) أكبر كانت الزيادة في القيمة الناتجة عن التضخم أكبر؛
- كلما كانت مدفوعات الاهتلاك أكبر كانت الزيادة في القيمة الناتجة عن التضخم أقل.

خلاصة

ما يمكن استخلاصه مما سبق هو أن التضخم يعد من أخطر المشاكل الاقتصادية التي يمكن أن تصيب الاقتصاد. وعلى الرغم من اعتباره ظاهرة نقدية بحتة (كما جاءت به المدرسة النقدية التقليدية) إلا أن مدارس أخرى عالجت الموضوع من جانب الدخل (الادخار والاستهلاك) و الطلب الكلي الفعال مثل ما ذهب إلى المدرسة الكنزوية أو من جانب الثروة والمداخيل الفردية، كما ذهبت إليه مدرسة فريدمان.

من أبرز الآثار السلبية التي تنتج عن التضخم فقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة مما يدفع بالمستثمرين إلى البحث عن مجالات توظيف في فترات التضخم تمكنهم من الحصول على عائد أعلى يكفي للتعويض عن انخفاض قيمة الدخل. وقد وقع اختيار المستثمرين على الأسهم العادية لأن عوائدها متغيرة على عكس السندات والأسهم الممتازة وقد دعم هذه الفكرة فرضية فيشر (Fischer) التي وضعها في شكل صيغة رياضية تظهر بأن معدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة الأسمى منقوصاً منه معدل التضخم. وهذا ما دفع بعدد من الاقتصاديين إلى اللجوء إلى اختبارات الإحصائية لإثبات أو نفي هذه العلاقة بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم، وعلى الرغم من تعددها واختلافها إلا أنه يمكن تقسيم هذه الدراسات إلى قسمين:

قسم استطاع أن يثبت إحصائياً وجود علاقة طردية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم (سواء كانت طعيفة أو متوسطة القوة). وقسم آخر توصل إلى نتائج تؤكد وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، وعليه لا يمكن إطلاقاً اعتماد الأسهم كوسيلة تحوط كامل أو جزئي ضد مخاطر التضخم. وهذا ما سنحاول اختباره إحصائياً في الفصل الرابع من خلال دراسة العلاقة بين معدلات التضخم في الأردن وعوائد أسهم شركات مسعرة في بورصة عمان.

تمهيد:

إن الجدل الكبير القائم حول العلاقة بين العائد على الأسهم و معدلات التضخم يغذي فضول أي باحث حتى يحاول دراسة هذا الموضوع ومناقشة جوانبه، و على الرغم من تعدد الدراسات التطبيقية التي خصت الموضوع بالدراسة و التحليل إلا أن التضارب الكبير في النتائج أبقى باب النقاش و البحث مفتوحاً أمام دراسات أخرى يمكن أن تصل نتائجها إلى فهم أعمق لهذه الفرضية. على هذا الأساس خصص الفصل الخامس لإعداد دراسة تطبيقية لفرضية فيشر في بورصة عمان في محاولة لتحديد طبيعة العلاقة بين العوائد التاريخية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في السوق الأول خلال فترة امتدت إحدى عشر عاماً من 1996 إلى 2006 و معدلات التضخم في الأردن خلال نفس الفترة، لذلك تم تقسيم الفصل الرابع إلى:

المبحث الأول: متغيرات الدراسة؛

المبحث الثاني: دراسة الارتباط بين العائد التاريخي و معدلات التضخم في الأردن.

المبحث الأول: متغيرات الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الفكرة القائلة بأن الأسهم تمكن مالكيها من التحوط ضد مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للثروة الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم وذلك حسب فرضية فيشر. حيث يؤكد مجموعة من الاقتصاديين على رأسهم ليفلر (Lefler) على صحة هذه الفرضية ويرجعون السبب في ذلك كون الشركات (خاصة الصناعية و التجارية منها) تحقق أرباحا إضافية في فترات التضخم نتيجة ارتفاع أسعار السلع التي تنتجها وينعكس هذا الارتفاع على مستوى الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم، ولتوضيح هذه الفكرة نعتمد على نموذج (Fama) في دراسة الارتباط بين عوائد الأسهم ومعدلات التضخم.

المطلب الأول : الاقتصاد الأردني

يتميز الاقتصاد الأردني بخصوصية تجعل منه أهم البلدان العربية بالنظر إلى موقعه الجيوسياسي. و ذلك على الرغم من أنه من أكثر الدول العربية فقرا من حيث المواد الطاقوية والأولية ما عدا الفوسفات و البوتاس، حيث تعد الشركات التي تعمل باستخراج و تصنيع هاتين المادتين أغلب الشركات الصناعية الناشطة في الأردن. وعلى الرغم من صغر المساحة الزراعية في الأردن إلا انه يعتمد بشكل كبير على الإنتاج الزراعي المحلي، أما في السنوات الأخيرة فقد أدى النقص الكبير في المياه إلى اللجوء للسوق العالمي لتلبية الحاجات الغذائية المحلية.

كل هذه العوامل أثرت على طبيعة الأنشطة الاقتصادية السائدة وجعلت منه اقتصادا يرتكز على قطاع الخدمات المالية والاستثمارية والسياحية، و يمكن تلخيص الخصائص الاقتصادية للأردن في النقاط التالية:

- يعتبر العراق الشريك التجاري الأول للأردن؛ غير أن انقطاع العلاقة معه في العقود الأخيرة سبب أضرارا كبيرة للاقتصاد الأردني خاصة في المجال الطاقوي؛
- يعتمد الأردن على المساعدات والمنح الدولية بشكل كبير حيث يحتل المرتبة الثالثة بعد كل من مصر والمغرب، و بلغ إجمالي هذه المساعدات خلال الفترة 1970 - 1990 حوالي 18.716 مليار دولار بمتوسط سنوي قدره 9 % من إجمالي المساعدات المقدمة للدول العربية؛
- يرتبط الدينار الأردني ارتباطا كبيرا بالدولار الأمريكي (كمقياس لتحديد سعر الصرف)، غير أن هذا الارتباط بين العمليتين انعكس سلبا على الاقتصاد الأردني خلال الفترات التي انخفض فيها الدولار الأمريكي؛
- يتذبذب النمو الاقتصادي الأردني بشكل واضح حيث تراوح -خلال العشرين سنة الأخيرة- بين 2,5% و 5,5% وارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 12,3% عام 2007 مقارنة ب 11,8% في عام 2006 أما في العام 2008 وصل معدل النمو نسبة 6,1%.

- يعتمد الأردن بشكل رئيسي على استيراد المواد الطاقوية من الخارج، حيث تشكل وارداته من النفط والغاز الطبيعي نسبة 95 % من استهلاك الطاقة وهو ما يعادل 33 مليون برميل من النفط الخام سنويا حيث بلغت قيمة وارداته عام 2007 حوالي 2,4 مليار دولار ما يعادل 14,5% الناتج المحلي الإجمالي.

- أثر الارتفاع المتواصل لأسعار النفط على الاقتصاد الأردني حيث أدى إلى :

- ارتفاع معدلات التضخم؛
 - ارتفاع عجز ميزان المدفوعات؛
 - ارتفاع عجز الموازنة العامة بسبب سياسة الدعم؛
 - ارتفاع تكاليف الإنتاج والحد من قدرة القطاعات الإنتاجية المحلية على المنافسة.
- [مدانات، 2008، ص 2-3].

المطلب الثاني: التضخم في الأردن

إن الوضع الاقتصادي للأردن يجعل منه من أكثر الدول عرضة لمشاكل التضخم وتضررا من ارتفاع الأسعار العالمية للنفط والسلع الأساسية. وقد أثرت الأزمة الأخيرة الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط على معدل التضخم في الأردن، حيث وصل إلى 14,3% في نهاية عام 2008 وقد بلغ 12,66% في الخمسة أشهر الأولى من عام 2009، ويتوقع البنك المركزي الأردني استمرار هذا الارتفاع ليصل معدل التضخم في الأردن نهاية 2010 إلى 15,5% ويرجع البنك المركزي الأردني هذا الارتفاع إلى زيادة أسعار النفط والكهرباء. حيث ارتفعت أسعار هاتين المادتين بنسبة 44,3% مقارنة بنفس الفترة من عام 2008 وارتفعت أسعار المشتقات النفطية عشر مرات خلال سنتين. كما ارتفعت أسعار كل السلع الاستهلاكية والاستثمارية بسبب ارتفاع تكاليف الطاقة المتزايدة. و ارتفعت أيضا أسعار المواد الغذائية في الأشهر : من جوان إلى أكتوبر بنسبة وصلت إلى 15,5% ويعتبر العام 2008 من أكثر السنوات التي شهدت ارتفاع معدلات التضخم (Central Bank of Jordan, 2009) ويوضح الجدول التالي معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1993-2008:

الجدول (5-1)

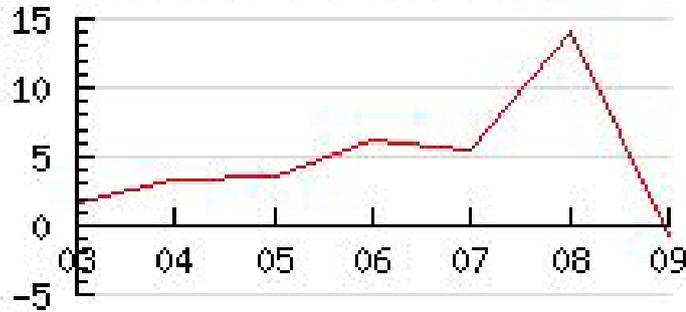
معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة

2008 - 1993

السنة	معدل التضخم
1993	3,20
1994	3,60
1995	2,20
1996	6,6
1997	3
1998	3,1
1999	0,6
2000	0,7
2001	1,8
2002	1,8
2003	1,6
2004	3,4
2005	3,5
2006	6,25
2007	4,70
2008	13,90

Source:(www. Central Bank of Jordan, 2009)

الشكل رقم (5-1)

تطور معدلات التضخم في الأردن
Inflation in Jordan

Source :(www. Central Bank of Jordan, 2009)

المطلب الثالث: بورصة عمان

انتهجت الحكومات الأردنية المتعاقبة نظام الاقتصاد الحر وشجعت الاستثمارات الخاصة محلية كانت أو خارجية. وعلى الرغم من ذلك فقد احتل القطاع العام مكانة هامة وقام بدور حيوي داخل الاقتصاد، حيث شهد هذا القطاع إنشاء مشاريع البنية التحتية من مشاريع التعدين في الاسمنت الفوسفات والبوتاس، قطاع الخدمات مثل شركات الكهرباء، النقل العام، الاستثمارات السياحية والاتصالات، وهذا في المرحلة التي كان فيها القطاع الخاص غير قادر على تحمل تكاليف ومخاطر الاستثمار في هذه القطاعات. ومع مرور الوقت وبتعاظم دور القطاع الخاص في الاقتصاد الأردني توجهت السياسة الاقتصادية لإتباع نظام الخصخصة ابتداء من عام 1985 وذلك استجابة للمستجدات الاقتصادية العالمية من عولمة لرؤوس الأموال الخاصة ونظم المعلومات والاتصالات إضافة إلى اتفاقيات الشراكة الأردنية سواء كانت مع الاتحاد الأوروبي أو الدول العربية والانضمام لمنظمة التجارة العالمية. وقد تمت عملية الخصخصة في الأردن عن طريق تحويل الشركات الوطنية إلى شركات أسهم، ثم قامت الحكومة ببيع مساهمتها في معظم الشركات الوطنية، و تتركز معظم ملكية الحكومة حالياً في بضع شركات وهي:

- شركة الفوسفات الأردنية؛

- شركة الاتصالات الأردنية؛

- شركة البوتاس العربية؛

- مصفاة البترول الأردنية.

وقد رفع تحويل هذه الشركات إلى شركات خاصة أو مختلطة من محفظة الأسهم المتداولة في الأردن وهو الأمر الذي ساعد على إنشاء بورصة عمان في 11 ماي 1999.

1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الأردنية

تعود أول عمليات التداول بأسهم شركات أردنية إلى عام 1930 وقد تزامن ذلك مع إنشاء أولى شركات المساهمة في الأردن (البنك العربي 1930، شركة مصانع الاسمنت الأردنية 1951) وكان التداول حينها يتم في سوق غير منظمة تقيمه بعض المكاتب غير المتخصصة، وتقاديا للمشاكل الناتجة عن التعامل في مثل هذه المكاتب تقرر إنشاء سوق عمان المالي.

2- نشأة سوق عمان المالي (Amman Financial Market)

جاء تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1971 لتأمين الأهداف التالية:

- سلامة التعامل بالأوراق المالية؛

- سهولة وسرعة التبادلات؛

- حماية صغار المدخرين؛

- وضع آلية لتحديد أسعار الأوراق المالية؛

- تنظيم وتقنين العمليات؛

- تنمية المدخرات وتشجيع الاستثمار.

و تقرر إنشاء سوق عمان المالي بتاريخ 1977/03/16 وياشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01. وقطع السوق منذ نشأته وحتى تأسست بورصة عمان شوطا طويلا و مراحل عدة، ويمكن تلخيص أهم التطورات الحاصلة من خلال الجدول (2-5).

الجدول رقم (2-5)

تطور سوق عمان للأوراق المالية

السنة	1978	2008
حجم التداول في السوق الثانوي	9,7 مليون دينار	20,9 مليار دينار
إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة	286 مليون دينار	24 مليار دينار
عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية	66 شركة	272 شركة

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة اعتمادا على معلومات مستقاة من (www.Amman

stock exchange, 01-12-2009).

3- إنشاء بورصة عمان: كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 نقطة تحول في سوق الأوراق المالية الأردني حيث تقرر فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي وظهرت بذلك 3 مؤسسات جديدة:

- هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission) تتولى الدور الرقابي والتشريعي؛

- مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center)؛

- بورصة عمان (Amman Stock Exchange).

و بورصة عمان هي مؤسسة مستقلة إداريا وماليا ولا تهدف إلى تحقيق الربح، مهمتها العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في الأردن وقد جاء القانون رقم (76) لسنة 2002 ليمسح بإنشاء أسواق أخرى لتداول الأوراق المالية ويعيد هيكلة وتنظيم السوق الرأسمالي الأردني.

المطلب الرابع: هيكل بورصة عمان

تنقسم بورصة عمان إلى قسمين السوق الأولي أو سوق الإصدار الأول، وهو السوق الذي يتم فيه تصريف الإصدارات الجديدة الواردة للبورصة، والسوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءً وفقا لأحكام وقوانين وأنظمة وتعليمات منصوص عليها في النظام الداخلي.

1- أقسام السوق الثانوي

يقسم السوق الثانوي إلى أربعة أقسام:

1-1- السوق الثانوي يتطلب إدراج أسهم شركة ما في السوق الثانوي تقديم البيانات التالية:

أ. تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن :

- نبذة عن تأسيس الشركة، أهدافها وعلاقتها بالشركات الأخرى؛
- وصف للأوراق المالية المصدرة؛
- تقييم لأداء الشركة مدعم بالأرقام؛
- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة؛
- الخطة المستقبلية للسنوات الثلاثة القادمة؛
- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة؛
- كشف بأسماء مجلس الإدارة ورتب الإدارة التنفيذية؛
- كشف بأسماء مساهمي الشركة وعدد أسهم كل منهم والمساهمين غير الأردنيين؛

ب. عقد التأسيس والنظام الأساسي؛

ج. التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية (إن وجد)؛

د. الدراسة المالية للفترة من نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج (إن وجد)؛

بعد استيفاء كل هذه الشروط تقرر إدارة البورصة وهيئة الأوراق المالية إدراج الأوراق المالية لهذه الشركة للتداول في السوق الثانوي.

1-2- السوق الأول: يتم فيه تداول الأسهم التي تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن يكون قد مضى عام على الأقل على إدراجها في السوق الثانوي؛
 - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%)؛
 - أن تكون الشركة قد حققت أرباح في سنتين متتاليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج؛
 - أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم؛
 - أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن (20)% من عدد أيام التداول الكلي؛
- وتنتقل الشركة من السوق الأول إلى الثاني إذا انتفى أحد الشروط السابقة حسب المادة (8) من تعليمات إدراج الأوراق المالية [المادة 72، قانون الأوراق المالية رقم 76، 2002]. (يمكن العودة إلى الملاحق (3) و (4) لمعرفة الشركات المدرجة في السوقين الأول والثاني).

1-3- سوق السندات: وهو جزء من السوق الثانوية حيث يتم التعامل بالسندات الحكومية وإسناد

القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات الخاصة.

1-4- التحويلات خارج القاعة : ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات

الإرثية العائلية.

2- عضوية البورصة

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها المجلس على أن تتوفر الشروط التالية في الوسيط:

- أن يكون حاملاً لرخصة سارية المفعول لممارسة الوساطة؛
- أن يتوفر على المؤهلات العلمية و المعرفة و الخبرة الكافية لممارسة عمل عضو بالبورصة؛
- القدرة على التحكم في التقنية اللازمة للقيام بعمليات التداول.

وتنشط في بورصة عمان مجموعة من شركات الوساطة تعمل في تداول الأوراق المالية مستخدمة مرافق وأنظمة البورصة وهي موضحة في الملحق رقم (5).

وتنص المادة (34) من النظام الداخلي لبورصة عمان على أحقية البورصة في التفتيش على أعضائها للتأكد من الالتزام بالقوانين والأنظمة والتعليمات، كما يحق لها تشكيل لجنة للتحقيق في المخالفات المنسوبة للعضو واتخاذ أي من العقوبات التأديبية المنصوص عليها في المادة (36) من النظام الداخلي لبورصة عمان [المادة 65، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002].

المبحث الثاني: دراسة الارتباط بين العائد التاريخي للأسهم ومعدلات التضخم**في الأردن**

إن إعداد نموذج للارتباط يتطلب إتباع مجموعة من الخطوات بهدف تحديد نوع العلاقة التي تربط بين المتغير التابع و المتغير المستقل يمكن تلخيصها من خلال العناصر التالية:

1- التعريف بالظاهرة محل الدراسة(المتغير التابع) و في هذه الدراسة هي معدلات العوائد التاريخية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1996-2006، ثم تحديد العامل (العوامل) المؤثرة فيها(المتغير المستقل) و هو عبارة عن معدلات التضخم في الأردن خلال نفس الفترة؛

2- التأكد من وجود علاقة جدلية واضحة بين الظاهرة المدروسة و العوامل المؤثرة فيها؛

3- جمع المعلومات الأولية لكل المتغيرات المرتبطة بالظاهرة المدروسة و مراعاة كون القيم متقابلة مع بعضها البعض من حيث المكان و الزمان؛

4- التعرف على الشكل البياني للعلاقة محل الدراسة بواسطة رسم بياني يمثل شكل الانتشار و هو ما يسمح بتحديد الشكل البياني العام للعلاقة المدروسة بين المتغيرين (X) الذي يرمز للمتغير المستقل (معدلات التضخم) و (Y) الذي يمثل المتغير التابع (معدلات العائد)؛

5- اختيار انسب الصيغ الرياضية التي تتلاءم مع الشكل البياني للعلاقة محل الدراسة، اعتماداً على شكل الانتشار؛

6- تحديد الثوابت التي تتضمنها المعادلة و التي تمثل العلاقة المدروسة أفضل تمثيل اعتمادا على طريقة المربعات الصغرى [مكيد، 2007، ص.12-14].

المطلب الأول: قياس العائد التاريخي للشركات محل الدراسة

يخصص هذا المطلب لتجميع المعلومات المتعلقة بالمتغير التابع (Y) وهو عوائد الأسهم لمجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان.

1- مجتمع الدراسة

إن إعداد نموذج لدراسة الارتباط بين متغيرات ظاهرة ما يتطلب أولا تجميع معلومات عن هذه المتغيرات. و يتم ذلك من خلال أسلوبين، فحص كل مفردات المجتمع الكلي أو الاكتفاء بفحص مفردات عينة ممثلة تمثيلا كاملا لهذا المجتمع [Khalidi, 2008, P. 75].

تمتد هذه الدراسة لتشمل كل الشركات التي كانت أسهمها مدرجة في السوق الأول من بورصة عمان خلال الفترة 1996-2006 و لم يتم نقل إدراج أسهمها إلى السوق الثاني طيلة هذه المدة و هي موضحة من خلال الجدول (3-5).

الجدول (3-5)

الشركات المدرجة في السوق الثاني خلال الفترة 1996-2006

شركات قطاع التأمين	شركات قطاع الصناعة	شركات قطاع الخدمات
النسر العربي AAIN	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ	الفنادق السياحية الأردنية JOHT
دلنا للتأمين DICL	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
القدس للتأمين JERY	جمكو الصناعة و الكبريت الأردنية INMJ	العربية للاستثمارات المالية AFIN
التأمين الأردنية	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
التأمين العامة العربية	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT	الحمة المعدنية الأردنية HIMM
الأردنية الفرنسية للتأمين	الصناعة الهندسية العربية AREN	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
اليرموك للتأمين	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
شركات قطاع التأمين	شركات قطاع الصناعة	شركات قطاع الخدمات
فيلادلفيا للتأمين	الوطنية للدواجن NATP	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
الأردن و الخليج للتأمين	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية	زارة للاستثمار القابضة ZARA

	السلفو - كيماويات الأردنية	
	البوتاس العربية	
	الأردنية لصناعة الصوف الصخري	

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة اعتمادا على معلومات مستقاة من (www.Amman stock exchange, 01-12-2009).

2- قياس العائد التاريخي:

يتم قياس العائد التاريخي اعتمادا على المعادلة التالية:

$$\text{المعادلة (1-5)} \quad \boxed{\frac{(س_1 - س_0) + ت}{س_0} = ع}$$

حيث:

ع: العائد التاريخي؛

س₁: السعر في نهاية السنة؛

س₀: السعر في بداية السنة؛

ت: توزيعات السنة.

و بتطبيق هذه المعادلة على المعطيات التاريخية التي تم تجميعها من (www.Amman stock exchange, 01-12-2009) يمكن إعداد جداول تبين سعر السهم في بداية السنة، سعر السهم في نهاية السنة، التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم خلال نفس السنة، و في النهاية يتم حساب العائد التاريخي اعتمادا على المعادلة (1-5) و ذلك بالنسبة لأسهم كل شركة خلال كل سنة و حسب كل قطاع و ذلك كما توضحه الجداول التالية:

الجدول رقم (4-5)
حساب العائد لشركات قطاع التأمين

1996				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
1,43	4,30	6,17	4,3	النسر العربي AAIN
1,00	2,40	2,4	2,4	دلنا للتأمين DICL
1,06	4,00	4,25	4	القدس للتأمين JERY
1,17	4,21	2,85	3,25	التأمين الأردنية
1,19	4,35	2,3	3,04	التأمين العامة العربية
1,06	3,73	1,94	2,75	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,75	3,33	1,93	3,00	البرموك للتأمين
0,11	0	2,10	1,90	فيلاذلفيا للتأمين
-0,08	0	2,58	2,80	الأردن و الخليج للتأمين
1997				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,38	0,07	3,75	6,17	النسر العربي AAIN
0,13	0,32	2,4	2,4	دلنا للتأمين DICL
0,01	0,3	4	4,25	القدس للتأمين JERY
2,54	0,12	2,89	0,85	التأمين الأردنية
0,06	0,08	2,35	2,3	التأمين العامة العربية
0,14	0,25	1,98	1,96	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,01	0	1,94	1,93	البرموك للتأمين
-0,48	0,1	2,30	4,6	فيلاذلفيا للتأمين
-0,03	0	2,50	2,58	الأردن و الخليج للتأمين
1998				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,20	0	3	3,75	النسر العربي AAIN
-0,43	0,1	1,28	2,4	دلنا للتأمين DICL
-0,64	0,1	1,36	4	القدس للتأمين JERY
0,08	0,14	2,99	2,89	التأمين الأردنية
-0,10	0,08	2,04	2,35	التأمين العامة العربية
0,48	0,2	2,72	1,97	الأردنية الفرنسية للتأمين
-0,40	0	1,17	1,94	البرموك للتأمين
-0,05	0,075	2,1	2,3	فيلاذلفيا للتأمين
-0,39	0	1,53	2,5	الأردن و الخليج للتأمين

1999				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,19	0,09	2,35	3	AAINالنسر العربي
0,09	0,12	1,28	1,28	DICLدلنا للتأمين
0,00	0,09	1,27	1,36	JERYالقدس للتأمين
0,20	0,13	3,46	2,99	التأمين الأردنية
-0,09	0	1,85	2,04	التأمين العامة العربية
-0,04	0,15	2,41	2,68	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,03	0	1,2	1,17	البرموك للتأمين
-0,11	0,075	1,8	2,1	فيلاذلفيا للتأمين
-0,04	0	1,55	1,61	الأردن و الخليج للتأمين
2000				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,05	0	2,47	2,35	AAINالنسر العربي
-0,02	0,09	1,16	1,28	DICLدلنا للتأمين
-0,06	0	1,2	1,27	JERYالقدس للتأمين
0,05	0	3,65	3,46	التأمين الأردنية
-0,09	0,07	1,62	1,85	التأمين العامة العربية
-0,19	0	1,96	2,41	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,00	0	1,2	1,2	البرموك للتأمين
0,21	0,08	2,1	1,8	فيلاذلفيا للتأمين
-0,55	0	0,69	1,55	الأردن و الخليج للتأمين
2001				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,17	0	2,05	2,47	AAINالنسر العربي
-0,09	0	1,05	1,15	DICLدلنا للتأمين
-0,07	0,05	1,07	1,2	JERYالقدس للتأمين
-0,28	0,07	2,55	3,65	التأمين الأردنية
-0,24	0,08	1,15	1,62	التأمين العامة العربية
0,14	0	2,2	1,93	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,33	0,06	1,2	0,95	البرموك للتأمين
-0,11	0,08	1,79	2,1	فيلاذلفيا للتأمين
-0,52	0	0,33	0,69	الأردن و الخليج للتأمين

2002				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,15	0	2,35	2,05	AAINالنسر العربي
-0,08	0	0,97	1,05	DICLدلتا للتأمين
0,39	0,1	1,39	1,07	JERYالقدس للتأمين
0,09	0,07	2,72	2,55	التأمين الأردنية
-0,58	0,1	1,05	2,72	التأمين العامة العربية
0,19	0	2,65	2,23	الأردنية الفرنسية للتأمين
-0,60	0,1	0,97	2,65	البرموك للتأمين
0,26	0,1	2,15	1,79	فيلادفيا للتأمين
0,00	0	0,33	0,33	الأردن و الخليج للتأمين
2003				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,78	0,54	0,06	2,75	AAINالنسر العربي
-0,45	1,12	0,02	2,07	DICLدلتا للتأمين
-0,55	0,89	0,11	2,2	JERYالقدس للتأمين
-0,59	1,57	0,18	4,25	التأمين الأردنية
-0,73	0,21	0,12	1,23	التأمين العامة العربية
-1,14	-0,33	0	2,29	الأردنية الفرنسية للتأمين
-0,34	1,43	0,15	2,4	البرموك للتأمين
-0,88	0,16	0,12	2,28	فيلادفيا للتأمين
-0,91	0,03	0	0,33	الأردن و الخليج للتأمين
2004				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,25	0	3,45	2,75	AAINالنسر العربي
0,25	0	2,58	2,07	DICLدلتا للتأمين
0,41	0,1	3,01	2,2	JERYالقدس للتأمين
0,88	0,06	7,95	4,25	التأمين الأردنية
1,04	0,1	2,41	1,23	التأمين العامة العربية
0,18	0	2,7	2,29	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,53	0,15	3,51	2,4	البرموك للتأمين
0,01	0	2,3	2,28	فيلادفيا للتأمين
0,00	0	0,33	0,33	الأردن و الخليج للتأمين

2005				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
1,42	0,3	7,68	3,3	AAINالنسر العربي
0,81	0	4,68	2,58	DICLدلنا للتأمين
0,13	0,06	3,35	3,01	JERYالقدس للتأمين
0,20	0,13	9	7,61	التأمين الأردنية
0,00	0	3,99	3,99	التأمين العامة العربية
-0,03	0	2,95	3,05	الأردنية الفرنسية للتأمين
0,80	0,3	6,28	3,65	اليرموك للتأمين
0,08	0	2,49	2,3	فيلاذلفيا للتأمين
0,00	0	0,33	0,33	الأردن و الخليج للتأمين
2006				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,11	0,3	8,6	8	AAINالنسر العربي
-0,26	0	3,45	4,68	DICLدلنا للتأمين
0,20	0	4,01	3,35	JERYالقدس للتأمين
-0,71	0,06	2,55	9	التأمين الأردنية
-0,55	0	1,7	3,79	التأمين العامة العربية
-0,39	0	1,8	2,95	الأردنية الفرنسية للتأمين
-0,50	0,15	2,99	6,28	اليرموك للتأمين
-0,37	0	1,56	2,49	فيلاذلفيا للتأمين
0,00	0	0,33	0,33	الأردن و الخليج للتأمين

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة اعتمادا على معلومات مستقاة من (www.Amman stock exchange, 01-12-2009).

الجدول رقم (5-5)
حساب العائد لشركات قطاع الصناعة

1996				السنوات	الشركات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,38	0	0,48	0,77		نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
-0,40	0	0,55	0,92		الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,27	0	0,33	0,45		جمكو للصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
-0,24	0	0,6	0,79		العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,28	0	0,48	0,67		العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72		الصناعة الهندسية العربية AREN
0,04	0	0,56	0,54		الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
-0,26	0	0,63	0,85		الوطنية للدواجن NATP
-0,34	0	1,43	2,18		رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,33	0	0,89	1,33		السلفو-كيماويات الأردنية
0,01	0	5,7	5,65		البوتاس العربية
-0,23	0	0,86	1,11		الأردنية لصناعة الصوف الصخري
1997				السنوات	الشركات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,28	0	0,36	0,5		نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
-0,48	0	0,3	0,58		الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
1,30	0	0,76	0,33		جمكو للصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
-0,25	0	0,45	0,6		العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,42	0,01	0,28	0,5		العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72		الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54		الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
-0,26	0	0,63	0,85		الوطنية للدواجن NATP
-0,43	0	0,82	1,43		رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,37	0	0,56	0,89		السلفو-كيماويات الأردنية
0,09	0	6,21	5,7		البوتاس العربية
-0,29	0	0,61	0,86		الأردنية لصناعة الصوف الصخري
1998				السنوات	الشركات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,06	0	0,34	0,36		نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
-0,27	0	0,22	0,3		الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,82	0	0,14	0,76		جمكو للصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
-0,29	0	0,15	0,21		العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,25	0	0,21	0,28		العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72		الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54		الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,08	0	0,57	0,53		الوطنية للدواجن NATP
-0,37	0	0,52	0,82		رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,32	0	0,38	0,56		السلفو-كيماويات الأردنية
-0,55	0	2,8	6,21		البوتاس العربية
-0,54	0	0,28	0,61		الأردنية لصناعة الصوف الصخري

1999				السنوات
العائد	ت	س 1	س 0	الشركات
-0,38	0	0,21	0,34	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
0,18	0	0,26	0,22	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
4,43	0	0,76	0,14	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,00	0	0,21	0,21	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,29	0	0,15	0,21	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72	الصناعة الهندسية العربية AREN
3,81	0	1,78	0,37	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,00	0	0,57	0,57	الوطنية للدواجن NATP
14,10	0	7,85	0,52	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
0,26	0	0,48	0,38	السلفو-كيماويات الأردنية
0,54	0	4,31	2,8	البوتاس العربية
0,24	0	0,36	0,29	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
2000				السنوات
العائد	ت	س 1	س 0	الشركات
-0,19	0	0,17	0,21	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
0,00	0	0,26	0,26	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,16	0	0,64	0,76	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,00	0	0,28	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,33	0	0,1	0,15	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
-0,30	0	0,55	0,79	الوطنية للدواجن NATP
-0,15	0	0,4	0,47	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,04	0	0,46	0,48	السلفو-كيماويات الأردنية
-0,24	0,18	3,1	4,31	البوتاس العربية
-0,22	0	0,28	0,36	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
2001				السنوات
العائد	ت	س 1	س 0	الشركات
2,18	0	0,54	0,17	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
5,62	0	1,72	0,26	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
0,25	0	2,02	1,62	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
-0,11	0	0,25	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
1,73	0	0,3	0,11	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,72	1,72	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,18	0	0,65	0,55	الوطنية للدواجن NATP
1,50	0	1	0,4	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,22	0	0,36	0,46	السلفو-كيماويات الأردنية
0,28	0,22	3,67	3,04	البوتاس العربية
0,07	0	0,3	0,28	الأردنية لصناعة الصوف الصخري

2002				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,52	0	0,26	0,54	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
-0,23	0	0,17	0,22	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,02	0	0,86	0,88	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
-0,29	0	0,2	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
-0,53	0	0,14	0,3	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,05	0	1,8	1,72	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,54	0	1	0,65	الوطنية للدواجن NATP
-0,46	0	0,13	0,24	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,29	0	0,1	0,14	السلفو-كيماويات الأردنية
0,08	0,18	3,79	3,67	البوتاس العربية
1,00	0	0,52	0,26	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
2003				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,29	0	0,22	0,17	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
0,82	0	0,31	0,17	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
0,60	0	1,38	0,86	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,40	0	0,28	0,2	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
0,00	0	0,14	0,14	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,8	1,8	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,70	0	1,7	1	الوطنية للدواجن NATP
0,08	0	0,14	0,13	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
2,36	0	0,37	0,11	السلفو-كيماويات الأردنية
0,27	0,12	4,63	3,75	البوتاس العربية
2,85	0	2	0,52	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
2004				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,18	0	0,26	0,22	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
4,81	0	1,8	0,31	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,07	0	1,29	1,38	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,00	0	0,28	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
0,00	0	0,14	0,14	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,8	1,8	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
-0,14	0	1,46	1,7	الوطنية للدواجن NATP
0,00	0	0,14	0,14	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,22	0	0,29	0,37	السلفو-كيماويات الأردنية
1,42	0,2	10,99	4,63	البوتاس العربية
-0,05	0	1,9	2	الأردنية لصناعة الصوف الصخري

2005				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,21	0	0,26	0,33	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
0,00	0	0,26	0,26	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
-0,20	0	1,03	1,29	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,00	0	0,28	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
0,00	0	0,14	0,14	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,8	1,8	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,24	0	1,81	1,46	الوطنية للدواجن NATP
0,28	0,35	13	10,47	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
14,77	0	30,9	1,96	السلفو-كيماويات الأردنية
2,62	0,05	1	0,29	البوتاس العربية
0,00	0	0,14	0,14	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
2006				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
2,64	0	1,2	0,33	نيزك لصناعة القوالب و المعدات NAYZ
-0,54	0	0,12	0,26	الوطنية للصناعات النسيجية و البلاستيكية NATT
0,24	0	1,28	1,03	جمكو الصناعات و الكبريت الأردنية INMJ
0,00	0	0,28	0,28	العربية للمستلزمات الطبية و الغذائية AFOO
0,00	0	0,14	0,14	العربية للاستثمار و التجارة الدولية AITT
0,00	0	1,8	1,8	الصناعة الهندسية العربية AREN
0,00	0	0,54	0,54	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية و الغذائية JKQF
0,46	0	2,65	1,81	الوطنية للدواجن NATP
-0,13	0,35	11	13	رافيا لصناعة الأكياس البلاستيكية
-0,47	0	1,65	3,09	السلفو-كيماويات الأردنية
0,08	0	1,08	1	البوتاس العربية
0,00	0	0,14	0,14	الأردنية لصناعة الصوف الصخري

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة اعتمادا على معلومات مستقاة من (www.Amman stock exchange,

.(01-12-2009).

الجدول رقم (5-6)

حساب العائد لشركات قطاع الخدمات

1996				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,09	0	7,95	8,75	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
-0,33	0	0,27	0,4	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
-0,73	0	0,43	1,6	العربية للاستثمارات المالية AFIN
0,20	0	0,6	0,5	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
-0,22	0	2,6	3,35	الحملة المعدنية الأردنية HIMM
-0,05	0	1,68	1,76	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
0,09	0	1	0,92	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
-0,05	0	1,68	1,76	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
0,40	0	1,4	1	زارة للاستثمار القابضة ZARA
1997				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,09	0	8,8	8,05	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
0,00	0	0,27	0,27	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
0,09	0	0,48	0,44	العربية للاستثمارات المالية AFIN
1,33	0	1,4	0,6	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
0,37	0	3,56	2,6	الحملة المعدنية الأردنية HIMM
0,05	0	1,76	1,68	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
-0,08	0	0,92	1	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
0,17	0	1,92	1,64	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
-0,04	0	1,3	1,35	زارة للاستثمار القابضة ZARA
1998				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,22	0,31	10,4	8,8	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
0,07	0	0,29	0,27	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
-0,55	0	0,21	0,47	العربية للاستثمارات المالية AFIN
0,04	0	1,46	1,4	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
0,26	0,07	4,41	3,56	الحملة المعدنية الأردنية HIMM
-0,13	0	1,55	1,78	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
0,09	0	1	0,92	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
-0,23	0	1,48	1,93	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
0,18	0,01	1,52	1,3	زارة للاستثمار القابضة ZARA

1999				الشركات	السنوات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,57	0	4,45	10,4	الفنادق السياحية الفندقية JOHT	
-0,26	0	0,32	0,43	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV	
1,33	0	0,49	0,21	العربية للاستثمارات المالية AFIN	
0,00	0	0,68	0,68	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI	
0,03	0,15	4,41	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM	
0,25	0,15	1,78	1,55	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA	
1,70	0,08	1	0,4	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC	
0,15	0	1,78	1,55	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP	
-0,05	0	1,44	1,52	زارة للاستثمار القابضة ZARA	
2000				الشركات	السنوات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,09	0	4,07	4,45	الفنادق السياحية الفندقية JOHT	
-0,13	0	0,28	0,32	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV	
0,22	0	0,6	0,49	العربية للاستثمارات المالية AFIN	
0,01	0	0,69	0,68	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI	
0,03	0,15	4,41	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM	
-0,09	0	1,62	1,78	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA	
-0,02	0	0,98	1	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC	
-0,09	0	1,62	1,78	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP	
-0,10	0	1,3	1,44	زارة للاستثمار القابضة ZARA	
2001				الشركات	السنوات
العائد	ت	س 1	س 0		
-0,05	0	3,87	4,07	الفنادق السياحية الفندقية JOHT	
0,00	0	0,28	0,28	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV	
0,25	0	0,75	0,6	العربية للاستثمارات المالية AFIN	
-0,01	0	0,68	0,69	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI	
0,00	0	4,41	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM	
0,25	0	2,02	1,62	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA	
0,03	0	0,97	0,94	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC	
0,25	0	2,02	1,62	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP	
-0,02	0	1,22	1,25	زارة للاستثمار القابضة ZARA	

2002				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,00	0	3,87	3,87	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
0,00	0	0,28	0,28	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
0,22	0	0,9	0,74	العربية للاستثمارات المالية AFIN
-0,06	0	0,64	0,68	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
0,00	0	4,41	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM
-0,03	0	1,96	2,03	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
-0,29	0	0,67	0,95	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
-0,03	0	1,96	2,03	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
-0,31	0	0,83	1,2	زارة للاستثمار القابضة ZARA
2003				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,17	0	3,2	3,87	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
-0,07	0	0,26	0,28	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
2,23	0,25	2,17	0,75	العربية للاستثمارات المالية AFIN
-0,53	0	0,69	1,46	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
0,00	0	4,41	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM
0,55	0	3,08	1,99	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
-0,16	0	0,73	0,87	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
0,55	0	3,08	1,99	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
0,04	0	0,86	0,83	زارة للاستثمار القابضة ZARA
2004				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,78	0	3,1	1,74	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
0,00	0	0,26	0,26	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
1,15	0,3	4,37	2,17	العربية للاستثمارات المالية AFIN
0,00	0	0,69	0,69	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
-0,94	0	0,26	4,41	الحمة المعدنية الأردنية HIMM
0,40	0	4,31	3,08	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
0,34	0	0,98	0,73	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
0,13	0	4,31	3,8	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
0,55	0	1,33	0,86	زارة للاستثمار القابضة ZARA

2005				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
0,65	0,1	5	3,1	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
0,00	0	0,26	0,26	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
2,30	0	14,4	4,37	العربية للاستثمارات المالية AFIN
1,15	0	1,46	0,68	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
-0,18	0	3,6	4,41	الحملة المعدنية الأردنية HIMM
0,09	0	4,57	4,18	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
1,20	0	2,16	0,98	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
0,09	0	4,57	4,18	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
0,70	0	2,24	1,32	زارة للاستثمار القابضة ZARA
2006				الشركات
العائد	ت	س 1	س 0	
-0,63	0,1	1,76	5	الفنادق السياحية الفندقية JOHT
7,92	0	2,32	0,26	الشرق الأوسط للتنمية و التجارة MEDV
-0,92	0	1,19	14,43	العربية للاستثمارات المالية AFIN
1,49	0	3,64	1,46	عمان للتنمية و الاستثمار AMDI
1,66	0	9,59	3,6	الحملة المعدنية الأردنية HIMM
-0,43	0	2,62	4,57	الأردنية للاستثمار و النقل السياحي (ألفا) ALFA
-0,15	0,08	1,75	2,16	الشرق للمشاريع الاستثمارية القابضة AIPC
-0,43	0	2,62	4,57	الطاقة الكهربائية الأردنية JOEP
5,43	0	14,4	2,24	زارة للاستثمار القابضة ZARA

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة اعتمادا على معلومات مستقاة من (www.Amman stock exchange, 01-12-2009).

المطلب الثالث: حساب متوسط العائد لكل قطاع

يتم حساب متوسط العائد لكل قطاع اعتماد على احد مقاييس النزعة المركزية و هو المتوسط الحسابي المعطى بالعلاقة التالية :

$$MY = \frac{\sum Y_i}{i}$$

المعادلة (2-5)

حيث أن: MY تمثل متوسط العائد التاريخي؛

Yi تمثل معدل العائد التاريخي.

يمكن تلخيص ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-7)

متوسط العائد التاريخي لكل من قطاع التأمين، الصناعة، الخدمات

السنوات	متوسط العائد لقطاع التأمين	متوسط العائد لقطاع الصناعة	متوسط العائد لقطاع الخدمات
1996	0,70	-0,14	-0,09
1997	0,18	-0,16	0,22
1998	-0,15	-0,19	-0,01
1999	-0,01	1,56	0,29
2000	-0,05	-0,11	-0,03
2001	-0,09	0,29	0,08
2002	-0,02	0,01	-0,06
2003	-0,58	0,55	0,27
2004	0,32	0,08	0,27
2005	0,31	1,49	0,67
2006	-0,23	0,00	1,55

المصدر:الجدول من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول (4-5)، (5-5)، (6-5) و

المعادلة (2-5).

المطلب الثاني : إعداد السلاسل الزمنية للشركات محل الدراسة

يمكن تكوين نموذج إحصائي بالاعتماد على نوعين من المعطيات:

- معطيات خاصة بمجموعة من الظواهر المختلفة في فترة في فترة زمنية معينة؛

- معطيات خاصة بظاهرة واحدة خلال سلسلة من الفترات الزمنية المتتالية.

أما النماذج المكونة بالاعتماد على هذا النوع الثاني من المعطيات تسمى السلاسل الزمنية، حيث تعرف السلسلة الزمنية على أنها مجموعة من القيم خاصة بمؤشر ما مأخوذة خلال فترات زمنية متتالية، و هي تعكس تطور ذلك المؤشر عبر الزمن [مكيد،2007،ص. 279].

تسمى كل قيمة من قيم الظاهرة الملاحظة بالحد و رمزها (Y_t) ، أما دراسة العلاقة بين التابع (Y_t) و احد العوامل المؤثرة عليه (X_t) خلال فترة زمنية (t) يعرف إحصائياً بمعامل الارتباط البسيط. تجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين المتغيرات كثيرة و متشعبة، فالمتغيرات لا تتحرك بمعزل عن غيرها، حيث أنها تتحرك فتؤثر و تتأثر بما يحيط بها من متغيرات أخرى، لذلك يمكن التفريق بين مستويين من الدراسة :

- دراسة الارتباط بين متغيرين فقط، و هذا يعني افتراض عدم وجود تأثيرات لمتغيرات أخرى على الظاهرة المدروسة؛

- دراسة الارتباط بين عدة متغيرات و تحديد التأثيرات المتبادلة بينها، و هذا المستوى أكثر واقعية [الهانسي، 1996، ص. 174].

أما هذا العمل فيعتمد على المستوى الأول لدراسة الارتباط البسيط بين المتغير التابع الذي يمثل معدلات العائد على الأسهم، والمتغير المستقل الذي يمثل معدلات التضخم، و يتم أعداد السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عن طريق حساب متوسط العائد التاريخي لكل من قطاع التأمين، الصناعة، الخدمات خلال كل سنة و مقابلة هذه القيم بمعدلات التضخم لكل سنة و يمكن تلخيص ذلك من خلال الجداول التالية.

الجدول (5-8)

السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع التأمين ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006

السنوات	متوسط العائد لقطاع التأمين	معدلات التضخم
1996	0,70	6,6
1997	0,18	3
1998	-0,15	3,1
1999	-0,01	0,6
2000	-0,05	0,7
2001	-0,09	1,8
2002	-0,02	1,8
2003	-0,58	1,6
2004	0,32	3,4
2005	0,31	3,5
2006	-0,23	6,25

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول (5-1)، (5-7).

الجدول (5-9)

السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع
الصناعة ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006

السنوات	متوسط العائد لقطاع الصناعة	معدلات التضخم
1996	-0,14	6,6
1997	-0,16	3
1998	-0,19	3,1
1999	1,56	0,6
2000	-0,11	0,7
2001	0,29	1,8
2002	0,01	1,8
2003	0,55	1,6
2004	0,08	3,4
2005	1,49	3,5
2006	0,00	6,25

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول (5-1)، (5-7).

الجدول (5-10)

السلسلة الزمنية التي تمثل متوسط العائد التاريخي لشركات قطاع
الخدمات ومعدلات التضخم في الأردن للفترة 1996-2006

السنوات	متوسط العائد لقطاع الخدمات	معدلات التضخم
1996	-0,09	6,6
1997	0,22	3
1998	-0,01	3,1
1999	0,29	0,6
2000	-0,03	0,7
2001	0,08	1,8
2002	-0,06	1,8
2003	0,27	1,6
2004	0,27	3,4
2005	0,67	3,5
2006	1,55	6,25

المصدر: الجدول من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجداول (5-1)، (5-7).

المطلب الرابع: حساب الارتباط البسيط بين متوسط العائد على أسهم كل قطاع و معدلات التضخم

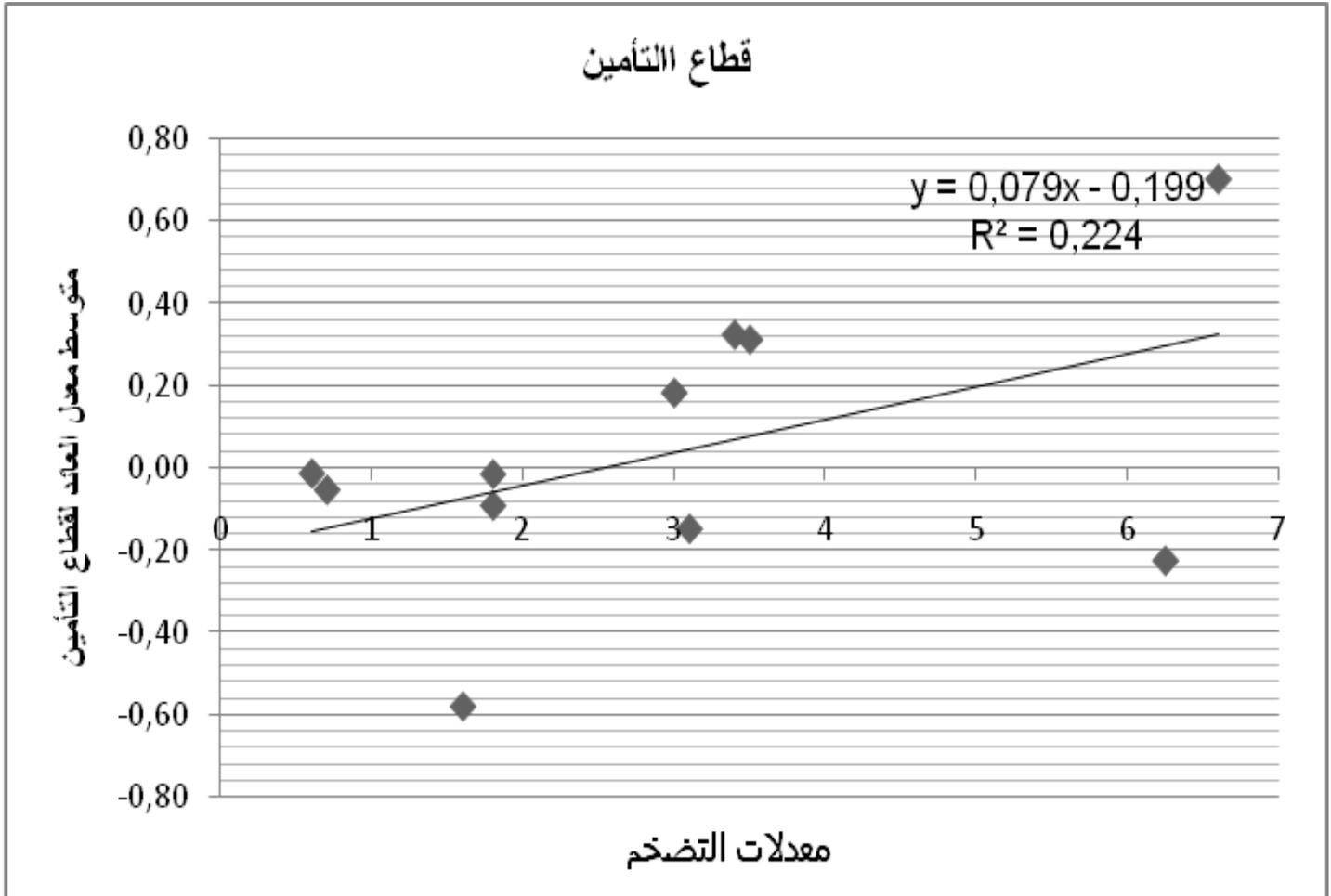
تسبق مرحلة الارتباط البسيط بين متغيرين مرحلة في غاية الأهمية و هي إيجاد شكل الانتشار للمتغيرات المكونة للظاهرة المدروسة:

1 شكل الانتشار: تعتبر هذه المرحلة مهمة جدا في توفيق أنسب منحنى بياني للظاهرة المدروسة و يتم ذلك عن طريق تقييد قيم المتغير (X_t) الذي يمثل معدلات التضخم على محور السينات، في حين يخصص محور العيانات لتمثيل المتغير (Y_t) و هو متوسطات العائد على الأسهم لكل قطاع، ثم نحدد نقاط التقاطع $(X_t - Y_t)$ التي تمثل إحداثيات المفردات المكونة للظاهرة، فإذا كان الشكل العام لهذه النقاط يتجه لأعلى يمكن القول بأن الظاهرة التي تجمع بين المتغيرين (X_t) و (Y_t) هي علاقة طردية و العكس إذا كان شكل الانتشار يتجه إلى أسفل. أما إذا لم يوجد اتجاه واضح يجمع بين البيانات يقال أنه لا يوجد أي ارتباط بين المتغيرين و كلما كان انتشار النقاط قريبا من الخط المستقيم كلما زادت شدة الارتباط، و كلما تشتت النقاط دلّ ذلك على ضعف الارتباط.

و في هذه الدراسة تم إنجاز المنحنيات البيانية (2-5) و (3-5) و (4-5) للدلالة على شكل الانتشار لمتوسطات عوائد كل من قطاع التأمين و الصناعة و الخدمات و معدلات التضخم، و ذلك بناءً على معلومات الجداول (8-5) و (9-5) و (10-5).

الشكل (2-5)

انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد لشركات التأمين ومعدلات التضخم

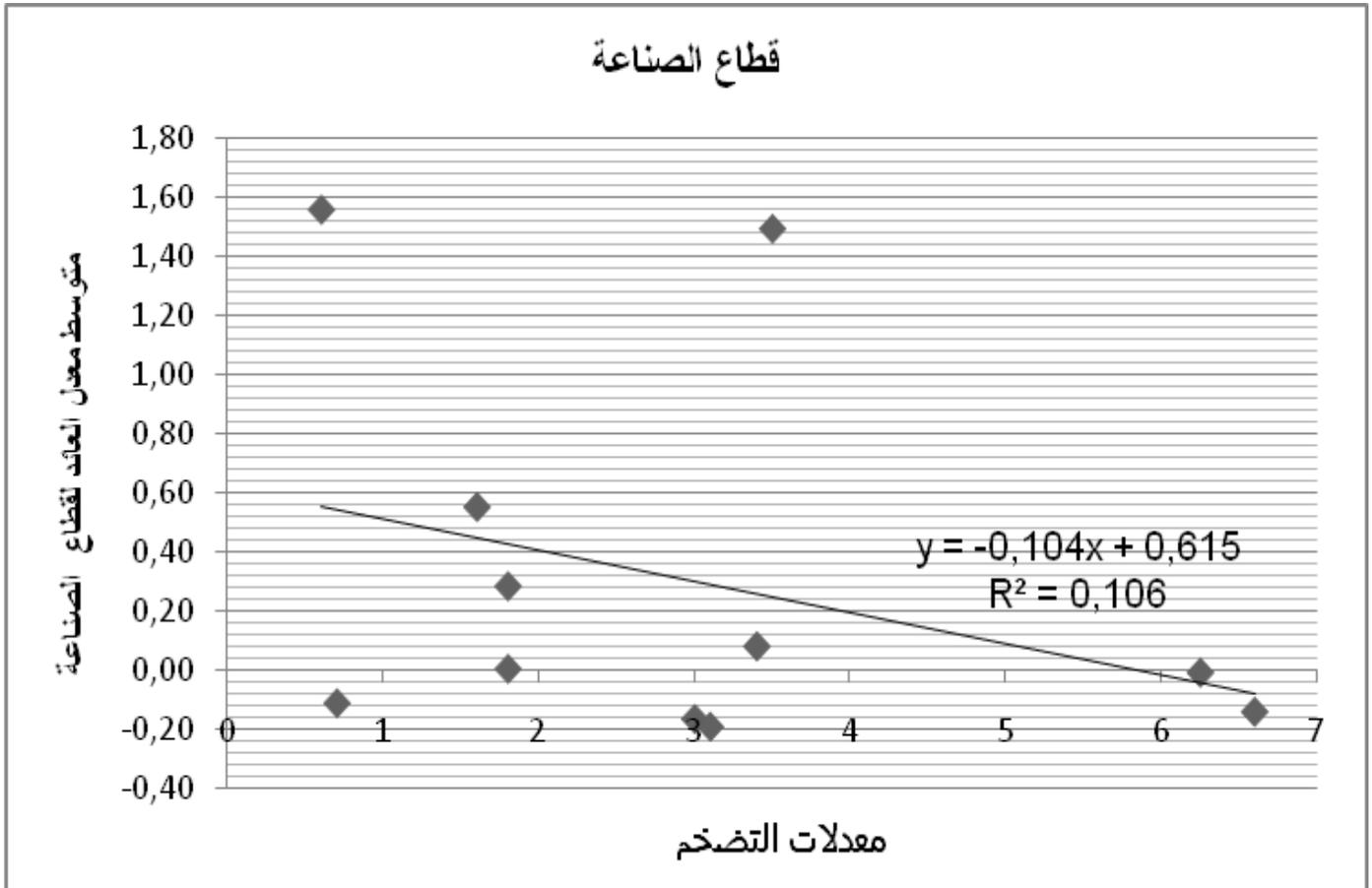


المصدر: المنحنى من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (5-8)

يظهر شكل الانتشار بعض التقارب في النقاط وهو الدليل على أن العلاقة التي تربط بين عوائد شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان ومعدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1996-2006 متوسطة القوة. أما شكل الانتشار فهو يتجه إلى أعلى وهذا يدل على أن هذه العلاقة طردية.

الشكل (5-3)

انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد لشركات الصناعة ومعدلات التضخم

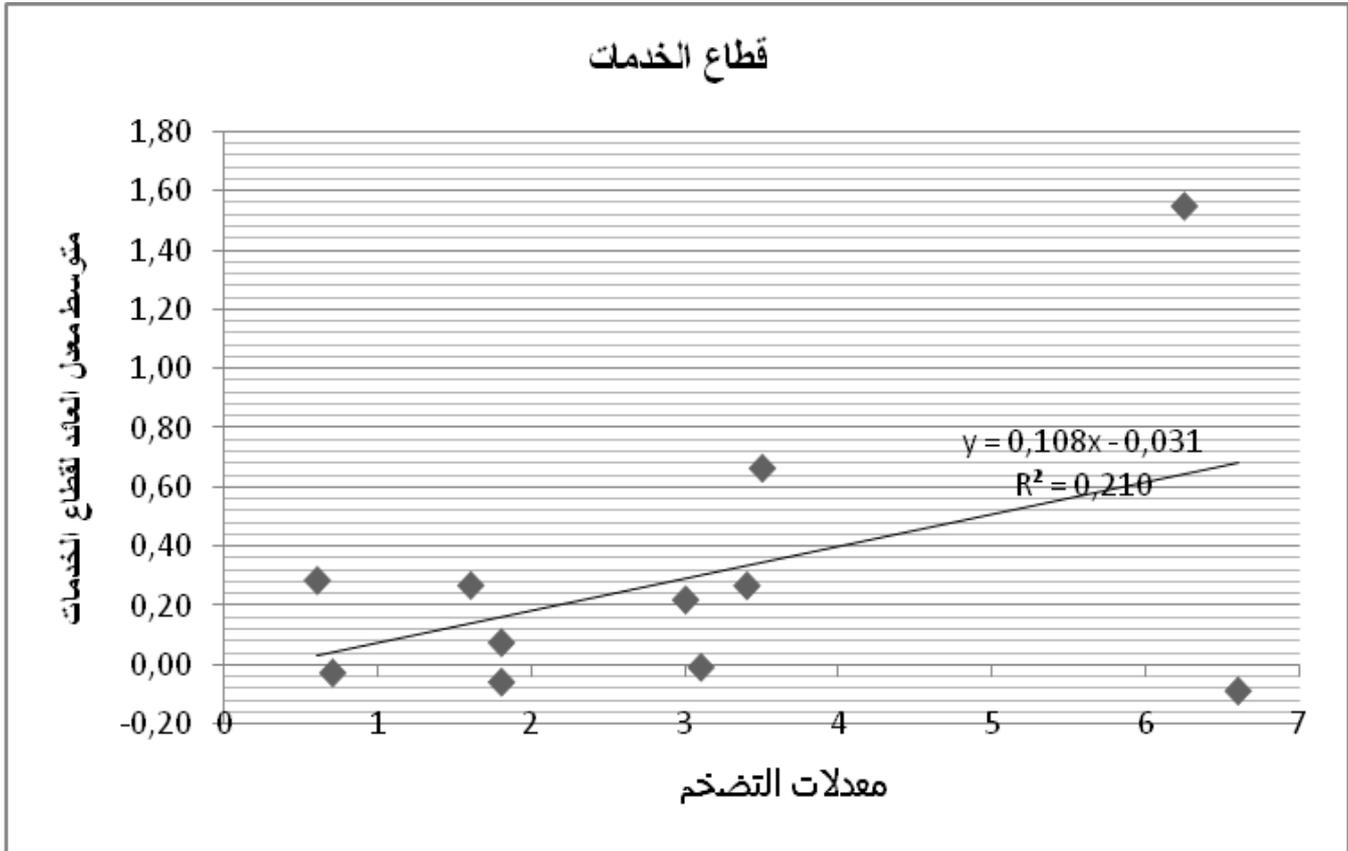


المصدر: المنحنى من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (5-9)

يظهر شكل الانتشار تشتت كبير في النقاط وهو الدليل على ضعف العلاقة التي تربط بين عوائد شركات الصناعة المدرجة في بورصة عمان ومعدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1996-2006. كما أن المنحنى الموفق لشكل الانتشار يدل على وجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين.

الشكل (4-5)

انتشار الإحداثيات الممثلة لمتوسط العائد لشركات الخدمات ومعدلات التضخم



المصدر: المنحنى من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (5-10)

يظهر شكل الانتشار بعض التقارب في النقاط وهو الدليل على أن العلاقة التي تربط بين عوائد شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان ومعدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1996-2006 متوسطة القوة. أما شكل الانتشار فهو يتجه إلى أعلى وهذا يدل على أن هذه العلاقة طردية.

2- معامل الارتباط لبيرسون

يمكن قياس الارتباط من تحديد طبيعة العلاقة بين متغيرين، شدتها و اتجاهها، و هو عبارة عن قيمة تقع بين (1- و 1+) و كلما كانت القيمة قريبة من الواحد كان الارتباط قويا و كلما كانت القيمة قريبة من الصفر كان الارتباط ضعيفا. أما إذا كانت القيمة موجبة فهذا دليل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، و إذا كانت القيمة سالبة فإن هذه العلاقة عكسية. و يعطى معامل الارتباط لبيرسون بالعلاقة التالية:

$$R = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x_i - \bar{x})^2 \sum (y_i - \bar{y})^2}}$$

المعادلة (3-5)

2 تعليقات و نتائج

- دلت معادلة الانحدار و معامل الارتباط بالنسبة لقطاع التأمين على وجود علاقة طردية بين معدلات العائد التاريخي و معدلات التضخم.

$$y = 0,079x - 0,199$$

المعادلة (3-5)

حيث كانت المعلمة a موجبة و هذا دليل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، غير أن قيمة معامل الارتباط $R=0,473$ متوسطة و هذا دليل على أن العلاقة بين معدلات التضخم و عوائد أسهم الشركات العاملة بقطاع التأمين متوسطة الشدة، و تعتبر هذه الأخيرة من أكثر الشركات حساسية تجاه أسعار الفائدة حيث يفترض أن تسجل أداءً سلبيا في فترات ارتفاع معدلات التضخم التي ترافقها ارتفاع أسعار الفائدة و ذلك نتيجة إجراءات السياسة النقدية. و يؤثر هذا الارتفاع على أسعار أسهم كل الصناعات الناشطة بالاقتصاد حيث يتدهور أداءها و تتجه أسعارها نحو الانخفاض نتيجة العلاقة السلبية التي تربط معدلات الفائدة بأسعار الأوراق المالية، هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن قطاع التأمين يعتبر من أكثر القطاعات حساسية تجاه التقلبات في سعر الفائدة، و على الرغم من ذلك فنتائج هذه الدراسة تظهر وجود علاقة طردية بين المتغيرين. كما أن معدل العائد كان في أعلى مستوى حيث بلغ 0,70 عام 1996 أين كان معدل التضخم في أقصى حدوده فوصلت قيمته إلى 6,6. في حين بلغ معدل العائد أدنى مستوياته 0,01 - عندما كان التضخم في أدنى

مستوياته 0,6. و هذه النتائج معاكسة تماما للنتائج التي وصل إليها تحليل فاما، كما أن شركات هذا القطاع توفر بعض الحماية من مخاطر التضخم كما أنها تمثل أداة تحوط جزئي في فترات التضخم . الملاحظ في قطاع الصناعة هو أن معدلات العائد للشركات العاملة في هذا القطاع تظهر ارتباطا سالباً مع معدلات التضخم. حيث كانت معادلة الانحدار كالتالي:

$$y = -0,104x + 0,615 \quad \text{المعادلة (4-5)}$$

و ذلك لان قيمة المعلمة a سالبة و هذا دليل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. حيث أن هذه النتيجة تتماشى تماما مع ما توصلت إليه دراسة فاما، حيث أن أسعار الأسهم و عوائدها ترتبط ارتباطاً طردياً بالمتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الإنتاج و الاستثمار، أما معدل التضخم فيرتبط بها سلباً و بالتالي حسب تحليل فاما فان وجود علاقة عكسية بين معدلات العائد لأسهم قطاع الصناعة و معدلات التضخم أمر عادي و منطقي جداً. و بذلك فهي تخالف التحليل الذي قدمه ليفلر حول إمكانية استخدام أسهم الشركات الصناعية و التجارية للتحوط من مخاطر انخفاض القيمة بسبب التضخم، و ذلك لان هذه الشركات تستفيد من ارتفاع أسعار منتجاتها خلال هذه الفترات. أما قيمة معامل الارتباط $R = - 0,325$ فهي صغيرة وهي دليل على ضعف الارتباط بين عوائد أسهم الشركات الصناعية ومعدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 2006 - 1996.

▪ إن العلاقة التي تربط عوائد الشركات التابعة لقطاع الخدمات بمعدلات التضخم علاقة طردية حيث كانت معادلة الانحدار

$$y = 0,108x - 0,031 \quad \text{المعادلة (5-5)}$$

و قيمة المعلمة a موجبة و هذه النتيجة مخالفة للتحليل الذي قامت عليه فرضية فاما. أما معامل الارتباط $R = 0,458$ فقيمته دليل على أن العلاقة بين المتغيرين متوسطة القوة، و عليه يمكن استخدام أسهم الشركات الخدمية للتحوط من مخاطر التضخم في الأردن. إن كل هذه النتائج متعلقة ببورصة عمان و معدلات التضخم في الأردن للفترة 2006-1996 و لا يمكن تعميمها على أي من الأسواق العربية الأخرى أو فترات زمنية أخرى.

خلاصة

جاءت دراسة الحالة التي خصص لها هذا الفصل معتمدة على دراسة الاقتصادي الأمريكي فاما وذلك لتحليل الارتباط بين العوائد التاريخية لأسهم مجموعة من الشركات المدرجة في السوق الأول من بورصة عمان ومعدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1996-2006 وقد أظهرت المنحنيات البيانية لشكل الانتشار و معامل الارتباط أن العلاقة بين المتغيرين قريبة من المتوسط إجمالاً. و بالتالي فان التضخم يؤثر على عوائد الأسهم التاريخية لكل من قطاع التأمين ، الصناعة ، الخدمات خلال هذه الفترة. و هذه النتائج معاكسة لنتائج الأعمال التي قام بها فاما لأن هذه العلاقة كانت طردية في قطاع التأمين والخدمات، ولكنها عكسية بالنسبة لقطاع الصناعة وبذلك فان شركات قطاع الصناعة لا يمكن أن تمثل حماية من مخاطر انخفاض قيمة الدخول الحقيقية الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم وهذه النتيجة مخالفة لما وصلت له أعمال ليفلر.

خاتمة

إن دراسة و تحليل آلية التأثير و العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية و أسعار الأسهم من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في الأسواق المالية و أسواق الأسهم و من ثم الاقتصاد ككل.

احتلت ظاهرة التضخم مكانة هامة في الدراسات التي كان موضوعها أسعار الأسهم و عوائدها، وذلك بسبب تأثير هذه الظاهرة السلبي على الدخل و العوائد الثابتة، لذلك سادت الفكرة القائلة بان الأسهم العادية تعتبر وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم، وقد كانت معادلة فيشر حول العلاقة العكسية بين معدلات التضخم و أسعار الفائدة الحقيقية، إضافة إلى اثر فيشر المعمم حول العلاقة الطردية بين معدلات التضخم و عوائد الأسهم، الأساس في العديد من الدراسات و الأبحاث التي اعتمدت المنهج الإحصائي لتحديد طبيعة العلاقة التي تربط معدلات العائد على الأسهم بمعدلات التضخم و شدتها بالاعتماد على تحليل الارتباط البسيط بين هاذين المتغيرين، و كان الغرض منها وضع إستراتيجية فعالة للاستثمار في الأوراق المالية خلال الفترات التي تتميز بارتفاع معدلات التضخم.

على ضوء ما ورد في هذه الدراسات يمكن القول بأن العلاقة التي تربط معدلات العائد على الأسهم بمعدلات التضخم داخل نفس الاقتصاد ليست قوية، و هذا ما توصلت إليه كل الأعمال التي اعتمدت على فرضية فيشر القائلة بوجود علاقة طردية بين معدل التضخم و العائد الحقيقي على الأسهم، بل أن القسم الأكبر من هذه الأعمال توصل إلى أن الأسهم لا يمكن أن تكون أداة تحوط - كامل أو جزئي - من مخاطر التضخم، والمثير للانتباه هو أن هذه الدراسات التي عارضت فرضية فيشر بل و أظهرت نتائجها وجود علاقة عكسية بين التضخم و عوائد الأسهم قد بدأت منذ نهاية عقد الستينات و بالأخص في عقد السبعينات الذي شهد موجات تضخمية كبيرة في الاقتصاديات الرأس مالية و منها الولايات المتحدة الأمريكية؛ غير أن قسم آخر من الباحثين توصلوا من خلال الأبحاث التي قاموا بها إلى إثبات علاقة طردية لعوائد الأسهم الخاصة بالشركات الصناعية و معدلات التضخم، واعتبروا هذه النتائج منطقية لان هذا الصنف من الشركات تحديدا تستفيد من ارتفاع الأسعار في الفترات التضخمية عند قيامها بتصريف مخزونها من السلع أو عند إنتاجها اعتمادا على مواد أولية قامت باقتنائها قبل ارتفاع الأسعار؛ و على الرغم من ذلك فان هذه العلاقة "الطردية" ضعيفة جدا.

أما هذا العمل الذي خصص لدراسة العلاقة بين هذين المتغيرين داخل اقتصاد عربي وهو الاقتصاد الأردني فقد كانت نتائجه مختلفة عن الدراسات التي سبقته، ويمكن عرض هذه النتائج من خلال النقاط التالية:

النتائج و المقترحات:

- أظهرت دراسة الارتباط بين متوسط عوائد أسهم قطاع التأمين و معدلات التضخم في الأردن وجود علاقة طردية متوسطة القوة، وهذا يعني أن أسهم شركات التأمين الأردنية يمكن أن توفر للمستثمر نوع من الحماية تجاه مخاطر انخفاض قيمة العائد الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم. خاصةً و أن هذه العلاقة كانت طردية، و في المقابل فإن اعتماد منهج التحليل الأساسي يؤكد أن الشركات العاملة بقطاع التأمين من أكثر الشركات حساسية تجاه أسعار الفائدة، و ذلك بسبب طبيعة نشاطها من جهة، و من جهة أخرى لأن الارتفاع في أسعار الفائدة الذي يرافق ارتفاع معدلات التضخم (نتيجة إجراءات السياسة النقدية) يؤثر سلبي على عوائد كل الأوراق المالية المتداولة في البورصات و ذلك لسببين؛ الأول هو أن معدل الفائدة يمثل سعر الخصم الذي يعتمده المستثمرون لحساب القيمة الحالية للأوراق المالية. أما السبب الثاني فهو أن الارتفاع في أسعار الفائدة يمثل توظيفاً جيداً للأموال و هو بذلك ينافس الأوراق المالية على أموال المستثمرين. و النتيجة النهائية في كلتا الحالتين هي انخفاض أسعار الأوراق المالية. و على الرغم من ذلك فإن نتائج هذه الدراسة تدل على أن أسهم شركات قطاع التأمين تمثل أداة للتحوط الجزئي في فترات التضخم في الأردن.

- كان ارتباط عوائد أسهم قطاع الصناعة سالبا مع معدلات التضخم وهذا دليل على وجود علاقة عكسية ، لذلك فإن أسهم هذا القطاع في بورصة عمان لا تشكل أي حماية من مخاطر التضخم بل العكس؛ حيث أنها تستجيب للارتفاع في معدلات التضخم بنفس طريقة استجابة الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة (سندات و أسهم ممتازة) و هذه النتيجة مخالفة تماماً لنتائج مجموعة كبيرة من الدراسات، على رأسها دراسة ليفلر على سوق الأوراق المالية الأمريكية التي أكدت أن أسهم الشركات الصناعية و التجارية أحسن وسيلة للتحوط من مخاطر التضخم، أما التفسير المقدم لهذه النتائج هو قدرة هذه الشركات على تحقيق هامش ربح أعلى عند ارتفاع أسعار منتجاتها (بسبب التضخم) و ذلك عند بيع مخزونها السلعي الذي كونه قبل ارتفاع أسعار المواد الأولية. و مع ذلك فهذه النتيجة توافق ما وصلت إليه فرضية فاما.

- أظهرت عوائد أسهم شركات قطاع الخدمات استجابة موجبة للتغير في معدلات التضخم وهذا دليل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين؛ كما أن قيمة معامل الارتباط المتوسطة تدل على أن أسهم هذه الشركات يمكن أن تكون أداة للتحوط من مخاطر التضخم.

- النتائج التي وصلت لها هذه الدراسة لم تتطابق تماماً مع نتائج دراسة فاما الذي أكد من خلال أعماله على وجود علاقة عكسية قوية بين التضخم و عوائد الأسهم.

- أظهرت هذه الدراسة انه لا يمكن الاعتماد على أسهم الشركات العاملة في قطاع الصناعة عند

بناء استراتيجيات للاستثمار خلال فترات التضخم وهذا في بورصة عمان خلال الفترة 1996-2006.

- اظهر معامل الارتباط العلاقة بين عوائد أسهم كل من قطاعات التأمين الصناعة الخدمات

المرجعة في بورصة عمان و معدل التضخم متوسطة القوة، سواء كانت هذه العلاقة طردية أو عكسية.

-الاعتماد على الأسهم وحدها للتحوط ضد مخاطر التضخم ليس مجديا لان كل الدراسات التطبيقية حول اثر فيشر أظهرت ضعف الارتباط بين العائد و التضخم؛ وعلى الرغم من ذلك فالأسهم أظهرت قدرة اكبر على مقاومة مخاطر تآكل الدخل، على عكس الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة.

- افتراض وجود علاقة عكسية بين عوائد الأسهم و معدلات التضخم لم يتحقق في بورصة عمان، حيث اظهر قطاع التامين و الخدمات وجود علاقة طردية بين المتغيرين.

- افتراض كون أسهم الشركات الصناعية و التجارية تبدي مقاومة اكبر تجاه مخاطر انخفاض قيمة الدخل (كما جاءت به دراسة ليفلر) لم يتحقق في بورصة عمان، حيث كان قطاع الصناعة وحده يظهر علاقة عكسية مع معدلات التضخم و إن كانت ضعيفة.

على غرار الدراسات السابقة، جاء هذا العمل ليدرس اثر التغير في معدلات التضخم على عوائد الأسهم، لذلك قمنا بإعداد نموذج للانحدار البسيط بين المتغيرين، غير انه توجد مجموعة لا متناهية من العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم (استنادا إلى مدخل التحليل الأساسي) لذلك يمكن وضع نموذج للانحدار المتعدد يشمل على الأقل كل المتغيرات الكلية: معدلات التضخم العرض النقدي، معدلات الضريبة،معدلات النمو الاقتصادي، أسعار الفائدة، لمحاولة تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، و التي يمكن أن تكون مواضيع لدراسات أخرى.



قائمة المراجع

1- الكتب:

- 1- جودة، صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2000.
- 2- حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 3- حماد طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 4- الحمزاوي، محمد كمال الخليل، اقتصاديات الائتمان المصرفي، الطبعة الثانية، منشآت المعادن، الإسكندرية، 2003.
- 5- حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 6- حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 7- حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 8- حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، 2002.
- 9- الخضيرى، محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2001.
- 10- خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006.
- 11- الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق- بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، 2005.
- 12- الزغبى، هيثم محمد، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2000.
- 13- زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية موقعها من السوق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000.
- 14- السيسى، صلاح الدين حسن، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات بين النظرية والتطبيق، دار الفكر العربي، القاهرة، 2003.
- 15- شمعون، شمعون، البورصة بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.
- 16- شيحة، مصطفى رشدي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة، بيروت، 2005.
- 17- صادق، مدحت، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للنشر، القاهرة، 2001.
- 18- عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية مركز القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998.

- 19- عطون، مروان، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 20- عوض الله، زينب، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، 2003.
- 21- قرياقص، رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 22- كراجة، عبد الحكيم، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار الصفاء، الإسكندرية، 2006.
- 23- مجيد ضياء، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 24- مجيد، ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001.
- 25- مكيد، علي، الاقتصاد القياسي، دروس و مسائل، ديوان المطبوعات الجامعية، 2007.
- 26- الهانسي، مختار محمود، مقدمة في طرق القياس الإحصائي، الدار الجامعية، بيروت، 1999.
- 27- هندي، منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 28- هندي ، منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية، 1999. B.
- 29- هندي ، منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999. A
- 30- يوسف، ريمون فرحات، المصارف الإسلامية، منشورات حلب الحقوقية، حلب، 2004.
- 31- Béchu, Thierry, Bertrand, Eric, L'analyse technique pratiques et méthodes, 5^{ème} édition, economico, paris.
- 32- Hamadouche, Ahmed, Méthodes et outils d'analyse stratégique, Les éditions chihab, 1997.
- 33- Hutin, Herve, la gestion Financière, éditions d'organisation, paris, 2000.
- 34- Jacquillat, Bertrand, Solinque, Bruno, Marchés financiers ; gestion de porte feuilles et des risques, 4^{ème} édition, édition Dunod, paris, 2002.
- 35- Keiser, Anne Maris, gestion financière, 3^{ème} édition, édition, ESKA, PARIS ,1996.
- 36- Khaldi Khaled, méthodes statistiques, O.P.U, 5^{ème} édition, Alger, 2008.
- 37- Porter, Michael, l'avantage concurrentiel, Inter éditions, paris, 1992.
- 38- Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse avec internet, 2^{ème} édition, Vuibert, paris, 2005.
- 39- Vizza Avona, patrice, gestion financière, 9^{ème} édition, Berti édition, Alger, 2004.

رسائل وأطروحات غير منشورة:

- 1- درواسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر : 1990-2004، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.

مواقع إلكترونية:

- 1- Kuttner, Kenneth, « Snapshot of inflation targeting into adolescence », 2004, <http://www.rba.gov.au/publications and research/conferences/2004/kuttner.pafy.>
- 2- Giomorimo, Ronald, “ la politique de la banque centrale”, 2008, <http://www.bank-banque-l'inflation et les cours des actions, canada.Ca/Fr/conference.com>
- 3- Firth, Michael, « The relation ship between stock market and of inflation » Jun 1979, <http://www.of ajof.org/journal of fiance/brouse.asp.>
- 4- Amman stock Exchange, 2009, <http://www.ase.com.jce/index.php.>
- 5- Central Bank of Jordan, 2009, <http://www.cbj.gov.jce/pages.php>
- 6- Wlater, christion, une histoire du concept d'efficience sur les marches financiers. In : annales, Histoire, sciences sociales, 511 année, N.4, 1996, pp.873-905<http://www.presse.fr/wed secues/home/prescript/art.>
- 7- Ambler, Steve, l'efficience des marchés financiers, 2007 <http://www.er.u4am.Ca/nobel/r/efficien.pdf>
- 8- <http://www.arabstockexchange.org/uase/user/page id=5>
- 9-مدانات، متري، سياسات التسعير والحماية الاجتماعية في الأردن، 2008، <http://euromedina.org/bibliotheque-ficheirs/2008EEconsultation-Madanat-AR.pdf2009>

قوانين و مراسيم:

- 1- قانون الأوراق المالية، قانون مؤقت رقم (76) لسنة 2002، الأردن.

الملحق رقم (1)

الميزانية المحاسبية حسب المخطط المحاسبي الوطني

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	01- الأموال الخاصة 10- أموال جماعية 11- أموال خاصة 12- مكافآت الحصص 13- احتياطات 14- مساعدة الاستثمارات 15- فروق إعادة التقييم 17- حسابات وسيطة بين الوحدات 18- نتائج رهن التخصيص 19- مؤونات التكاليف والخسائر.		02- الاستثمارات 20- المصاريف التمهيدية 21- القيم المعنوية 22- الأراضي 24- تجهيزات الإنتاج 25- تجهيزات اجتماعية 28- استثمارات قيد التنفيذ 29- إهلاك الاستثمارات
	المجموع 1		المجموع 2
	5- الديون 50- حسابات الأصول الدائنة 52- ديون المخزون 54- محجوزات للغير 55- دائنو الشركاء والشركات الحليفة 56- ديون الاستغلال 58- ديون مالية		03- المخزون 30- البضاعة 31- مواد ولوازم 33- منتجات نصف تامة 34- منتجات وأعمال قيد الإنجاز 35- منتجات تامة 36- فضلات ومهملات 37- مخزون خارجي 39- مؤن انخفاض قيمة المخزون
	المجموع 5		المجموع 3
			04- المدينون 40- حسابات الخصوم المدينة 42- مدينو الاستثمارات 43- مدينو الاستغلال 44- مدينو الشركاء والشركات الحليفة 45- تسبيقات على الحساب 46- تسبيقات الإستغلال 47- عملاء 48- نقدية 49- مؤن انخفاض قيمة المدينون
			المجموع 4
	المجموع		المجموع

الملحق رقم (2)

نموذج جدول حسابات النتائج حسب المخطط المحاسبي الوطني

رقم الحسابات	بيان الحسابات	المدين	الدائن
70	المبيعات		×
60	البضاعة المستهلكة	×	
80	الهامش الإجمالي		
80	الهامش الاجمالي		×
71	إنتاج مباع		×
72	إنتاج مخزون		×
73	إنتاج المؤسسة لاستخدام الذاتي		×
74	أداء الخدمات		×
75	تحويل تكاليف الإنتاج		×
61	مواد ولوازم مستهلك	×	
62	خدمات	×	
81	القيمة المضافة		
81	القيمة المضافة		×
77	نواتج مختلفة		×
78	تحويل تكاليف الاستغلال	×	
63	مصاريف المستخدمين	×	
64	رسوم وضرائب	×	
65	مصاريف مالية	×	
66	مصاريف متنوعة	×	
68	مخصصات المئونات والاهتلاكات	×	
83	نتيجة الاستغلال		
79	منتوجات خارج الاستغلال		
69	مصاريف خارج الاستغلال		
84	نتيجة خارج الاستغلال		
83	نتيجة الاستغلال		
84	نتيجة خارج الاستغلال		
880	النتيجة الإجمالية للسنة المالية		
880	النتيجة الإجمالية للسنة المالية		
889	ضريبة على للأرباح		
88	نتيجة السنة المالية		

الملحق رقم (3)
السوق الثاني

قطاع البنوك

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
113023	ARBK	البنك العربي	البنك العربي
111001	JOIB	البنك الاسلامي الأردني	البنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار
111002	JOKB	الأردني الكويتي	البنك الاردني الكويتي
111003	JOGB	البنك التجاري الأردني	البنك التجاري الأردني
111004	THBK	بنك الاسكان	بنك الاسكان للتجارة والتمويل
111005	AJIB	بنك الاستثمار العربي	بنك الاستثمار العربي الاردني
111006	INDV	بنك الانماء الصناعي	بنك الانماء الصناعي
111007	UBSI	بنك الاتحاد	بنك الاتحاد
111009	ABCO	بنك المؤسسة العربية	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الاردن
111014	JIFB	الاردني للاستثمار	البنك الاردني للاستثمار والتمويل
111017	EXFB	بنك المال	بنك المال الأردني
111020	MEIB	بنك سوسيته جنرال الأردن	بنك سوسيته جنرال الأردن
111021	CABK	بنك القاهرة عمان	بنك القاهرة عمان
111022	BOJX	بنك الاردن	بنك الاردن
111033	JONB	البنك الاهلي	البنك الاهلي الاردني

قطاع التأمين

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
121002	MEIN	الشرق الاوسط للتأمين	الشرق الاوسط للتأمين
121008	UNIN	المتحدة للتأمين	المتحدة للتأمين
121010	HOLI	الاراضي المقدسة	الاراضي المقدسة للتأمين
121017	ARIN	العرب للتأمين	العرب للتأمين على الحياة والحوادث
121020	AIUI	الاتحاد العربي	الاتحاد العربي الدولي للتأمين
121021	NAAI	التأمين الوطنية	التأمين الوطنية
121022	JJJC	الاردن الدولية للتأمين	الاردن الدولية للتأمين
121024	AGICC	الالمانية للتأمين	العربية الالمانية للتأمين
121025	TIIC	التأمين الاسلامية	التأمين الاسلامية
121026	ARAS	الضامنون العرب	الضامنون العرب

قطاع الخدمات

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
111027	BAMB	بيتنا	بيت المال للادخار والاستثمار للاسكان
131002	ABMS	البلاد الطبية	البلاد للخدمات الطبية
131004	JOEP	الكهرباء الاردنية	الكهرباء الاردنية
131005	AIHO	العربية الدولية للفنادق	العربية الدولية للفنادق
131010	IREL	كهرباء اردن	كهرباء محافظة اردن
131011	VFED	الشامخة العقارية	الشركة الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية
131012	SHIP	الخطوط البحرية	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية
131013	PRES	الرأي	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي
131017	REIN	الأردن دبي للأملك	الأردن دبي للأملك
131018	NPSC	المحفظة الوطنية	المحفظة الوطنية للاوراق المالية
131019	MERM	التجمعات للمشاريع السياحية	التجمعات للمشاريع السياحية
131023	JITC	المركز الاردني	المركز الاردني للتجارة الدولية
131025	JEIH	الاستثمارية القابضة	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
131030	JOPP	الدستور	الأردنية للصحافة والنشر /الدستور
131034	SITT	السلام للنقل	السلام الدولية للنقل والتجارة
131039	JOIT	الثقة للاستثمارات	الثقة للاستثمارات الأردنية
131051	ZEIC	الزرقاء للتعليم	الزرقاء للتعليم والاستثمار
131052	AIEI	الدولية للتعليم	العربية الدولية للتعليم والاستثمار
131062	JOTF	التسهيلات التجارية	التسهيلات التجارية الأردنية
131064	ABLA	الأهلية للمشاريع	الأهلية للمشاريع
131066	UNIF	الموحدة للنقل	الموحدة للنقل والخدمات اللوجستية
131069	UINV	الاتحاد للاستثمارات	الاتحاد للاستثمارات المالية
131071	JLGC	ضمان القروض	الأردنية لضمان القروض
131073	ULDC	تطوير الأراضي	الاتحاد لتطوير الأراضي
131076	JNTH	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	التجمعات لخدمات التغذية والإسكان
131077	SPIC	التجمعات الاستثمارية	التجمعات الاستثمارية المتخصصة
131079	UAIC	المستثمرون المتحدون	المستثمرون العرب المتحدون
131080	JETT	النقلات السياحية/جت	النقلات السياحية الأردنية /جت
131081	SPTI	المتخصصة للتجارة	المتخصصة للتجارة والاستثمارات
131082	AEIV	شرق عربي للاستثمارات	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية
131086	SIJC	الاستثمارات المتخصصة	الأردنية للاستثمارات المتخصصة
131087	REDV	تطوير العقارات	تطوير العقارات
131088	FIFS	الصقر للاستثمارات	الصقر للاستثمارات والخدمات المالية
131089	AAFI	الأمين للاستثمار	الأمين للاستثمار
131090	UCFI	المتحدة المالية	المتحدة للاستثمارات المالية
131092	ARED	عرب كورب	العرب للتممية العقارية
131093	ITSC	مدارس الاتحاد	مدارس الاتحاد
131096	JOCE	الأردنية المركزية	الشركة الأردنية المركزية
131097	CEIG	العصر للاستثمار	مجموعة العصر للاستثمار
131098	MALL	الدولية للفنادق والاسواق	الدولية للفنادق والاسواق التجارية
131206	JTEL	الاتصالات الأردنية	الاتصالات الأردنية

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
131208	NAQL	المقايضة للنقل	المقايضة للنقل والاستثمار
131213	RJAL	الملكية الأردنية	عالية - الخطوط الجوية الملكية الأردنية
131218	REAL	الشرق العربي العقارية	الشرق العربي للإستثمارات العقارية
131221	PEDC	البتراء للتعليم	البتراء للتعليم
131224	IBFM	العالمية للوساطة	العالمية للوساطة والأسواق المالية
131225	INMA	الانماء العربية	الانماء العربية للتجارة والاستثمارات العالمية
131226	INVH	بيت الاستثمار	بيت الاستثمار للخدمات المالية
131227	AMWL	أموال انفست	أموال انفست
131229	JRCD	العقارية الأردنية	العقارية الأردنية للتنمية
131231	AMAL	الأمل للاستثمارات	الأمل للاستثمارات المالية
131232	CEBC	الفارس الوطنية	الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير
131234	AMAD	عمد للاستثمار	عمد للاستثمار والتنمية العقارية
131236	IHCO	الاحداثيات العقارية	الاحداثيات العقارية
131237	EMAR	اعمار للتطوير العقاري	اعمار للتطوير والاستثمار العقاري
131241	COHO	المعاصرون	المعاصرون للمشاريع الاسكانية
141021	ICMI	الدولية الطبية	الدولية للاستثمارات الطبية

قطاع الصناعة

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
142041	JOPT	مصفاة الاردن /جوبترول	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول
141004	JODA	الألبان الأردنية	الألبان الأردنية
141006	AALU	الألمنيوم/آرال	العربية لصناعة الألمنيوم/آرال
141010	ACDT	المتصدرة	المتصدرة للأعمال والمشاريع
141011	NAST	الصلب	الوطنية لصناعة الصلب
141012	DADI	دار الدواء	دار الدواء للتنمية والاستثمار
141014	JOWM	الآجواخ الأردنية	مصانع الآجواخ الأردنية
141015	JOCF	الخزف الأردنية	مصانع الخزف الأردنية
141018	JOPH	الفوسفات	مناجم الفوسفات الأردنية
141019	JOPI	الأنابيب الأردنية	الأردنية لصناعة الأنابيب
141023	APHC	المركز العربي /دوائي	المركز العربي للصناعات الدوائية
141027	UNIC	العالمية الكيماوية	العالمية للصناعات الكيماوية
141031	WOOL	عقاري	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
141038	WOOD	جوايكو	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
141039	WIRE	الوطنية للكوابل	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
141042	JOCM	الاسمنت	مصانع الاسمنت الأردنية
141044	UCVO	القرية	القرية للصناعات الغذائية والزيت النباتية
141048	ITCC	الاقبال للاستثمار	الاقبال للاستثمار
141052	UMIC	العالمية للزيوت	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
141054	NATC	الوطنية للكلورين	الوطنية لصناعة الكلورين
141055	JOIR	الموارد الصناعية	الموارد الصناعية الأردنية
141059	JNCC	الكابلات الحديثة	الكابلات الأردنية الحديثة
141061	ELZA	الزي لصناعة الألبسة	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
141065	RMCC	الباطون الجاهز	الباطون الجاهز والتوريدات الانتشائية
141070	JOST	حديد الأردن	حديد الأردن
141072	AEIN	العربية الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
141073	MPHA	شرق أوسط دوائية	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمياوية والمستلزمات الطبية
141074	UTOB	الاتحاد للسجائر	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
141077	IENG	رم علاء الدين	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
141078	ICER	الصناعات الخزفية	الدولية للصناعات الخزفية
141081	PERL	اللؤلؤة	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
141086	INOH	المتكاملة للمشاريع المتعددة	المتكاملة للمشاريع المتعددة
141091	NATA	الوطنية للالمنيوم	الوطنية لصناعات الالمنيوم
141092	AIFF	الدولية للأغذية	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
141094	NDAR	دار الغذاء	دار الغذاء
141097	MECE	مجمع الشرق الاوسط	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
141098	ASPMM	المواسير المعدنية	العربية لصناعة المواسير المعدنية
141100	EKPC	الاقبال للطباعة	الاقبال للطباعة والتغليف
141106	IDMC	مجمع الضليل	مجمع الضليل الصناعي العقاري
141110	UADI	الاتحاد المتطورة	الاتحاد للصناعات المتطورة
141141	JVOI	الاردنية للزيوت	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
141203	TRAV	ترافكو	الترافرتين
141204	JPHM	الأردنية للأدوية	الأردنية لإنتاج الأدوية
141207	APMC	العربية لصناعة الادوية	العربية لصناعة الادوية

الملحق رقم(4)
السوق الأول

قطاع التأمين

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
121003	AAIN	النسر العربي للتأمين	النسر العربي للتأمين
121004	JOIN	التأمين الاردنية	التأمين الاردنية
121005	GARI	العامة العربية	التأمين العامة العربية
121006	DICL	دلتا للتأمين	دلتا للتأمين
121007	JERY	القدس للتأمين	القدس للتأمين
121009	JOFR	الأردنية الفرنسية	الأردنية الفرنسية للتأمين
121011	YINS	اليرموك للتأمين	اليرموك للتأمين
121012	GERA	جراسا للتأمين	جراسا للتأمين
121013	ARSI	المنارة للتأمين	المنارة للتأمين
121014	AALI	الشرق العربي للتأمين	الشرق العربي للتأمين
121015	OASI	الواحة للتأمين	الواحة للتأمين
121016	JOGI	الخليج للتأمين	الأردن والخليج للتأمين
121018	PHIN	فيلاذلفيا للتأمين	فيلاذلفيا للتأمين
121023	AMMI	العربية الأوروبية	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين
121027	ARGR	المجموعة للتأمين	المجموعة العربية الاردنية للتأمين
121031	ARAI	بركة تكافل	البركة للتكافل
121032	MDGF	ميد غلف - الأردن	المتوسط والخليج للتأمين - الأردن
121033	DRKM	داركم	تأمين القروض السكنية
121034	FINS	الأولى للتأمين	الأولى للتأمين

قطاع الخدمات

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
131235	WIVA	وادي الشتا	وادي الشتا للاستثمارات السياحية
131003	JOHT	الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية
131014	HIMM	الحمة المعدنية	الحمة المعدنية الاردنية
131022	JDFS	الاسواق الحرة	الاسواق الحرة الاردنية
131027	JOMA	الموارد للتنمية والاستثمار	الموارد للتنمية والاستثمار
131033	MEDV	الشرق الاوسط للتنمية	الشرق الاوسط للتنمية والتجارة
131035	MDTR	البحر المتوسط	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية
131055	TRTR	الثقة للنقل	الثقة للنقل الدولي
131060	FTGR	بتلكو الأردن	البحرينية الأردنية للتقنية و الاتصالات
131067	ZARA	زارة للاستثمار	زارة للاستثمار القابضة
131070	AFIN	العربية للاستثمارات	العربية للاستثمارات المالية
131075	APRW	الطباعون العرب	الطباعون العرب
131078	AIPC	الشرق للمشاريع	الشرق للمشاريع الاستثمارية
131083	ALFA	النقل السياحي/الفا	الاردنية للاستثمار والنقل السياحي / الفا
131101	PETT	المحفظة العقارية	المحفظة العقارية الاستثمارية
131104	AMDI	عمان للتنمية	عمان للتنمية والاستثمار
131105	JMRC	اردنية للرهن العقاري	الاردنية لاعادة تمويل الرهن العقاري
131207	CICO	المجموعة الاستشارية	المجموعة الاستشارية الاستثمارية
131211	JPTD	تطوير المشاريع	الأردن لتطوير المشاريع السياحية
131217	IEAI	الصناعية العقارية	شركة المستثمرون والشرق العربي للاستثمارات الصناعية والعقارية
131219	BIND	بندار	بندار للتجارة والإستثمار
131220	AIFE	الإسراء للتعليم	الإسراء للتعليم والإستثمار
131222	PIEC	جامعة فيلادلفيا	فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية
131223	DKHS	الخليبي و اولاده	درويش الخليبي و اولاده
131228	BDIN	أوفتك للاستثمار	مجموعة أوفتك للاستثمار
131230	SECO	الجنوب للإلكترونيات	الجنوب للإلكترونيات

اسم الشركة	الاسم المختصر للشركة	رمز رويترز	الرمز الرقمي
نوبار للتجارة والاستثمار	نوبار للتجارة	NOTI	131238
الاردنية للتعمير المساهمة العامة القابضة	تعمير الاردنية القابضة	TAMR	131239
ميثاق للاستثمارات العقارية	ميثاق	MEET	131240
زهرة الاردن للاستثمارات العقارية والفنادق	زهرة الاردن	ZAH1	131242
مسافات للنقل المتخصص	مسافات للنقل	MSFT	131243
اوتاد للاستثمارات المالية والعقارية	اوتاد للاستثمارات	AWTD	131244
الشرق الاوسط للاستثمارات المتعددة	الشرق الاوسط المتعددة	MEDI	131245
الكفاءة للاستثمارات العقارية	الكفاءة	HIPR	131246
اتحاد المستثمرون العرب للتطوير العقاري	اتحاد المستثمرون	UNAI	131247
شيركو للأوراق المالية	شيركو	SHBC	131248
السنابل الدولية للاستثمارات الاسلامية(القابضة)	السنابل الدولية	SANA	131249
البلاد للأوراق المالية والاستثمار	البلاد للاستثمارات	BLAD	131250
الأولى للتمويل	الأولى للتمويل	FIFI	131251
الاردنية للإدارة والاستثمارات	الاردنية للاستشارات	JOMC	131252
الاردن الدولية للاستثمار	الاردن الدولية للاستثمار	JIIG	131253
الجميل للاستثمارات العامة	الجميل	JMIL	131254
شركة الديرة للاستثمار والتطوير العقاري	ديرة	DERA	131255
المتكاملة للنقل المتعدد	المتكاملة للنقل	ABUS	131256
القصور للمشاريع العقارية	القصور	PRED	131257
المستقبل العربية للاستثمار	المستقبل العربية	FUTR	131258
افاق للاستثمار والتطوير العقاري	افاق	MANR	131259
السالم للاستثمار	السالم	SALM	131260
الركائز للاستثمار	الركائز	RICS	131261
رم للنقل السياحي المتخصص	رم للنقل السياحي	RUMM	131262
التحديث للاستثمارات العقارية	التحديث	THDI	131265
ارض النمو للتطوير والاستثمار العقاري	ارض النمو	ARDN	131266
الكفاءة للاستثمارات المالية والاقتصادية	الكفاءة للاستثمارات	KAFA	131267
تهامة للاستثمارات المالية	تهامة للاستثمارات	THMA	131268
الأردن الأولى للاستثمار	الأردن الأولى	FRST	131269

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
131270	PROF	المهنية	المهنية للاستثمارات العقارية والاسكان
131271	JEDI	أبعاد الاستثمارات	أبعاد الاردن والامارات للاستثمار التجاري
131272	FOOD	النموذجية للمطاعم	النموذجية للمطاعم
131273	DMAC	داماك	داماك للتطوير العقاري الاردنية
131274	DARA	دارات	دارات الاردنية القابضة
131275	SABK	سبائك	سبائك للاستثمار
131280	UGHI	المتحدة القابضة	المجموعة المتحدة القابضة
131281	AMWJ	أمواج العقارية	أمواج العقارية
141117	INTI	الصناعات المتكاملة	الاستثمارات والصناعات المتكاملة

قطاع الصناعات

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
141210	HPIC	الحياة الدوائية	الحياة للصناعات الدوائية
141002	JPPC	تسويق الدواجن	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
141003	APCT	العربية الاستثمارية	العربية للمشاريع الاستثمارية
141005	GENM	تعدينكو	العامة للتعدين
141009	ICAG	الانتاج	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
141017	JOPC	الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية
141020	JOTN	الدباغة	الدباغة الاردنية
141024	AJFM	الجنوب للفلاتر	الجنوب لصناعة الفلاتر
141025	NATI	الصناعات الوطنية	الصناعات الوطنية
141026	JOIC	الصناعات الكيماوية	الصناعات الكيماوية الاردنية
141029	GENI	الاستثمارات العامة	الاستثمارات العامة
141030	RAFI	رافيا الصناعية	رافيا الصناعية للأكياس البلاستيكية
141032	INMJ	جيمكو	الصناعات والكريت الأردنية / جيمكو
141035	SPIN	الغزل والنسيج	الغزل والنسيج الاردنية
141036	ATTA	المتكاملة لتطوير الاراضي والاستثمار	المتكاملة لتطوير الاراضي والاستثمار

الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة
141040	JOSL	السلفوكيماويات	السلفوكيماويات الأردنية
141043	APOT	البوتاس العربية	البوتاس العربية
141045	JOWL	الصوف الصخري	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
141050	AFOO	المستلزمات الطبية	العربية للمستلزمات الطبية والغذائية
141053	KTHR	الكوثر	الكوثر للاستثمار
141056	AIIT	التجارية الدولية	العربية للاستثمار والتجارة الدولية
141058	LIPO	انجاز	انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة
141060	AREN	صناعات هندسية عربية	الصناعات الهندسية العربية
141062	NATT	النسيجية	الوطنية للصناعات النسيجية والبلاستيكية
141063	NMCO	ناميكو	الوطنية للصناعات الهندسية المتعددة/ناميكو
141067	JKAF	الكويتية الزراعية	الأردنية الكويتية للمنتجات الزراعية والغذائية
141069	NAYZ	النيذك	نيذك لصناعة القوالب والمعدات
141075	UNGI	المتحدة الزجاجية	المتحدة للصناعات الزجاجية
141079	ITEX	الدولية للأقمشة	الدولية لإنتاج الأقمشة
141084	NATP	الوطنية للدواجن	الوطنية للدواجن
141095	MFID	العصرية الغذائية	العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
141101	GEIN	العامه الهندسية	العامه للصناعات الهندسية
141103	NAPT	البتترول الوطنية	البتترول الوطنية
141105	AMAN	أمانة الزراعية	أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية
141107	UNTG	المتحدة التكاملية	الشركة المتحدة التكاملية للصناعات المتعددة والاستثمار
141111	JOSS	ملح الصافي	ملح الصافي الأردنية
141119	MIIG	مجموعة الشرق الدولية	مجموعة الشرق الأوسط للاستثمارات الدولية
141130	JMAG	مغنيسيا الاردن	مغنيسيا الأردن
141140	TBCO	التبغ والسجائر	التبغ السجائر الاردنية
141170	SLCA	صناعات السيليكا	الدولية لصناعات السيليكا
141205	FNVO	الأولى للزيوت النباتية	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية
141206	AICG	عافية	عافية العالمية - الأردن
الرمز الرقمي	رمز رويترز	الاسم المختصر للشركة	اسم الشركة

141208	AQRM	القدس الخرسانية	القدس للصناعات الخرسانية
141209	MBED	العربية للمبيدات	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
141211	GLCI	الخرسانه الخفيفه	العامة لصناعة وتسويق الخرسانه الخفيفه
141213	CJCC	الالبسة الاردنية	الالبسة الاردنية
141214	BLOK	باطون لصناعة الطوب	باطون لصناعة الطوب والبلاط المتداخل
141215	UCIC	الكابلات المتحدة	مصانع الكابلات المتحدة
141216	JOSE	الصخر الزيتي	الوطنية لانتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي
141217	IPCH	البتروكيماويات	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
141218	FATI	الفاتحون العرب	الفاتحون العرب للصناعة و التجارة

الملحق رقم(5)
أعضاء بورصة عمان

الرقم	اسم شركة الوساطة	نوع الشركة	رأس المال المدفوع	الحصة السوقية لحجم التعامل
19	العربية للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000	10.2
45	الفارس للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	6,300,000	6.3
16	المتحدة للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	5,000,000	5.7
14	الأمل للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000	5.0
12	التعاون العربي للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	15,600,000	3.8
90	البيت الكوني للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	15,000,000	3.1
67	المالية المال الأردني للاستثمار والوساطة	محدودة المسؤولية	10,000,000	3.0
64	سنابل الخير للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	3.0
42	أمان للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	31,125,000	2.9
57	بيت الاستثمار للخدمات المالية	شركة مساهمة عامة	12,000,000	2.9
35	مجموعة العربي للاستثمار	محدودة المسؤولية	14,000,000	2.5
81	البلاد للأوراق المالية والاستثمار	شركة مساهمة عامة	10,000,000	2.5
49	العالمية للوساطة والأسواق المالية	شركة مساهمة عامة	28,748,407	2.4
77	الأهلي للوساطة المالية	شركة مساهمة خاصة	20,000,000	2.3
8	التنمية للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	5,000,000	2.1
23	الوطنية للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	2.1
48	المغتربين الأردنيين للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	4,000,000	2.1
4	المركز المالي الدولي	محدودة المسؤولية	4,000,000	2.0
22	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000	1.9
86	الأوائل الدولية للأوراق المالية	محدودة المسؤولية	6,935,000	1.6
46	آسيا للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	5,270,000	1.5
50	صاحبات الأعمال لتداول الأوراق المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	1.5
43	الأولى للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	9,297,860	1.4
61	الاستشارات المالية الدولية	محدودة المسؤولية	6,000,000	1.4
39	الإيمان للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	1.3
63	شعاع للتداول والاستثمار	محدودة المسؤولية	2,400,000	1.2
80	الموارد للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	10,000,000	1.1
85	استثمار للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	4,100,000	1.0
54	الأصدقاء للوساطة والاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	4,000,000	1.0
40	والوساطة العربية الأردنية المتحدة للاستثمار المالية	محدودة المسؤولية	2,500,000	1.0
83	الندوة للخدمات المالية والاستثمار	محدودة المسؤولية	2,500,000	1.0
84	اندماج للوساطة المالية	شركة مساهمة خاصة	1,000,000	1.0
7	شبركو للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	12,000,000	0.9
62	دلنا للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	3,470,000	0.9
47	الحكمة للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	2,000,000	0.9

الرقم	اسم شركة الوساطة	نوع الشركة	رأس المال المدفوع	الحصة السوقية لحجم التعامل
66	المالية الأمان للاستثمار وإدارة المحافظ	محدودة المسؤولية	10,000,000	0.8
75	الاتحاد للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	0.8
70	تداول للأسهم والخدمات المالية	محدودة المسؤولية	2,750,000	0.8
87	للاستثمارات الأردنية السعودية الإماراتية المالية	محدودة المسؤولية	2,250,000	0.8
24	الأردن والخليج للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	4,000,000	0.7
36	إمكان للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	4,000,000	0.7
56	أجباد للأوراق المالية	محدودة المسؤولية	1,500,000	0.7
79	المالية نهر الأردن للاستثمار والوساطة	محدودة المسؤولية	916,470	0.7
92	الياسمين للأوراق المالية والاستثمار	محدودة المسؤولية	2,775,000	0.6
41	الشروق للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	2,500,000	0.6
52	المالية الصقر العربي لبيع وشراء الأوراق	محدودة المسؤولية	2,500,000	0.6
55	ابداع للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	2,500,000	0.6
72	النخبة للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	2,500,000	0.6
53	صكوك للاستثمار والوساطة المالية	محدودة المسؤولية	2,280,000	0.6
68	الصفوة للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	2,469,232	0.5
71	السلام للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	2,150,000	0.5
21	عمان للاستثمارات و الأوراق المالية	محدودة المسؤولية	1,500,000	0.5
91	أمنية للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	1,250,000	0.5
38	سلوان للوساطة المالية	شركة مساهمة عامة	1,150,000	0.5
69	الجزيرة للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	1,000,000	0.5
76	النور للاستثمارات المالية	محدودة المسؤولية	860,000	0.5
73	المالية المصرفيون للوساطة و الاستثمارات	محدودة المسؤولية	5,000,000	0.4
60	الوميض للخدمات المالية والاستثمار	محدودة المسؤولية	1,363,972	0.4
65	المالية السهم الدولي للاستثمار والوساطة	محدودة المسؤولية	3,500,000	0.3
6	الاستثمارات المالية للأسهم و السندات	محدودة المسؤولية	750,000	0.3
82	تفوق للاستثمارات المالية	شركة مساهمة خاصة	3,500,000	0.2
78	سوسيتيه جنرال-الأردن للوساطة المالية	محدودة المسؤولية	750,000	0.2
25	بنك الانماء الصناعي	شركة مساهمة عامة	24,000,000	0.1
44	الرضا للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	5,000,000	0.1
89	/ الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي الأردن	شركة مساهمة خاصة	4,980,000	0.1
5	عبر الأردن للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	3,000,000	0.1
58	الخبراء للخدمات المالية	محدودة المسؤولية	750,000	0.1
51	بيت الأسهم للأوراق المالية	محدودة المسؤولية	2,300,000	0.0

ملخص

يعتبر رأس المال المحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد، فهو الركيزة الأساسية للإنتاج و الاستثمار، لذلك تهتم كل دول العالم بإقامة نظام مالي قوي ومتكامل. و قد تعاظم الدور الذي تقوم به أسواق رأس المال في القرن الأخير و ازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية للدول المتقدمة و النامية على حد سواء، و ساعدت الثورة الكبيرة في أنظمة الاتصال و المعلومات التي شهدها هذا القرن على فتح مجالات التوظيف في الأوراق المالية أمام المستثمرين من كل الفئات، فأصبح من الضروري متابعة أداء هذه الأسواق و إحاطتها بالدراسة و التحليل بهدف الوصول إلى فهم أعمق لطبيعة عملها ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد. و في هذا الإطار ظهرت عقب الأزمة العالمية لعام 1929 فكرة جديدة مفادها أن الأسهم على عكس باقي الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة تمكن حاملها من التحوط من مخاطر تآكل القيمة الحقيقية للدخول الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم. و استمدت هذه الفكرة أصولها من المعادلة التي جاء بها الاقتصادي الأمريكي فيشر (Fisher) في كتابه (The Theory of Interest) والتي مفادها أن معدل الفائدة الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر هو عبارة عن معدل الفائدة الاسمي منقوصاً منه معدل التضخم. و عليه فإن معدل الفائدة الحقيقي يرتبط عكسياً مع معدل التضخم السائد؛ و في المقابل فإن الأسهم العادية تكون توزيعاتها متغيرة و إذا ارتفعت في فترات التضخم بمعدل يفوق (أو يساوي) على الأقل) معدل التضخم فهي ستمكن حاملها من التحوط من مخاطر تآكل القيمة الحقيقية للدخول. وقد طورت هذه الفكرة من قبل العديد من الاقتصاديين الذين حاولوا من خلال الأعمال و الدراسات التطبيقية التي قاموا بها أن يثبتوا هذا الأثر إحصائياً، و لكن النتائج التي توصلوا إليها بينت ضعف الارتباط بين هذين المتغيرين، بل على العكس من ذلك فقد توصلت بعض الأعمال إلى وجود علاقة عكسية بين العائد على الأسهم و معدلات التضخم من أهمها دراسة فاما، و كان التفسير الذي قدمه هذا الاقتصادي هو أن أسعار و عوائد الأسهم ترتبط طردياً بالمتغيرات الحقيقية للاقتصاد في حين ترتبط هذه المتغيرات عكسياً بالتضخم و عليه إذا ارتفع معدل التضخم ستخف عوائد الأسهم بالتبعية. أما ليفلر الذي ركز في أعماله على الشركات الصناعية و التجارية محاولاً إثبات أن هذه الشركات أحسن وسيلة للتحوط من مخاطر التضخم لأنها تستفيد من الارتفاع في أسعار سلعها ومنتجاتها في تحقيق أرباح إضافية. و قد كانت هاتين الدراستين الأساس في إعداد هذه المذكرة التي خصت الشركات المدرجة في السوق الأول من بورصة عمان خلال الفترة 1996-2006 بدراسة للارتباط البسيط بين عوائدها التاريخية و معدلات التضخم في الأردن لنفس الفترة. أما نتائجها فقد جاءت مخالفة لنتائج أعمال فاما، حيث أظهر كل من قطاع التأمين و الخدمات ارتباطاً طردياً متوسط القوة تجاه معدلات التضخم، أما قطاع الصناعة فقد أظهرت النتائج انه يرتبط بعلاقة عكسية ضعيفة بمعدلات التضخم، و على الرغم من أن هذه النتيجة توافق ما توصل إليه فاما إلا أنها تدل على أن أسهم هذه الشركات لا توفر حماية من مخاطر التضخم على عكس ما توصلت إليه أعمال ليفلر.

Sommaire

Le Capital est considéré comme étant le principal moteur de l'économie, il est le pilier de la production et de l'investissement, c'est la raison pour laquelle tous les pays du monde ont pour but la création d'un système financier fort et intégrée, pouvant d'une part fournir aux investisseurs le financement nécessaire et approprié à leurs besoins, et d'une autre part, d'offrir un large choix de placement sûr et rentable. Et le marché financier permet la rencontre des deux parties de cette relation, la grande révolution de l'information et de la communication a contribué dans l'ouverture des bourses devant les investisseurs de toutes les catégories, ce qui a rendu nécessaire de poursuivre l'exécution de ces marchés, et leur fournir études et analyses afin de parvenir à une compréhension plus profonde de la nature de leur travail et leurs interactions avec les autres branches de l'économie. Dans ce contexte, apparus dans le sillage de la crise mondiale de 1929 une nouvelle idée ; contrairement aux autres titres avec des rendements fixes les actions permettent au titulaire de couvrir le risque de la baisse de la valeur réelle due à l'augmentation du taux d'inflation, cette idée a trouvée ces origines dans l'équation qui a été apporté par l'économiste américain Fisher dans son livre (*The Theory of Interest*), et qui a été connue plus tard sous le nom de

« L'effet de Fisher », et qui affirme que le taux d'intérêt réels réalisés par l'investisseur est égale aux taux d'intérêt nominal moins le taux d'inflation. Ainsi, l'intérêt réel de l'inversement est inversement lié au taux de l'inflation. En revanche, les dividendes verser aux actionnaires varient, selon les bénéfices réalisés, et si en période d'inflation les dividendes augmenté plus vite que le taux d'inflation, alors les actions permettront à leurs détenteur de couvrir le risque d'érosion de la valeur réelle de leurs revenus. Cette idée a été développée par plusieurs économistes qui ont essayé -à travers de nombreuses- études de démontrer cet effet statistiquement, mais leurs conclusions ont montré la faiblesse des liens entre ces deux variables. Mais encore une partie de ces travaux a démontré une relation inverse entre le rendement des actions et les taux d'inflation notamment celle de Fama qui est considérée comme étant l'étude la plus importante. Les explications fournies par ce dernier se portent sur le fait que les dividendes sont liés proportionnellement aux variables réelles de l'économie, alors que ces variables sont inversement liées à l'inflation ainsi l'augmentation du taux d'inflation causera la baisse des dividendes. Leffler qui - par ses travaux - s'est intéressé aux entreprises industrielles et commerciales en tentant de prouver que les actions de ces sociétés offre une haie contre les risques d'inflation, car elles bénéficient de la hausse des prix de leurs biens et de leurs produits pour réaliser des bénéfices supplémentaires. Ces deux études ce fut la base dans la préparation du présent mémoire, qui a pour but l'étude de la corrélation simple entre les rendements historiques d'actions appartenant à des sociétés cotées sur le Marché Premier de la Bourse d'Amman et les taux d'inflation en Jordanie au cours de la période 1996 – 2006. Les résultats de ce travail sont contraires aux résultats des travaux menés par Fama car elles montrent que le secteur des assurances et des services permettent une protection partielle contre l'inflation. Ce pendant, les résultats du secteur industriel montrent une corrélation négative entre les deux variables, certes elles sont conformes au consensus de Fama mais elles montrent que les dividendes de ces sociétés ne fournissent pas une protection contre les risques d'inflation, contrairement aux conclusions des travaux de Leffler.

Summary

Capital is the main engine of the economy, it is the essential foundation for production and investment, so all countries of the world are concerned by the establishment of a strong and integrated financial system. The increasing role played by financial markets during the last century that has gained importance in the economies of developed countries and countries in the developing world, the great revolution in information and communication has contributed, to open the areas of employment in the securities to investors from all categories, making it necessary to continue the performance of these markets, and provide them study and analysis in order to reach a deeper understanding of the nature of their work and their impact and vulnerability to other branches of the economy. In this context, emerged in the wake of the global crisis of 1929 a new idea that unlike other securities with fixed returns, common stocks allow the holder to hedge the risk of eroding the real value of return resulting from high inflation rates. this idea is derived from the equation that was brought by the U.S. economist Fischer in his book (The Theory of Interest) Provided that the real interest rate earned by the investor is a nominal interest rate minus the inflation rate. So, the real interest inversely associated with the rate of inflation; In contrast, Dividends paid to shareholders vary according to profits, and if in times of inflation rose faster than (or at least equal to) the rate of inflation, it will enable the holder to hedge the risk of eroding the real value of the entry. this idea Has developed by many economists who have tried through the work and applied studies, they have made to prove this effect statistically, but their findings showed weak linkage between these two variables. but on the contrary, some of these studies has reached and to an inverse relationship between stocks returns and inflation rates. The most important study by Fama, The interpretation of these results is that dividends are linked directly proportional to the real variables of the economy, while these variables are inversely related to inflation and if the rate of inflation increased dividends will decrease accordingly. Leffler, who through his work has focused on industrial and commercial companies have tried to prove that these companies are the best way to hedge against inflation risks, because they benefit from the rise in the prices of their goods and products to achieve extra profits. And that was the basis of these studies in the preparation of this work, which summed up the companies listed on the First Market of Amman during the period 1996 – 2006 to study the simple correlation between historical returns and inflation rates in Jordan for the same period. The results came contrary to the results of Fama's work. This study showed that insurance and services sectors provide partial protection against inflation, so Shares of these sectors managed to hedge against inflation risks. While, the results showed a negative correlation between these two variables, indeed they are in line with Fama's consensus but they shows that the dividends of these companies can not provide protection against inflation risks, unlike Leffler's work.

الكلمات المفتاحية:

الأسهم العادية، البورصات، التحليل الأساسي، التضخم، التحوط، العائد الحقيقي، الارتباط البسيط.

Mot clés

Les actions, Les marchés boursiers, L'analyse fondamentale, L'inflation, La haie, taux réel de rendement, Coefficient de corrélation.

Tags:

common stocks, stock markets, fundamental analysis, inflation, hedge, real return, Correlation coefficient.