



الجامعة الافتراضية السورية
SYRIAN VIRTUAL UNIVERSITY

إدارة الأسواق المالية الدكتور رغيد قصوعه

ISSN: 2617-989X



Books & References

إدارة الأسواق المالية

الدكتور رغيد قصوعه

من منشورات الجامعة الافتراضية السورية

الجمهورية العربية السورية 2021

هذا الكتاب منشور تحت رخصة المشاع المبدع – النسب للمؤلف – حظر الاشتقاق (CC– BY– ND 4.0)

<https://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/legalcode.ar>

يحق للمستخدم بموجب هذه الرخصة نسخ هذا الكتاب ومشاركته وإعادة نشره أو توزيعه بأية صيغة وبأية وسيلة للنشر ولأية غاية تجارية أو غير تجارية، وذلك شريطة عدم التعديل على الكتاب وعدم الاشتقاق منه وعلى أن ينسب للمؤلف الأصلي على الشكل الآتي حصراً:

الدكتور رغيد قصوعه ، الإجازة في علوم الإدارة، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2021

متوفر للتحميل من موسوعة الجامعة <https://pedia.svuonline.org/>

Management of Financial Markets

Raghid Kassoua

Publications of the Syrian Virtual University (SVU)

Syrian Arab Republic, 2021

Published under the license:

Creative Commons Attributions- NoDerivatives 4.0

International (CC-BY-ND 4.0)

<https://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/legalcode>

Available for download at: <https://pedia.svuonline.org/>



الفهرس :

7	الفصل الأول: الأسواق المالية: بنية ووظائف النظام المالي
7	عنوان الموضوع: الأسواق المالية: بنية ووظائف النظام المالي
9	1-1 هيكل النظام المالي ووظائفه
12	2-1 الأسواق المالية ووظائفها الاقتصادية:
13	3-1 الوسطاء الماليون ووظائفهم:
15	4-1 هيكل الأسواق المالية:
15	1-4-1 هيكل السوق بحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة:
20	2-4-1 هيكل السوق بحسب تصنيف الأسواق المالية:
27	الفصل الثاني: سعر الفائدة <i>Interest Rate</i>
27	عنوان الموضوع: سعر الفائدة <i>Interest Rate</i>
29	1-2 محددات سعر الفائدة
32	2-2 نظريات سعر الفائدة <i>Interest rate theories</i>
32	النظرية الكلاسيكية للفائدة:
41	2-2-2 نظرية الأموال القابلة للإقراض <i>Loanable funds theory</i>
48	3-2-2 نظرية تفضيل السيولة <i>Liquidity preference theory</i>
55	3-2 هيكل أسعار الفائدة <i>The term structure of interest rates</i>

56	.....	<i>Theories of term structure of interest rates</i> النظريات هيكل المدى لأسعار الفائدة
56	.....	<i>Expectations theory</i> نظرية التوقعات
58	.....	<i>Liquidity premium theory</i> نظرية علاوة السيولة
67	.....	<i>MONEY MARKETS</i> الفصل الثالث: الأسواق النقدية
67	.....	عنوان الموضوع: الأسواق النقدية
69	.....	1 - 3 ماهية أسواق النقد:
70	.....	2 - 3 دور أسواق النقد:
72	.....	3 - 3 هيكل سوق النقد وقطاعاته:
78	.....	4- 3 الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تقييمها
78	.....	1-4-3 أذونات الخزينة والأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل الأخرى:
86	.....	2-4-3 قروض ما بين المصارف <i>Interbank market</i>
88	.....	3-4-3 الأوراق التجارية <i>Commercial paper</i>
91	.....	4-4-3 شهادات الإيداع <i>Certificates of deposit</i>
94	.....	5-4-3 اتفاقيات إعادة الشراء <i>Repurchase agreements</i>
98	.....	5-3 أسعار الفائدة والعوائد في سوق المال
98	.....	1-5-3 المعدل على أساس الخصم <i>Discounted Yield</i>
99	.....	2-5-3 العائد المكافئ للسندات <i>Bond-equivalent yield</i>

101	..... <i>Semiannual yield to maturity</i> 3-5-3 العائد نصف السنوي حتى الاستحقاق
106	..... <i>DEBT | BOND MARKETS</i> الفصل الرابع: أسواق الدين / السندات
106	..... <i>Bond Markets</i> عنوان الموضوع: أسواق السندات
108	..... <i>Debt Markets</i> 1-4 أسواق الدين
110	..... 1-1-4 أنواع السندات:
112	..... <i>Bond market structure</i> 2-4 هيكل سوق السندات
114	..... <i>Bond Market Yield and characteristics</i> 3-4 عوائد سوق السندات وخصائصها
115	..... 1-3-4 أنواع عوائد السندات:
116	..... 4-4 تقييم السندات
116	..... 1-4-4 نموذج التدفقات النقدية المخصومة
120	..... 2-4-4 العلاقة بين سعر السند ومعدل العائد المطلوب (سعر الخصم)
122	..... 3-4-4 تقلب سعر السندات
124	..... 4-4-4 سلوك مدة ماكولاي
125	..... <i>Immunization and Contingent Immunization</i> 5-4-4 التحصين والتحصين العرضي
126	..... <i>Bond convexity</i> 6-4-4 تحدب السندات
128	..... <i>Bond analysis</i> 5-4 تحليل السندات
128	..... <i>Inverse floaters and floating rate notes</i> 1-5-4 السندات ذات العائد المُعووم ومعكوسة التعويم

129	.....	2-5-4	السندات القابلة للاسترداد <i>Callable Bonds</i>
131	.....	3-5-4	السندات القابلة للتحويل <i>Convertible Bonds</i>
136	.....		الفصل الخامس: سوق الأسهم <i>Equity Market</i>
136	.....		عنوان الموضوع: سوق الأسهم <i>Equity market</i>
138	.....	1-5	سوق الأسهم <i>Equity Market</i>
140	.....	2-5	أدوات حقوق الملكية <i>Equity instruments</i>
140	.....	1-2-5	أنواع حقوق الملكية
144	.....	2-2-5	أسواق الأسهم الأولية <i>Primary equity market</i>
151	.....	3-2-5	السوق الثانوية أو سوق التداول <i>Secondary equity market</i>
155	.....	4-2-5	أعضاء السوق <i>Stock exchange members</i>
158	.....	4-2-5	سوق خارج البورصة <i>Over-the-counter (OTC) market</i>
158	.....		الفرق بين السوق الأولي (Primary Market) والسوق الثانوي (Secondary Market)
160	.....	3-5	هيكل السوق الثانوية
160	.....	1-3-5	الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية
161	.....	2-3-5	الأسواق المستمرة وأسواق المزادات
162	.....	2-3-5	السوق الذي يُحرّكه الطلب <i>Order-Driven Market</i>
163	.....	3-3-5	السوق الذي تُحرّكه الأسعار <i>Quote-Driven Market</i>

164	.....	3-3-5 السوق الهجينة <i>Hybrid Market</i>
165	.....	4-5 معاملات سوق الأسهم <i>Equity market transactions</i>
169	.....	1-4-5 المتاجرة بالهامش <i>Margin trading</i>
173	.....	2-4-5 البيع على المكشوف Short Selling
180	.....	الفصل السادس: كفاءة الأسواق المالية وتقييم الأسهم
180	.....	عنوان الموضوع: كفاءة الأسواق المالية وتقييم الأسهم
182	.....	1-6 خصائص سوق الأسهم <i>Equity market characteristics</i>
182	.....	1-1-6 المؤشرات الخاصة بالأسهم:
183	.....	2-1-6 مؤشرات سوق الأسهم <i>Stock market indexes</i>
190	.....	2-6 كفاءة الاسواق المالية <i>Stock market efficiency</i>
191	.....	1-2-6 مفهوم كفاءة الأسواق المالية
193	.....	2-2-6 خصائص كفاءة الاسواق المالية
195	.....	3-2-6 أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية
196	.....	4-2-6 مستويات الكفاءة
200	.....	5-2-6 نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية
202	.....	6-2-6 كيفية التحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية
203	.....	7-2-6 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

205	.....	3-6 تقييم الأسهم <i>Stock valuation</i>
206	.....	1-3-6 التحليل الأساسي <i>Fundamental analysis</i>
209	.....	2-3-6 أدوات تحليل ظروف الصناعة
212	.....	3-3-6 نماذج تقييم الأسهم العادية
218	.....	مراجع الكتاب

الفصل الأول: الأسواق المالية: بنية ووظائف النظام المالي

عنوان الموضوع: الأسواق المالية: بنية ووظائف النظام المالي FINANCIAL MARKETS: STRUCTURE AND ROLE OF THE FINANCIAL SYSTEM

كلمات مفتاحية: النظام المالي *Financial system*، الأسواق المالية *Financial markets*، الأسواق النقدية *Money markets*، أسواق رأس المال *Capital markets*، أسواق الدين (السندات) *Debt markets*، أسواق المشتقات *Derivative markets*.

ملخص الفصل:

يتناول هذا الفصل النظام المالي للاقتصاد والمكون من ثلاثة مكونات أساسية وهي: (1) الأسواق المالية؛ (2) الوسطاء الماليين؛ و (3) الجهات المالية الوصائية والتنظيمية. تتمثل الوظيفة الرئيسية للنظام في توجيه وتسهيل انتقال الأموال بين مجموعتي المتعاملين النهائيين لهذا النظام (المقرضون أي الوحدات التي لديها فوائض مالية " وحدات الفائض " والمقرضون أو الوحدات التي تعاني من عجز مالي " وحدات العجز "). إضافة إلى هذه الوظيفة الأساسية، يوفر النظام المالي آليات لتسهيل المدفوعات وكذلك مجموعة متنوعة من الخدمات المالية مثل التأمين والمعاشات وصرف العملات الأجنبية، جنبًا إلى جنب مع تأمين فرصة إدارة المحافظ المالية للأفراد والمؤسسات. كما إن للنظام المالي ميزة مهمة تتجلى في توفير إمكانية تحويل الإيداعات قصيرة الأجل إلى طويلة الأجل والعكس بالعكس، والحد من المخاطر وضبط تكاليف المعاملات المالية. تعتمد دراسة الأسواق المالية على دراسة النظام المالي، وهيكل أسعار الفائدة، ونماذج تسعير الأصول المالية. اللاعبون الرئيسيون في السوق هم الأفراد والحكومات والشركات غير المالية ومؤسسات الإيداع وشركات التأمين وصناديق الضمان والبنوك الاستثمارية والمنظمات غير الربحية والمستثمرين الأجانب. وتصنف الأسواق المالية إلى أسواق محلية مقابل أسواق خارجية، وأسواق رأس المال مقابل أسواق النقد، أسواق حاضرة مقابل أسواق مستقبلية أو مشتقة، وأسواق الأولية مقابل أسواق الثانوية، وأسواق الاكتتاب الخاص مقابل الأسواق العامة، وأسواق منتظمة مقابل أسواق غير منتظمة أو تفاوضية.

المخرجات والأهداف التعليمية:

- 1) تعريف النظام المالي.
- 2) وصف العناصر التي يتكون منها النظام المالي.
- 3) توضيح الوحدات / الكيانات المالية التي تساعد في تسهيل تدفق الأموال والأوراق المالية في النظام المالي.
- 4) تسمية وتحديد قطاعات الاقتصاد التي تشكل المقرضين والمقترضين غير الماليين.

مخطط الفصل:

- 1-1 هيكل النظام المالي *The structure of a financial system*
- 2-1 وظائف النظام المالي *Functions of a financial system*
- 3-1 هيكل وخصائص الأسواق المالية الرئيسية *The structure and key features of financial markets*
- 4-1 الميزات الرئيسية للوسطاء الماليين *The key features of financial intermediaries*
- 5-1 المشاركون الرئيسيون في السوق المالية *Major financial market participants*

1-1 هيكل النظام المالي ووظائفه

يؤدي النظام المالي دوراً أساسياً في تحفيز النمو الاقتصادي، وتوظيف الموارد المالية المتاحة بشكل أمثل، إذ أنه يسمح بتوظيف الفوائض المالية ويحول دون تعطلها من جهة، ومن جهة أخرى، فإنه يوفر مصادر التمويل للوحدات الاقتصادية التي لديها أفكار ومشاريع استثمارية مجدية، ولا تمتلك التمويل الكافي للقيام بها بحيث تصبح واقع، توظيف الأموال الفائضة والمتاحة وتحويلها إلى مشاريع منتجة يؤدي إلى تحسين مستوى النمو والرفاه الاقتصاديين، وذلك من خلال زيادة معدلات الانتاج وتخفيض معدلات البطالة. كما إن تعدد الفرص الاستثمارية وتنوعها في ظل محدودية الفوائض المالية وبوجود النظام المالي ومؤسساته وأدواته يكون من الممكن توظيف واستثمار الأموال في المشاريع الأكثر جدوى وربحية مقارنة بمخاطرها مما يؤدي بالنتيجة إلى توظيف الفوائض المالية بكفاءة عظمى.

من حيث المبدأ، لكل عملية توظيف أو استثمار طرفان، من يمتلك فوائض مالية ومن لديه حاجة أو عجز مالي، وغالباً أحد أطراف الصفقة (المقترض عادة) قد يكون لديه معلومات لا يمتلكها الطرف الآخر، فقد تظهر مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى عدم كفاءة تخصيص الموارد المالية، ومن أجل التغلب على هذه المشكلة، فإن النظام المالي يؤمن التوازن بين طرفي الصفقة ويضيق فجوة المعلومات بينهما مما ينعكس إيجاباً على كفاءة التوظيفات المالية.

النظام المالي عبارة عن مجموعة من المؤسسات، مثل البنوك وشركات التأمين والأسواق، التي تسمح بتبادل الأموال بين الوحدات الاقتصادية التي تمتلك فوائض مالية (المقرضون) وتلك التي تعاني من عجز مالي (المقترضون)، حيث يقوم المقرضون والمقرضون بتبادل الأموال لتمويل الاستثمارات الجديدة أو لغايات أخرى كالتحوط مثلاً، ولضمان كفاءة هذه العملية، يوفر النظام المالي مجموعة من الأنظمة والقواعد والممارسات التي تضبط عملية انتقال الأموال وتحدد قواعد وشروط الصفقات المالية.

بناءً على ما سبق يمكن تعريف النظام المالي على أنه "مجموعة من المؤسسات والأنظمة التي تضمن انتقال الأموال ما بين الوحدات الاقتصادية بشكل كفاء، مع ضمان تحديد السعر العادل للأدوات المالية وتخصيص الموارد المتاحة من خلال خلق الأسواق والأدوات المالية المناسبة لحاجات ورغبات مختلف الأطراف."

من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص العناصر الأساسية للنظام المالي :

أولاً: الوحدات الاقتصادية التي تقوم بالإقراض والاقتراض.

ثانياً: الوسطاء الماليون الذين يتوسطون عملية الإقراض والاقتراض ويسهلونها.

ثالثاً: الأدوات المالية التي يتم هندستها لتلبية احتياجات مختلف الوحدات الاقتصادية.

رابعاً: خلق النقود عند الحاجة، أي تعزيز قدرة البنوك على خلق الائتمان.

خامساً: الأسواق المالية، أي البيئة القانونية والمؤسسية الناظمة لعملية إصدار وتداول الأدوات المالية على مختلف

أشكالها.

سادساً: التسعير، أي تحديد سعر حقوق الملكية وبدل استخدام النقود أو الدين (سعر الفائدة).

بالإضافة إلى العناصر المذكورة أعلاه، هناك أيضاً مجموعة من الكيانات المكملة والتي بدونها لن يعمل النظام بكفاءة.

وهم:

أولاً: أعضاء البورصة من وسطاء ماليين وتجار ومهتمهم تسهيل تداول الأدوات المالية.

ثانياً: مديرو الصناديق ومديرو المحافظ، وهم عبارة عن كيانات ومؤسسات تدير الأموال نيابة عن أصحاب الأموال.

ثالثاً: وكالات التصنيف الائتماني التي تقوم بتحليل البيانات المالية والاقتصادية الخاصة بمصدري الأوراق المالية

وتقييم احتمالية وفائهم بالتزاماتهم المالية.

رابعاً: الأجهزة الرقابية التي تنظم وتشرف على جميع مكونات النظام المالي والمتعاملين فيه.

يمكن القول بأن النظام المالي يتكون من ثلاثة مكونات رئيسية، وهي:

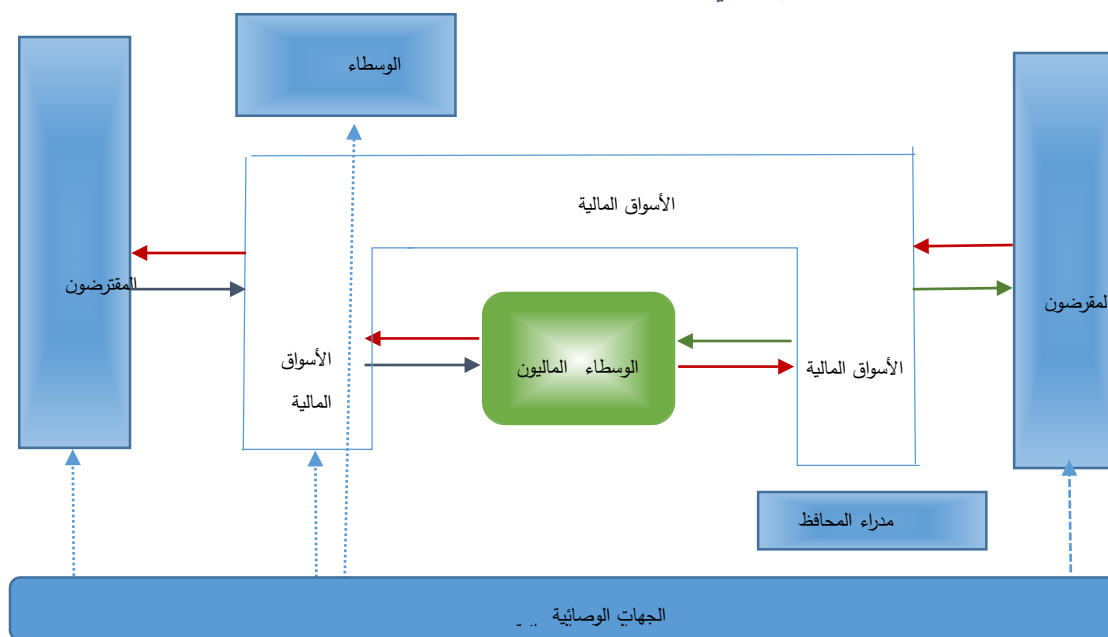
✓ الأسواق المالية

✓ الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية)

✓ الجهات الوصائية والتنظيمية.

يلعب كل واحد من هذه المكونات الثلاثة دورًا محددًا في النظام المالي حيث أن الأسواق المالية هي المكان أو الآلية التي تتم من خلالها عملية انتقال الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي بغية تمويل استثمارات الشركات والحكومات والأفراد، وتعد المؤسسات المالية الجهة الفاعلة الرئيسية في الأسواق المالية لقيامها بوظيفة الوساطة وبالتالي تسهل تدفق الأموال، في حين تقوم الجهات التنظيمية والوصائية بدور مراقبة وضبط وتنظيم عمل الاطراف المتعاملة في النظام المالي والعمليات التي يقومون بها.

الشكل 1-1 مخطط مبسط للنظام المالي



يمثل الشكل 1-1 النظام المالي بشكله البسيط، وكذلك العلاقات ما بين مكوناته. حيث تقتضي أي معاملة مالية وجود ورقة مالية وطرفي تعامل على الأقل هما:

1) المُصدر، وهو المقرض أي الطرف الذي يحصل على التمويل لقاء إصدار الورقة المالية، وقَبِلَ لقاء ذلك، إجراء دفعات نقدية مستقبلية مقابل حصوله على التمويل، وهو بذلك في حالات كثيرة يتقاسم المخاطر الاستثمارية مع مشتري

الورقة المالية؛

(2) المستثمر أو المقرض، وهو الطرف الذي قام بدفع قيمة الأصل المالي أو الورقة المالية مقابل الحصول على الحق في تلقي واستلام دفعات مستقبلية.

وعليه، فإن الأصول المالية تقوم بوظيفتين اقتصاديتين أساسيتين هما:

أولاً: أنها تسمح بتحويل الأموال من تلك الوحدات الاقتصادية التي لديها أموال فائضة للاستثمار (المستثمرون) إلى تلك التي تحتاج إلى أموال بغية استثمارها في أصول ملموسة (المُصدرون).

ثانياً: تسمح بإعادة توزيع المخاطر، بين المُصدر والمستثمر.

إن أشكال الحقوق والمطالبات التي يمتلكها حامل الورقة المالية أو المستثمر غالباً ما تختلف عن الالتزامات الصادرة عن الكيانات التي حصلت على التمويل أي المصدرين، وهنا يأتي دور الوسطاء الماليين الذين يعملون على تحويل التزامات المصدرين لانهائية إلى أشكال مختلفة من الأوراق والأصول المالية متناسبة مع تفضيلات المستثمرين.

2-1 الأسواق المالية ووظائفها الاقتصادية:

كنا قد أوضحنا أن الأسواق المالية هي الأسواق التي يتم فيه تبادل أو تداول الأدوات المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، وإن نجاحها يتوقف على كفاءتها في تقديم مجموعة من الوظائف الاقتصادية أهمها، وظيفة التسعير، والسيولة.

أولاً: وظيفة التسعير، أو اكتشاف السعر:

إن المعاملات التي تتم في الأسواق المالية بين المشتري والبائعين للأدوات المالية تحدد سعر الأصل المالي المتداول، حيث يقوم المستثمرون في الأسواق المالية بتحديد العائد المطلوب لكل استثمار من الاستثمارات التي ينوي توظيف أمواله فيها، وعادة ما يتم تحدد هذا العائد المطلوب بناءً على درجة مخاطر المطرح الاستثماري، ومن ثم يتم وضع تصور حول سعر

الورقة المالية بناءً على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة¹. بالمقابل تعتمد وحدات العجز التي تحتاج إلى تمويل على هذا العائد المطلوب ومقارنته بالعائد المتوقع على الاستثمار النهائي في الأصول الملموسة أو غير الملموسة. إضافةً للأهمية الظاهرة لهذه الوظيفة، المتجلية في تسعير كل ورقة مالية متداولة في السوق، هناك أهمية كامنة لهذه الوظيفة تتبدى في التخصيص الأمثل للأموال المتاحة لدى وحدات الفائض في أفضل الاستثمارات المطروحة من قبل وحدات العجز.

ثانياً: وظيفة السيولة:

توفر الأسواق المالية فرصة تحويل الأصول أو الأوراق المالية إلى سيولة نقدية من خلال بيع هذه الأصول بقيمتها السوقية العادلة في أي وقت كان. وفي حال غياب هذه الوظيفة، سيكون المستثمر مضطراً للاحتفاظ بالأصول المالية حتى تاريخ استحقاقها إذا كانت أداة دين كالسندات مثلاً، أو حتى تنشأ شروط لبيعها إذا كانت أدوات حقوق الملكية كأسهم، حيث على المستثمر الانتظار حتى يتم تصفية الشركة بشكل إرادي أو غير إرادي. هذا ولا بد من الإشارة إلى أن جميع الأسواق تتوفر فيها هذه الوظيفة وإن بدرجات متفاوتة.

3-1 الوطاء المالىون ووظائفهم:

الوسيط المالى هو كيان مالى متخصص، يلعب دور صلة الوصل بين المستثمرين والمقرضين، ومن الوطاء المالىين نذكر مؤسسات الإيداع (البنوك)، وشركات التأمين، والبنوك الاستثمارية وصناديق النقاعد وغيرها.

عادة ما يكون التواصل بين المستثمر والبائع صعب نتيجة عدة ظروف، مما يجعل من عملية توظيف الأموال والاستثمار أمراً غاية في الصعوبة وإن تحقق فإنه يتطلب وقتاً طويلاً وتكاليف مرتفعة، وهنا يأتي دور الوطاء المالىين في إنشاء شروط معاملات أكثر ملاءمة وأقل تكاليف مما هي عليه في حال التعامل المباشر ما بين المتعاملين أنفسهم في السوق. تتلخص وظائف الوطاء المالى ببساطة في الحصول على أموال من وحدات الفائض (المقرضين أو المستثمرين) ومن ثم توظيف هذه الأموال (إقراض أو استثمار) لدى وحدات العجز التي تحتاج هذه الأموال.

¹ القيمة السوقية للورقة المالية هي إجمالي القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل العائد المطلوب.

الأموال التي يجمعها الوسيط المالي على شكل إما توظيفات أو ودائع أو قروض، تصبح إما مطالبات على الوسيط المالي أو على المساهمين في رأس المال الوسيط المالي، وذلك حسب شكل ونوع المطالبة المالية الناشئة عن العملية الأساسية. بالمقابل تصبح الأموال التي يقرضها الوسيط المالي أو يوظفها، أصلاً من أصوله.

وعليه، ينخرط الوسطاء الماليون في تحويل الأصول المالية، التي قلما يرغب بها السواد الأعظم من المستثمرون إلى أشكال أخرى من الأصول المالية والتي يفضلها الجمهور على نطاق واسع، بحيث تصبح جزء من التزامات الوسيط نفسه. إن عملية تحويل شكل الأصول هذه تؤدي واحدة على الأقل من الوظائف الاقتصادية الأربع الآتية:

- وساطة الاستحقاق *Maturity intermediation*.

- وساطة مبلغ الاستثمار *Denomination intermediation*

- تقليل المخاطر عن طريق التنويع.

- تخفيض تكلفة التعاقد ومعالجة المعلومات.

الوظائف الثلاث الأولى يضطلع بتنفيذها المؤسسات والوسطاء الماليون بمختلف أنواعهم أما الوظيفة الرابعة فهي بشكل أساسي من مهام مقدمي خدمات الاكتتاب بالأوراق المالية.

وساطة الاستحقاق *Maturity intermediation*:

تعد هذه الوظيفة من الوظائف الهامة جداً والتي يقدمها الوسطاء الماليون بشكل عام. من الطبيعي أن يكون هناك تفاوت ما بين المدة التي يرغب أصحاب الفوائض بتوظيفها وتلك التي يحتاج فيها أصحاب العجز إلى تمويل، وهنا تكمن وساطة الاستحقاق، إذ يلعب الوسيط دوراً في تلبية رغبات وحاجات الطرفين، إذ بإمكانه توظيف الأموال طويلة الأجل لأجل أقصر أو العكس بالعكس، فيوظف الأموال قصيرة الأجل لفترات أطول إذ يقوم بإحلال فائض مال محل فائض آخر ليغطي حاجة طويلة الأجل.

وساطة مبلغ الاستثمار *Denomination intermediation* :

هي ببساطة أن يقوم الوسيط بتجميع الفوائض لتمويل حاجة إحدى جهات العجز، أو يقوم بتوزيع فائض على عدة جهات. تشمل الخدمات الأخرى التي يمكن للوسطاء الماليين تقديمها²:

- ✓ تسهيل تداول الأصول المالية للعملاء من خلال عمليات السمسرة.
- ✓ المساعدة في ابتكار وخلق الأصول المالية للعملاء ومن ثم بيعها للمشاركين الآخرين في السوق .
- ✓ تقديم الاستشارات الاستثمارية للعملاء.
- ✓ إدارة الأصول المالية للعملاء.
- ✓ توفير آلية الدفع واقنيته المناسبة.

4-1 هيكل الأسواق المالية:

لما كانت الأسواق المالية نظاماً معقداً، فإن لها هيكلًا متعدد المستويات والأبعاد، ويتحدد هيكل السوق من خلال طبيعتها وانتشارها ومن خلال المشاركين فيها وطبيعة العمليات التي يقومون بها وكذلك من خلال طبيعة السلع المتداولة فيها وهي الأوراق المالية وغيرها من الأصول في حالة الأسواق المالية. فيما يلي سنحاول تقديم تفصيل مبسط لهيكل الأسواق المالية وفق لطبيعة الأصول المالية، ولطبيعة وخصائص السوق.

1-4-1 هيكل السوق بحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة:

هناك مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، تتميز هذه الأوراق من خلال مخاطرها والعائد المتوقع على الاستثمار فيها بالإضافة إلى كونها متاحة للاستثمار للمؤسسات المالية أو للأفراد أو لكليهما. الجدول التالي يوضح ما سبق.

Madura J. (2008). Financial Institutions and Markets, Eight Edition ²

Figure 0-1 هيكل السوق بحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة

الفئة	محددات الخطر	العائد المتوقع	المشاركون الأساسيون
أوراق مالية غير قابلة للمبادلة ولا التنازل	للمؤسسات المالية: حجم الصفقات	منخفض	البنوك
	للأفراد: نقص المعلومات، عدم النمطية، انخفاض الجدارة الائتمانية	منخفض	البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والأفراد
	في أسواق الصرف الأجنبي: تقلبات كبيرة، تبدلات العملات	مرتفع	المؤسسات المالية والشركات
الأوراق المالية	مخاطر عامة (السوق)، مخاطر خاصة، الافلاس	مرتفعة	البنوك، المؤسسات المالية، الأفراد
المشتقات	تقلبات السوق، الرفع المالي	مرتفعة جداً	البنوك، المؤسسات المالية، الأفراد

مصدر الجدول (Reszat B. (2008). European Financial Systems in the Global Economy)

يمكن تصنيف الأوراق المالية وفق طبيعة الالتزام الذي ينشأ عنها لصالح المستثمر والالتزام المصدر. فالورقة المالية التي تلزم مصدرها على دفع فائدة وإعادة المبلغ المستثمر تسمى أوراق دين (*Debt instrument*)، وعادة ما تكون على شكل قرض، أو كمبيالة، أو سند، والفائدة التي يلتزم مصدر الورقة بدفعها تكون محددة بشكل مسبق وبشكل معلوم لطرفي المبادلة. مثال على ذلك الوديعة المصرفية، أو السندات التي تصدرها الحكومة أو الشركات تكون الفائدة عليها معلومة

مسبقاً ومحددة بشكل واضح. فالمستثمر في أوراق الدين لا يستطيع الحصول على مبلغ يزيد عن المبلغ المتفق عليه لذلك فإن هذا النوع من الأوراق يسمى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (*Fixed income instrument*). على الرغم من ذلك، في بعض الحالات قد تكون هذه الفائدة متحركة ضمن هامش محدد إذ أنها تكون مرتبطة بمؤشر ما، مع إضافة نسبة ثابتة، شريطة ألا تزيد عن حد معين يسمى سقف (*Ceiling*) وألا تقل عن حد أدنى يسمى القاع (*floor*).

تجدر الإشارة إلى هناك أشكال عديدة ومتنوعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (*Fixed income instrument*) يمكن تلخيص خصائصها بالجدول التالي:

Figure 2 أنواع الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

المدة	الورقة المالية	الخصائص	المصدر
طويلة الأجل	السندات	التزام طويل الأمد لدفع تدفقات دورية ثابتة (كوبونات)	الحكومة، الشركات الكبيرة
	السندات القابلة للتحويل	سندات كسابقتها يمكن تحويلها إلى أسهم وفق شروط محددة مسبقاً	الشركات
	أوراق مالية بضمان الأصول	تدفقات نقدية ثابتة متولدة من أصول أخرى ضامنة لها	المؤسسات المالية، الشركات
	الأسهم الممتازة	توزيعات أرباح بنسبة ثابتة	الشركات
متوسطة الأجل	كمبيالات أو سندات إذنية	التزامات متوسطة الأجل	الحكومة

الشركات	سندات متوسطة الأجل ذات عائد مرتبط بمعدل فائدة أساس أو بمؤشر آخر	سندات معومة الفائدة	
البنك المركزي	أوراق مالية حكومية مخصصة قصيرة الأجل	أذونات	قصيرة الأجل
الشركات	أدوات دين قصيرة الأجل	الأوراق التجارية	
البنوك	أدوات دين قصيرة الأجل	شهادات الإيداع	

على العكس من أوراق الدين أو الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، فإن أدوات حقوق الملكية (*Equity Instruments*) تلتزم مُصدرها على دفع عوائد على أساس الأرباح المحققة، والمتبقية بعد أن يكون حملة أوراق الدين قد حصلوا على حقوقهم، وبهذا فإن حملة أدوات حقوق الملكية لا يحصلون على عوائد ما لم يستوفي حملة أدوات الادين كامل مستحقاتهم.

الأسهم العادية والأسهم الممتازة هي من أوراق حقوق الملكية، فالأسهم العادية تمثل حصة من رأس مال الشركة، وتحصل على جزء من الأرباح الصافية كعائد استثماري، وبالتالي هذا العائد مرتبط بنتائج الشركة بعد دفع كافة التزاماتها. بالنسبة للأسهم الممتازة، فهي أيضاً أوراق مالية وتمثل حصة من رأس مال الشركة إلا أنها أقرب من السندات فيما يتعلق بالعائد إذ غالباً ما تحقق عوائد على شكل نسبة ثابتة من قيمتها الاسمية وبالتالي فهي تتمتع بثبات العوائد حالها حال السندات، وتختلف عن هذه الأخيرة في أن حصولها على العوائد مرتبط بسداد التزامات الشركة تجاه حملة أدوات الدين. لذلك تعتبر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.

هناك أشكال أخرى من الأوراق المالية، وهي السندات القابلة للتحويل، والتي تسمح لحاملها تحويلها إلى أسهم وفق شروط

محددة مسبقاً، وهذه الأوراق تحصل على دخل ثابت مثلها مثل السندات.

إن التمييز ما بين أدوات الدين وأدوات حقوق الملكية هو أمر على قدر من الأهمية لسببين قانونيين، الأول إنه في حال إفلاس الشركة المصدرة للأوراق المالية، فإن حملة أوراق الدين لهم الأولوية في استرداد حقوقهم، وبالتالي لا يسترد المستثمرون في حقوق الملكية أية مبالغ إلا بعد أن تسدد حقوق حملة أوراق الدين. السبب الثاني، هو المعالجة الضريبية للتدفقات النقدية تختلف حسب نوع الأداة أو الورقة المالية المولدة لهذه التدفقات.

الجدول التالي يبين الفروقات بين أدوات الدين وأدوات حقوق الملكية، من حيث الإيجابيات والسلبيات لكل من مصدر الورقة المالية والمستثمر بها.

Figure 3 مقارنة خصائص أدوات الدين وأدوات حقوق الملكية

أدوات حقوق الملكية	أدوات الدين	
المرونة تكلفة منخفضة واسعة الانتشار	قابلية التنبؤ بالدفعات المتولدة عنها، لا تساهم في قرارات الشركة وتوجهاتها	الإيجابيات بالنسبة للمُصدر
عائد متوقع مرتفع	مخاطر منخفضة	الإيجابيات بالنسبة للمستثمر
قدرة حملة الأسهم على التأثير في قرارات الشركة تأثر قرارات الإدارة بتقلبات السوق Short sightedness	تكاليف ملزمة ولا يمكن تجنبها	السلبيات بالنسبة للمُصدر
مخاطر عالية	عوائد منخفضة	السلبيات بالنسبة للمستثمر

2-4-1 هيكل السوق بحسب تصنيف الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية وفق عدة معايير، كأن تصنف حسب طبيعة الأوراق المالية التي يتم تداولها من خلالها، حسب المزايا والخدمات التي يقدمها السوق. حسب آليات التداول، وأخيراً حسب موطن السوق وانتشاره.

وفق معيار الأوراق المالية المتداولة، يمكن تصنيف الأسواق إلى أسواق أسهم، وأسواق سندات، وأسواق مشتقات، وتتمايز هذه الأسواق، بحجم التداول وآلياته،

وطبيعة الملكية إضافة إلى وجود تاريخ استحقاق للورقة المالية ومدتها أو كونها لا تحمل تاريخ استحقاق.

وفق معيار آلية التداول يمكن التمييز بين الأسواق التفاوضية أو المسماة غير منظمة أو أسواق فوق المنضدة (*Over-the-counter*)، أو أسواق منظمة والمسماة أسواق تداول أو بورصات، وهناك أيضاً أسواق الانترنت.

وأخيراً، وفق موطن السوق وانتشاره يمكن تصنيف الأسواق إلى أسواق محلية، مناطقية، أو دولية. وهنا تجدر الإشارة إلى إمكانية تقسيم الأسواق إلى أسواق داخلية وأسواق خارجية. الأسواق الداخلية والتي تسمى أيضاً الأسواق المحلية (*National Markets*) تتألف من قسمين، الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية. الأسواق المحلية (*Domestic Market*) هي تلك الأسواق التي تقوم من خلالها شركات محلية موطنها البلد ذاته بإصدار أوراق مالية لتداولها ضمن نفس البلد. بالمقابل الأسواق الأجنبية (*Foreign Market*) هي الأسواق التي يتم من خلالها تداول أوراق مالية خارج بلد الشركة التي أصدرتها.

بالنسبة للأسواق الخارجية (*External Market*)، فهي أسواق تداول أوراق مالية تجتمع فيها الميزتين الأساسيتين الأتيتين، الأولى هي أن تكون مصدرة خارج حدود الدولة التي تحمل الشركة جنسيتها، والثانية أن يتم تداولها من قبل المستثمرين من جنسيات مختلفة في نفس الوقت هذه الأسواق لها تسميات مختلفة مثل الأسواق الدولية (*International markets*) أو أسواق الأوفشور (*offshore markets*) أو اليوروماركيت (*Euromarkets*).

كما يمكن تقسيم الأسواق المالية حسب عمر الورقة المالية أو فترة استحقاقها، وهنا يمكن التمييز ما بين نوعين من أسواق النقد وأسواق رأس المال.

أسواق النقد (*Money Market*) هي تلك الأسواق المخصصة لتداول الأوراق المالية التي تستحق أو تنقضي آجالها خلال سنة كحد أقصى من تاريخ إصدارها. وغالباً ما تكون هذه الأسواق هي أسواق لكبار المتعاملين لذا يطلق عليها أيضاً أسواق البيع بالجملة (*Wholesale Markets*).

أسواق رأس المال (*Capital Markets*) هي أسواق لتداول الأوراق المالية ذات الأجل الطويل، أي تلك التي يزيد أجلها عند إصدارها عن سنة أو قد تكون ابدية أي بدون تاريخ استحقاق. ويمكن أن نميز ما بين نوعين أساسيين من الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق وبالتالي يمكن القول أن هناك سوقان متميزان داخل سوق رأس المال. السوق الأول لتداول

الأوراق التي تمثل حصة من حقوق الملكية للجهة التي أصدرت الورقة المالية، والسوق الثاني هي تلك المخصصة لتداول الأوراق المالية التي تمثل مديونية على الجهات المُصدرة لها.

من ناحية أخرى، يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق حاضرة (*Spot markets*) وأسواق مستقبلية (*Forward Markets*) في الأولى تتم عملية تداول الأصل وتسليمه ودفع قيمته بشكل آني ومباشر، بالمقابل تسمح الثانية بتداول عقود تعطي حاملها الحق (أو تحمله الالتزام) في بيع أو شراء أصل ما في تاريخ محدد. هذا الأصل قد يكون سهم أو سند أو مؤشر مالي أو سعر فائدة أو غيرها من الأصول المالية. هذه العقود تسمى المشتقات ومن هنا جاءت تسمية هذه السوق بسوق المشتقات (*Derivatives Markets*)

عندما يتم إصدار أداة مالية، يتم بيعها لأول مرة في السوق الأولية (*Primary Market*). بعد ذلك تداول هذه الورقة فيما بين المستثمرين يتم في السوق الثانوية (*Secondary Market*). بمعنى أن المعاملات التي تتم في السوق الأولية فقط هي التي تؤثر في هيكل تمويل الجهة المصدرة للورقة المالية أي زيادة رأس المال أو التمويل بالدين، أما العمليات التي تتم في السوق الثانوي فليس لها أي أثر مالي مباشر في الهيكل التمويلي، بمعنى أنه لا يتم زيادة رأس مال جديد من قبل مُصدر الورقة المالية في السوق الثانوية وإنما في السوق الأولية فقط.

يتم تصنيف الأسواق الثانوية أيضاً إلى أسواق الأوراق المالية المنظمة (*Organized stock exchanges*) وهي أسواق تداول الأوراق المالية المدرجة وتتميز غالباً بكونها موجودة فيزيائياً. الشكل الثاني هو الأسواق خارج البورصة (*over-the counter*) وهي أسواق لتداول الأوراق غير المدرجة من حيث الأساس وهي أسواق افتراضية غير موجودة على أرض الواقع وإنما بشكل افتراضي (على شبكه الانترنت وشبكات الاتصالات).

1 أسئلة صح / خطأ True/False

خطأ	صح	السؤال
	✓	1 يساهم النظام المالي في توظيف الموارد المتاحة بشكل أمثل
✓		2 في كل عملية توظيف أو استثمار للأموال هناك طرفان على الأكثر
✓		3 من الوظائف التي يقوم بها الوسطاء هي وظيفة التسعير
✓		4 سيولة السوق أو الورقة المالية تعني القدرة على تحويلها إلى سيولة في أي وقت وأي سعر
	✓	5 من وظائف الوسيط المالي تسهيل انتقال الأموال من وحدة الفائض إلى وحدات العجز
✓		6 وساطة الاستحقاق تعني أن يضمن الوسيط مطابقة الاستحقاق لكل من المقرض والمقترض
	✓	7 أكبر المساهمون في الأوراق المالية غير
✓		8 تقسم مخاطر الأوراق المالية إلى مخاطر عامة ومخاطر سوق

2 أسئلة خيارات متعددة Multiple Choices

1 من العناصر الأساسية للنظام المالي :

(a) البنك المركزي	(b) وزارة المالية
(c) الأدوات المالية	(d) كل ما سبق

2- الوسيط المالية هو صلة الوصل بين

(a) المستثمر والشركة المصدرة للورقة المالية	(b) المقرض والبنك
(c) المستثمر ووزارة المالية	(d) المستثمر والمقرض

3-مخاطر الأوراق المالية القابلة للتداول هي:

(a) مخاطر عامة وخاصة وإفلاس	(b) مخاطر إفلاس فقط
(c) مخاطر عدم سداد فقط	(d) مخاطر أخرى

4- من أنواع الأوراق المالية

(a) أوراق نلت دخل ثابت	(b) أوراق قابلة للتحويل
(c) أوراق تباع بخصم	(d) كل ما سبق

5- السوق الأولية هي سوق

(a) تداول	(b) إصدار
(c) إصدار وتداول	(d) بيع المواد الأولية

6- السوق الثانوية هي سوق

(a) تداول	(b) إصدار
(c) إصدار وتداول	(d) أسواق تصريف المنتجات

7- السوق المنظمة هي أسواق

(a) أسواق تداول عبر شبكات الاتصالات	(b) أسواق موجودة فيزيائياً
(c) كل ما سبق	(d) غير ذلك

أسئلة وقضايا للمناقشة

ما هي وظائف النظام المالي؟

كيف نميز بين وحدات العجز والفائض؟

ما هو الفرق بين "الادخار" و "الفائض المالي"؟

ناقش المزايا التي تحققها وحدات العجز والفائض من استخدام الأسواق المالية المنظمة والوسطاء الماليين.

كيف يحقق الوسطاء الماليون وساطة الاستحقاق؟

لماذا يحتفظ الناس في نفس الوقت بالأصول والخصوم المالية؟

ملاحظات لحل الأسئلة:

جميع الاجابات موجودة في الفصل، وكل سؤال يحتاج من 3 إلى 5 دقائق للحل.

الحل يجب أن يكون مقتضب ويركز على المطلوب فقط دون اضافات غير ذات علاقة.

- Fabozzi F. J., Modigliani F., (2007). Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice–Hall International.
- Fabozzi F. JFrank J. Jones., (2019). Foundations of Global Financial Markets and Institutions. 5th edition. MIT Press.
- Financial Stability Forum (2008). Report on Enhancing Market and Institutional Resilience, FSF, Basel.
- Howells P., Bain K. (2008). Financial Markets and Institutions. Financial Times, Prentice Hall.
- Madura J. (2008). Financial Markets and Institutions. Prentice–Hall International.
- Mishkin F. S., Eakins S. G. (2006). Financial Markets and Institutions. Addison–Wesley.
- Seifert, W.G., Schleitner, A.K., Mattern, F., Streit, C.C., Voth, H.J. (2000). European Capital Markets, Macmillan.
- Valdez, S. (2006). Introduction to Global Financial Markets, Palgrave Macmillan.

الفصل الثاني: سعر الفائدة Interest Rate

عنوان الموضوع: سعر الفائدة، Interest Rate

كلمات مفتاحية: معدل الفائدة *Interest rates*، الأموال القابلة للإقراض *Loanable funds*، السعر الحاضر *Spot rate*، السعر المستقبلي *Forward rate*، البنية الزمنية لمعدل الفائدة *Term structure of interest rates*، منحنى العائد *Yield curve*، التنبؤات *Expectations*، السيولة *Liquidity*

ملخص الفصل:

يتم تفسير مستوى أسعار الفائدة في الاقتصاد من خلال نظريتين اقتصاديتين رئيسيتين: نظرية الأموال القابلة للقرض ونظرية تفضيل السيولة. تنص نظرية الأموال القابلة للقرض على أن مستوى أسعار الفائدة يتحدد من خلال العرض والطلب على الأموال القابلة للقرض. وفقاً لنظرية تفضيل السيولة، يتم تحديد مستوى أسعار الفائدة من خلال العرض والطلب على أرصدة الأموال. كما يتم تحديد أسعار الفائدة في الاقتصاد من خلال السعر الأساسي (سعر الأذونات الحكومية) بالإضافة إلى علاوة المخاطرة (أو الفارق سعري). هناك العديد من العوامل التي تحدد علاوة المخاطرة للأوراق المالية غير الحكومية، مقارنة بالضمانات الحكومية لنفس تاريخ الاستحقاق. هذه هي (1) الجدارة الائتمانية للمصدر، (2) خصائص الأوراق المالية مثل قابلية التحويل، والاستدعاء، (3) الضرائب على الفوائد، و (4) السيولة المتوقعة للورقة المالية. ويوضح مصطلح هيكل أسعار الفائدة العلاقة بين العائد على السند واستحقاقه. ويصف منحنى العائد العلاقة بين العائد على السندات من نفس مستوى جودة الائتمان ولكن لفترات استحقاق مختلفة بطريقة بيانية. بصرف النظر عن الأسعار الفورية، توفر الأسعار الآجلة معلومات إضافية للمستثمرين. وتشرح النظريات الرئيسية الأشكال المختلفة لمنحنى العائد وهي نظرية التوقعات وعلاوة السيولة.

المخرجات والأهداف التعليمية:

- 1) تعريف سعر الفائدة.
- 2) فهم مكونات وآليات تحديد سعر الفائدة.
- 3) التعرف على نظريات سعر الفائدة.
- 4) فهم العلاقة بين معدلات الفائدة ذات الأجل المختلفة.

مخطط الفصل:

- 1-2 محددات سعر الفائدة Interest rate determination
- 2-2 نظريات سعر الفائدة Interest rate theories
 - 1-2-2 نظرية الفائدة الكلاسيكية *The Classical Theory of Interest*
 - 2-2-2 نظرية الأموال القابلة للإقراض Loanable funds theory
 - 3-2-2 نظرية تفضيل السيولة Liquidity preference theory
 - 3-2 هيكل أسعار الفائدة The term structure of interest rates
 - 4-2 نظريات هيكل المدى لأسعار الفائدة Theories of term structure of interest rates
 - 1-4-2 نظرية التوقعات Expectations theory
 - 2-4-2 نظرية علاوة السيولة Liquidity premium theory
 - 5-2 معدل الفائدة المستقبلي ومنحنى العائد *Forward interest rates and yield curve*

من أجل اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار في ظل بيئة مالية ديناميكية، من الأهمية بمكان فهم أسعار الفائدة كأحد المحددات الرئيسية للبيئة المالية. العديد من النظريات الاقتصادية تشرح محددات أسعار الفائدة. نظريات أخرى تشرح تنوع أسعار الفائدة وهيكلها، أي العلاقة بين أسعار الفائدة واستحقاق أدوات الدين.

2-1 محددات سعر الفائدة:

معدل الفائدة: هو معدل العائد الذي يدفعه مقترض الأموال إلى مقرضها أو السعر الذي يدفعه المقترض مقابل الحق في استخدام الأموال لفترة محددة. وبالتالي فهو أحد أشكال العائد على الأدوات المالية. يتم طرح سؤالين من قبل المشاركين في السوق:

ما الذي يحدد متوسط سعر الفائدة في الاقتصاد؟

لماذا تختلف أسعار الفائدة باختلاف أنواع وأطوال القروض وأدوات الدين؟

تختلف أسعار الفائدة حسب قرار الاقتراض أو الإقراض. هناك سعر فائدة تقرض به البنوك (سعر العرض) وسعر الفائدة الذي تدفعه مقابل الودائع (سعر العرض). الفرق بينهما يسمى الهامش (*spread*). يوجد مثل هذا الفارق أيضًا بين أسعار البيع والشراء في أسواق المال المحلية والدولية وأسواق رأس المال. يتضمن الفارق بين أسعار العرض والطلب أرباح الوسطاء الماليين وتعويض عن التكاليف الإدارية. يتأثر الهامش بدرجة المنافسة بين المؤسسات المالية. في أسواق المال الدولية قصيرة الأجل يكون الهامش أقل إذا كانت هناك منافسة كبيرة. وعلى العكس من ذلك، فإن الفارق بين أسعار الاقتراض والإقراض من البنوك لعملائها من الأفراد أكبر بسبب مخاطر التخلف عن سداد القروض. وبالتالي فإن معدل الإقراض (سعر العرض أو الطلب) يتضمن دائمًا علاوة مخاطر. مفهوم علاوة المخاطرة هي إضافة إلى سعر الفائدة الذي يطلبه المقرض لمراعاة مخاطر تخلف المقترض عن سداد القرض بالكامل أو عدم السداد في الوقت المحدد (مخاطر التخلف عن السداد).

يمكن النظر إلى سعر الفائدة على أنه سعر الانتفاع بالنقود. أو تكلفة رأس المال أو الائتمان؛ ويحسب كنسبة مئوية، من نسبة الفائدة المترتبة على رأس المال، ويُعرّف سعر الفائدة بأنه نسبة تحصل عليها المصارف أو المؤسسات المالية عند تقديم القروض، كما يُعدّ نسبة تُدفع للأشخاص عند الاحتفاظ بأموالهم في الحسابات المصرفية. من التعريفات الأخرى لسعر

الفائدة هو المبلغ المالي الذي يُعبّر عنه بنسبة مئوية، وغالباً تُطبق أسعار الفائدة وفقاً لأسس سنوية، وتشمل كلاً من القروض، والمنتجات الاستهلاكية، والنقود، وغيرها من الأصول.

ينظر الاقتصاديون إلى الفائدة على أنها نسبة العائد على رأس المال. يميز بعض الاقتصاديين الكلاسيكيين بين سعر الفائدة الطبيعي أو الحقيقي وسعر الفائدة في السوق. سعر الفائدة في السوق هو معدل اقتراض الأموال في السوق، في حين أن معدل الفائدة الطبيعي هو معدل العائد على الاستثمار الرأسمالي.

هناك العديد من العوامل التي تحدد علاوة المخاطرة للأوراق المالية غير الحكومية، حيث أن الأوراق المالية الحكومية عادة ما تكون ذات مخاطر عدم سداد منخفضة، ويمكن تعداد هذه العوامل على النحو التالي:

- الجدارة الائتمانية المتصورة للمصدر،
- خصائص الأوراق المالية مثل التحويل، الاستدعاء، وغيرها،
- الضرائب على الفائدة،
- السيولة المتوقعة لإصدار الورقة المالية.

من أجل شرح محددات أسعار الفائدة بشكل عام، تفترض النظرية الاقتصادية وجود سعر فائدة محدد، يعتبر الأساس لجميع أسعار الفائدة في الاقتصاد. عادة ما يعتمد معدل الفائدة هذا من قبل البنك المركزي، ويمكن أن يكون على سبيل المثال سعر الفائدة على الدين الحكومي قصير الأجل أو طويل الأجل، أو سعر الفائدة الأساسي للبنوك التجارية، أو سعر سوق المال قصير الأجل. وعليه، يُفترض أن هيكل سعر الفائدة مستقر وأن جميع أسعار الفائدة في الاقتصاد من المرجح أن تتحرك في نفس الاتجاه.

يجب ملاحظة أن معدلات الفائدة المعروضة من قبل المؤسسات المالية هي معدلات اسمية، وتستخدم لحساب مدفوعات الفائدة للمقرضين والمقرضين. وكون التكلفة الحقيقية لمدفوعات الفائدة تنخفض بمرور الوقت فلا بد من ملاحظة وجود معدل فائدة حقيقي، أي معدل الفائدة المعدل لمراعاة معدل التضخم. نظراً لأن معدل العائد الحقيقي للمقرض يمكن أن ينخفض أيضاً بمرور الوقت، يحدد المقرض أسعار الفائدة لتأخذ في الاعتبار معدل التضخم المتوقع خلال فترة القرض. عندما يكون هناك عدم يقين بشأن معدل العائد الحقيقي الذي سيحصل عليه المقرض، فإنه يميل إلى الإقراض بأسعار

فائدة ثابتة على المدى القصير. مع تجديد القرض بشكل دوري وبسعر فائدة جديد يعكس التغيرات في معدل التضخم. من ناحية أخرى، يمكن للمقرضين تحديد سعر فائدة عائم يتم تعديله حسب تغيرات معدل التضخم.

للتعبير عن العلاقة بين أسعار الفائدة الحقيقية والاسمية يمكن استخدام المعادلة التالية:

$$i = (1 + r)(1 + ie) - 1$$

حيث i هو معدل الفائدة الاسمي، و r هو معدل الفائدة الحقيقي، و ie هو معدل التضخم المتوقع.

مثال:

لو فرضنا أن بنك منح قرض بمبلغ 1000 ليرة لمدة عام بسعر فائدة حقيقي 3%. فمن المتوقع أن المصرف سيسترد مبلغاً قوته الشرائية 1030 ليرة فإذا توقع البنك أن نسبة معدل التضخم ستكون 10% خلال العام المقبل، فسيحتاج إلى 1133 ليرة للمحافظة على القوة الشرائية، وعليه سيكون معدل الفائدة الاسمي 13.3%

$$i = (1 + 0,03)(1 + 0,1) - 1 = (1,03)(1,1) - 1 = 13.3\%$$

يمكن تبسيط المعادلة السابقة لتصبح $i = r + i_e$ وبالتالي فإن معدل العائد الحقيقي يكون $r = i - i_e$.

مع افتراض أن معدل الفائدة الحقيقي (r) مستقر مع الزمن، فإن المعادلة تبين ما يسمى بأثر فيشر الذي يفترض أن التغيرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل تحدث بسبب التغيرات في معدل التضخم المتوقع. إذا تم وضع افتراض آخر بأن التوقعات بشأن معدل التضخم للمشاركين في السوق صحيحة، فإن السبب الرئيسي للتغيرات في أسعار الفائدة هو التغيرات في المعدل الحالي للتضخم.

2-2 نظريات سعر الفائدة Interest rate theories

لتوضيح محددات معدل الفائدة، تم طرح ثلاث نظريات:

النظرية الأولى، هي نظرية الفائدة الكلاسيكية التي تفسر الفائدة من خلال الادخار والاستثمار.

✓ النظرية الثانية، هي نظرية الأموال القابلة للقرض أو نظرية الفائدة الكلاسيكية الجديدة.

✓ النظرية الثالثة، هي نظرية تفضيل السيولة أو لنظرية النقدية.

تجدر الإشارة إلى أن جميع هذه النظريات تسعى إلى تفسير معدل الفائدة من خلال التوازن بين قوى الطلب والعرض. بعبارة أخرى، كل هذه النظريات هي نظريات الطلب والعرض. يكمن الاختلاف بين مختلف النظريات ذات الاهتمام في الإجابة على السؤال: الطلب على ماذا وعرض ماذا.

وفقاً للنظرية الكلاسيكية، يتم تحديد معدل الفائدة من خلال الطلب على المدخرات لتمويل الاستثمار وتوفير المدخرات. تهدف نظرية الأموال القابلة للقرض إلى توضيح معدل الفائدة من خلال التوازن بين الطلب على الأموال القابلة للقرض وتوريدها. إلى جانب المدخرات، تتكون الأموال القابلة للقرض من أموال مشتقة من مصادر أخرى كذلك. النظرية الكينزية للفوائد تشرح تحديد الفائدة من خلال التوازن بين الطلب على المال وعرضه.

نقطة أخرى جديرة بالذكر هي أن نظرية الاهتمام يجب أن تشرح شيئين. أولاً، لماذا تنشأ الفائدة؟ ثانياً، كيف يتم تحديد سعر الفائدة؟ جميع النظريات الثلاث المذكورة أعلاه تشرح كلا الجانبين من الاهتمام.

النظرية الكلاسيكية للفائدة:

كما ذكر أعلاه، تسعى هذه النظرية لشرح وتحديد معدل الفائدة من خلال التفاعل بين الطلب على المدخرات لتمويل الاستثمار وتوفير المدخرات وعرضها. وبما أن هذه النظرية تشرح تحديد معدل الفائدة من قبل قوى حقيقية مثل التوفير، وتفضيل الوقت وإنتاجية رأس المال، فإنها تسمى أيضاً نظرية الفائدة الحقيقية.

يختلف الكتاب الكلاسيكيون فيما يتعلق بأرائهم حول الفائدة. حيث ركز البعض منهم على القوى التي تحكم توفير المدخرات. وبالتالي فقد اعتبروا الفائدة على أنها سعرا للامتناع أو الانتظار أو تفضيل الوقت. يعتقد البعض الآخر أن الإنتاجية الحدية لرأس المال، وهي قوة تعمل على جانب الطلب على النقود، وتحدد معدل الفائدة.

هناك افتراض أساسي مشترك بين جميع الكتاب الكلاسيكيين. هو أن كل منهم يفترض التوظيف كامل للموارد في الاقتصاد. وبعبارة أخرى، في نماذجهم إذا كان ينبغي تخصيص المزيد من الموارد للاستثمار، أي لإنتاج السلع الرأسمالية، يتعين سحب بعض الموارد من إنتاج سلع المستهلكين.

ووفقاً لهذه النظرية، فإن الأموال التي تُقرض لأصحاب المشاريع من أجل الاستثمار في السلع الرأسمالية ستتاح من قبل أولئك الذين يوفرهم من دخولهم. عن طريق الحد من الاستهلاك.

من أجل حث الناس على الادخار، يجب أن يحصلون على فائدة كمكافأة على تأجيل الاستهلاك. لإقناعهم على توفير المزيد من الأموال، يجب منحهم نسبة أعلى من الفائدة. حتى الآن وافق الاقتصاديون الكلاسيكيون المتنوعون لكنهم اختلفوا بالتفصيل حول طبيعة الفائدة. سنناقش أدناه آراء بعض منهم.

الفائدة هي ثمن تأجيل الاستهلاك والانتظار:

بالنسبة لبعض الكلاسيكيين أن الادخار ينطوي على التضحية ببعض الحاجات وتأجيل اشباعها والفوائد هو ثمن هذه التضحية. أي شخص يوفر بعض المال، وبالتالي يستطيع أن يقرضه للآخرين يتمتع عن استهلاك جزء من دخله، ولحثه على القيام بذلك، يجب أن يحصل على الفائدة من المقترض.

وهكذا، فإنه بدون الفائدة لن يكون هناك حافز للوحدات الاقتصادية على تأجيل اشباع حاجاتها، وبالتالي لن يكون هناك مدخرات وأموال يمكن اقراضها للوحدات التي تعاني عجز مالي لتمويل استهلاكها أو استثماراتها. بعض الاقتصاديون ينتقدون هذه الفكرة مثل كارل ماركس، الذي أشار إلى أن الأغنياء الذين هم المصدر الرئيسي للادخار قادرون على الادخار دون تقديم أي تضحية حقيقية، فهم قادرون على اشباع كل حاجاتهم دون أن يؤثر ذلك على مستوى مدخراتهم.

من أجل تجنب هذا الانتقاد، استبدل مارشال كلمة تنتظر "الامتناع". ووفقاً له، عندما يوفر الشخص المال ويقرضه للآخرين، فهو لا يمتنع عن الاستهلاك طوال الوقت. انه مجرد يؤجل الاستهلاك. لكن على الفرد الذي يقترض مدخراته أن ينتظر حتى يسترد المال.

وهكذا، فإن الشخص الذي يوفر المال ويقرضه للآخرين يخضع لتضحية الانتظار. لإجبار الناس على الادخار والانتظار بعض الثمن يجب أن يدفع لهم كتعويض عن تقديم هذه التضحية. وفقاً لهذا الرأي، فإن الفائدة هي ثمن الانتظار.

يتم دفع الفائدة بسبب الأفضلية الزمنية (نظرية فيشر):

وفقاً لآراء إيرفينغ فيشر، الخبير الاقتصادي الأمريكي البارز، والتي تحظى بشعبية كبيرة بين الاقتصاديين، يجب دفع الفائدة تعويضاً للمقرضين عن تأجيل الاستهلاك لأن الناس يفضلون الاستهلاك الحالي عن المستقبلي. وضع فيشر تركيزاً أكبر على تفضيل الوقت كسبب للفائدة. ولكن مع تفضيل الوقت، نظر أيضاً في دور الإنتاجية الحدية لرأس المال الذي استخدم له مصطلح "معدل العائد على التكلفة" كعامل يحدد الفائدة أيضاً.

ينشأ معدل الفائدة لأن الناس يفضلون اشباع حاجاتهم فوراً، وتأجيل هذا يتطلب وجود مكافأة ووفقاً لفيشر، الفائدة هي تعويض عن الأفضلية الزمنية للفرد. وكلما زاد إلحاح الحاجة في الوقت الحاضر، أي كلما كان تفضيل الأفراد للاستهلاك الحالي، كلما كان هناك حاجة أكبر لسعر فائدة أعلى لدفعهم إلى الادخار وإقراض المال.

تعتمد درجة الادخار في الوقت الحالي على حجم الدخل، وتوزيع الدخل بمرور الوقت، ودرجة اليقين فيما يتعلق بالمستقبل وطبيعة الفرد.

من المرجح أن يرغب الأشخاص الذين يمتلكون دخولهم كبيرة في ادخار المزيد من الأموال ومن المرجح أيضاً أنهم سيطلبون سعر فائدة أقل نسبياً.

فيما يتعلق بتوزيع الدخل بمرور الوقت، يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الحالات الممكنة. قد يكون الدخل متجانساً طوال حياة الفرد أو قد يزداد مع التقدم في العمر أو قد ينخفض مع التقدم في السن. في حال كان الدخل موزع بشكل متوازن

خلال حياة الفرد فإن درجة تقبل الفرد لتأجيل الاستهلاك في الوقت الحاضر تتحدد حسب حجم الدخل ومزاج الفرد. إذا كان دخل الفرد متزايد مع تقدمه في العمر، فهذا يعني أن هواجس الفرد ستتناقص بالنسبة للمستقبل وبالتالي رغبته في تأجيل الاستهلاك الحالي من أجل استهلاك أكبر في المستقبل ستكون أقل وبالتالي تفضيله للإنفاق في الوقت الحالي (أي الأفضلية الزمنية) أكبر. من ناحية أخرى، انخفاض الدخل مع التقدم في السن، فإن درجة نفاذ الصبر لإنفاق الأموال في الوقت الحالي ستكون أقل. وأخيراً، فإن شخصية ومزاج الفرد سيحدد أيضاً وقته المفضل.

يتضح من التحليل أعلاه أن فيشر، مثل بوم باورك، قد اعتبرت معدل الفائدة بمثابة صفقة على السلع الحالية المتبادلة مقابل السلع المستقبلية من نفس النوع. قام فيشر بتفسير معدل الفائدة بناءً على مفهوم للدخل. ووفقاً له، الفائدة هي الرابط بين قيم الدخل المستقبلية المتوقعة والقيم الرأسمالية الحالية المبنية عليها. وتعتمد القيمة الرأسمالية الحالية للدخل المتوقع في السنوات المقبلة على سعر الفائدة (أي معدل الأفضلية الزمنية) الذي يتعين خصمه فيه. ويقول: "قيمة البستان تعتمد على قيمة محاصيلها، وهذا القول يشتمل ضمناً معدل الفائدة."

كما ذكر أعلاه، اعتبر فيشر أيضاً إنتاجية رأس المال التي وصفها بمعدل العائد على التكلفة، كعامل محدد للفوائد. وفقاً له، العديد من الاستخدامات المختلفة لرأس المال والتي قد تسفر عن تدفقات مختلفة من الدخل مفتوحة لمالك رأس المال. وكلما زاد تدفق الدخل المتوقع من استخدام رأس المال، كلما زاد معدل الفائدة.

تحديد سعر الفائدة في النظرية الكلاسيكية:

وفقاً للنظرية الكلاسيكية يتم تحديد معدل الفائدة من خلال توفير المدخرات والطلب على المدخرات للاستثمار. لقد شرحنا أعلاه القوى العاملة في جانب عرض المدخرات. وألقى بعض الاقتصاديين الكلاسيكيين الضوء على الامتناع اشباع الحاجات أو الانتظار الذي ينطوي عليه توفير المدخرات والعرض، وشدد آخرون على دور تفضيل الوقت كعامل محدد لتوريد المدخرات.

وفقاً لهذه النظرية، فإن الأموال التي سيتم استخدامها لشراء السلع الرأسمالية يتم توفيرها من قبل أولئك الذين يدخرون من دخلهم الحالي. عن طريق تأجيل استهلاك جزء من دخلها فإنها تطلق الموارد لإنتاج السلع الرأسمالية. يفترض في هذه النظرية أن المدخرات تتمتع بالمرونة. كلما ارتفع معدل الفائدة، كلما زاد الادخار الذي سيحققه الناس. وبالإضافة إلى ذلك، عند معدل فائدة أعلى، ستكون هناك وفورات آتية من أولئك الأشخاص الذين تكون أسعار تفضيلاتهم الزمنية أكبر لصالح الرضا الحالي. ومن ثم، فإن منحى عرض المدخرات سوف ينحدر إلى اليمين.

من ناحية أخرى، يأتي الطلب على المدخرات من رواد الأعمال أو الشركات الراغبة في الاستثمار في السلع الرأسمالية. يتم طلب السلع الرأسمالية كونه من الممكن استخدامها لإنتاج المزيد من السلع التي يمكن بيعها لتحقيق المزيد من الدخل. وكون السلع الرأسمالية لديها إنتاجية مثل جميع العوامل الأخرى. فإن لها إيرادات حدية ومن الممكن رسم منحى الإيرادات الحدية الذي يوضح الزيادة في الدخل المتولدة من استثمار وحدة إضافية.

تستمر الأصول الرأسمالية في تحقيق عوائد لسنوات عديدة. لكن المستقبل غير مؤكد إلى حد بعيد. ولذلك، يتعين على رجال الأعمال الحكم على أوجه عدم التيقن المستقبلية وتقدير العائد أو الدخل المتوقع من الأصول الرأسمالية بعد أخذ مخصصات تكاليف الصيانة والتشغيل. وبعبارة أخرى، يتعين عليهم معرفة العائد الصافي المتوقع للأصول الرأسمالية.

يتم التعبير عن صافي العائد المتوقع كنسبة مئوية من تكلفة الأصول الرأسمالية. كلما زادت الموجودات الرأسمالية من نوع معين، يتوقع أن يقل الدخل من وحدة هامشية منه. لذلك، ينحدر منحى إنتاجية الإيرادات الهامشية لرأس المال إلى اليمين.

في سوق تنافسي تستمر الشركة في توظيف عمال جدد إلى النقطة التي يساوي فيها الإيراد المتوقع من توظيف آخر عامل الأجر الذي يحصل عليه. وهو ما يسمى الإيرادات الحدية للعامل. الآن، يمكن اعتبار ناتج الإيرادات الحدية لأصل رأسمالي كمنتج دخل هام للأموال المستثمرة في تلك الأصول الرأسمالية.

سعر الأموال المستثمرة في الأصول الرأسمالية هو سعر الفائدة الذي يتعين على الشخص دفعه على الأموال المقترضة. يستمر رجل الأعمال في الاستثمار في الأصول الرأسمالية طالما كان معدل العائد الصافي المتوقع، أو بعبارة أخرى، الإيرادات الهامشية لرأس المال أو الاستثمار أكبر من معدل الفائدة. ويبقى الأمر مستمراً حتى الوصول إلى نقطة التوازن

حيث ينخفض الناتج الحدي لرأس المال (أو معدل العائد المتوقع) إلى مستوى سعر الفائدة.

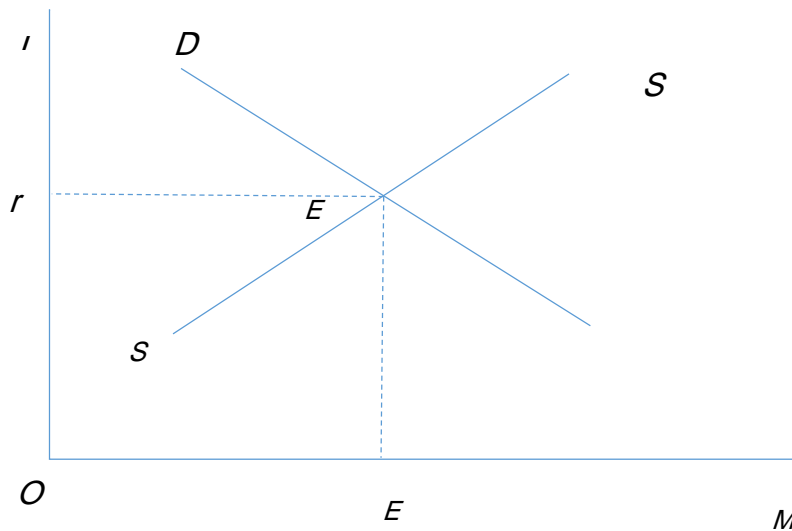
التوازن بين الطلب والعرض:

كما رأينا أعلاه، فإنه ووفقاً للنظرية الكلاسيكية، يتم تحديد معدل الفائدة من خلال تقاطع منحنى طلب النقود أو طلب الاستثمار ومنحنى عرض النقود أو المدخرات.

يوضح الشكل التالي طريقة تحديد معدل الفائدة من خلال تقاطع الطلب على الاستثمار وعرض المدخرات حيث يمثل // منحنى طلب الاستثمار و SS هو منحنى عرض المدخرات. منحنى طلب الاستثمار أو النقود DD وتقاطع منحنى المدخرات SS يتقاطع عند النقطة E وبالتالي يحدد أو حسب معدل الفائدة المتوازن.

في هذا الموقف المتوازن، ON هو مقدار المدخرات والاستثمار. إذا حدث أي تغيير في الطلب على الاستثمار وعرض المدخرات، فإن المنحنيات سوف تتغير وفقاً لذلك، وبالتالي سيتغير معدل الفائدة المتوازن أيضاً.

الشكل: 1-2 معدل الفائدة عند التوازن



نقد النظرية الكلاسيكية لأسعار الفائدة:

انتقد جون مينار كينز *JM Keynes* نظرية الفائدة الكلاسيكية لعدة أسباب. وطرح نظرية جديدة للفوائد تسمى نظرية تفضيل السيولة. سننظر أدناه في الانتقادات المختلفة الموجهة ضد نظرية الفائدة الكلاسيكية.

1- افتراض العمالة الكامل:

وقد تم نقض النظرية الكلاسيكية لتبنيها فكرة التوظيف الكامل للموارد التي يقال إنها غير واقعية. وفي حالة التوظيف الكامل للموارد، لا يمكن إجراء المزيد من الاستثمارات (أي إنتاج المزيد من السلع الرأسمالية) إلا عن طريق الحد من الاستهلاك، ومن خلال الإفراج عن المزيد من الموارد من أجل إنتاج السلع الاستهلاكية.

لذلك، عندما يسود التوظيف الكامل للموارد، يتعين دفع المزيد من الرواتب للعمال من أجل حثهم على تخصيص المزيد من الموارد للاختار وبالتالي لإنتاج السلع الرأسمالية. ولكن عندما يكون هناك موارد معطلة على نطاق واسع، فلا داعي لدفع الناس تأجيل الاستهلاك والانتظار حتى يتحقق المزيد من المدخرات للقيام بالاستثمار.

البروفيسور ديلارد يقول: "في إطار نظام نظري مبني على افتراض التوظيف الكامل، فإن مفهوم الفائدة كمكافأة على الانتظار أو الامتناع أمر معقول للغاية. من المنطقي أن يتم استخدام الموارد بشكل كامل نظرياً ولكن هذا الطرح يفنقر إلى المعقولية في الواقع المعاصر."

2- تجاهل التغييرات في مستوى الدخل:

من خلال افتراض التوظيف الكامل، تجاهلت النظرية الكلاسيكية التغييرات في مستوى الدخل وتأثيرها على المدخرات والاستثمار. تقيم النظرية الكلاسيكية علاقة وظيفية مباشرة بين سعر الفائدة وحجم المدخرات.

ومع ارتفاع معدل الفائدة، سيتم تحقيق المزيد من المدخرات. ولكن مع ارتفاع معدل الفائدة فإن الطلب على الاستثمار سيكون أقل، بالنتيجة أن الفائدة ستميل إلى الانخفاض إلى المستوى الذي تكون فيه المدخرات والاستثمار في حالة توازن. لكن هذا ليس واقعياً أولاً، لأن العلاقة الوظيفية المباشرة بين المدخرات ومعدل الفائدة أمر مشكوك فيه، وثانياً، لأنه عندما يحدث المزيد من المدخرات نتيجة للارتفاع في سعر الفائدة، فإن هذه الوفورات يجب أن تؤدي إلى مزيد من الاستثمار، فوفقاً للنظرية الكلاسيكية حجم الاستثمار يحكمه حجم المدخرات وهذا غير واقعي.

في النظرية الكلاسيكية، لا يمكن زيادة الاستثمار حتى في معدلات الفائدة المنخفضة، بسبب ندرة المدخرات بأسعار فائدة منخفضة. لكن هذا ليس ما يحدث في الواقع. وبنسبة فائدة أقل، سيتم إجراء المزيد من الاستثمارات وزيادة الاستثمار سوف يؤدي إلى زيادة الدخل، وبالتالي زيادة المدخرات.

إضافة إلى ما سبق، فإن الميل لتوازن طلب النقود وعرضها أي الاستثمار والادخار يتم تحقيقه من خلال التغيرات في الدخل. وبالتالي، فإن انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة الاستثمار والدخل ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع في المدخرات. ولكن هذا يتناقض تماماً مع النظرية الكلاسيكية حيث يتم تحقيق وفورات صغيرة في معدل الفائدة المنخفض.

ويترتب على التحليل أعلاه أنه بإهمال التغيرات في الدخل، فإن النظرية الكلاسيكية تقود إلى الخطأ في النظر إلى معدل الفائدة باعتباره العامل الذي يحقق المساواة في الادخار والاستثمار. تتجاهل النظرية الكلاسيكية التغيرات في مستوى الدخل لأنها تفترض التوظيف الكامل للموارد.

3- التأثير المثبط لاستهلاك:

وفقاً للنظرية الكلاسيكية، يمكن أن يحدث المزيد من الاستثمار فقط عن طريق زيادة الادخار على حساب الاستهلاك. مزيد من الانخفاض في الاستهلاك، وزيادة في الاستثمار في السلع الرأسمالية. لكننا نعرف أن الطلب على السلع الرأسمالية هو طلب مشتق؛ مشتق من الطلب على السلع الاستهلاكية. ولذلك، فإن الانخفاض في الاستهلاك، والذي يعني انخفاض الطلب على السلع الاستهلاكية، سيؤثر سلباً على الطلب على السلع الرأسمالية وبالتالي سوف يقلل من الرغبة في

الاستثمار .

كما سنرى لاحقاً، في نظرية كينز، لا يحدث المزيد من الاستثمار على حساب الاستهلاك. في نظرية كينز، في ضوء وفرة الموارد، يمكن زيادة الاستثمار من خلال استخدام الموارد العاطلة عن العمل والعاملة. عندما يزيد الاستثمار، فإنه يؤدي إلى زيادة مستوى الدخل. مع الزيادة في الدخل، سيستهلك الناس أكثر. وبالتالي في التحليل الكينزي، يؤدي المزيد من الاستثمار إلى مزيد من الاستهلاك، أو بعبارة أخرى، الاستثمار والاستهلاك معاً. التحليل الكينزي أكثر واقعية في سياق تعطل الموارد السائدة في الاقتصاد.

4-عدم التحديد:

أخيراً، النظرية الكلاسيكية، كما أشار كينيز، غير محددة. يتحرك موضع منحنى عرض النقود مع مستوى الدخل. سيكون هناك جداول مدخرات مختلفة لمستويات مختلفة من الدخل. ومع ارتفاع الدخل، سينحرف منحنى المدخرات إلى اليمين، وعندما ينخفض الدخل سينحرف منحنى عرض النقود إلى اليسار. وبالتالي، لا يمكننا معرفة موقف منحنى العرض ما لم نكن نعرف بالفعل مستوى الدخل، وبالتالي لا يمكننا معرفة معدل الفائدة .

ولكن لا يمكننا معرفة مستوى الدخل دون معرفة سعر الفائدة لأنه مع تغيرات في معدل الفائدة سوف يتغير الاستثمار الذي بدوره سيحدث تغييرات في مستوى الدخل. وبالتالي، فإن النظرية الكلاسيكية لا تقدم حلاً محددًا لمشكلة تحديد سعر الفائدة. إن الادخار يشكل جزءً من الدخل الحالي وهو ليس هي المصدر الوحيد لعرض النقود. كما رأينا، نظرت النظرية الكلاسيكية فقط إلى تحقيق وفورات من الدخل الحالي باعتبارها تشكل العرض في السوق. لكن المدخرات من الدخل الحالي ليست هي المصدر الوحيد. عادة ما يكون لدى الناس مدخرات سابقة أو اكتناز، والتي كانت معطلة في الماضي. علاوة على ذلك، أصبح الائتمان المصرفي في يومنا هذا مصدراً مهماً جداً للأموال الاستثمارية التي لا تأخذها النظرية الكلاسيكية بعين الاعتبار.

2-2-2 نظرية الأموال القابلة للإقراض Loanable funds theory

إحدى المدارس الفكرية التي حاولت تفسير سعر الفائدة أنتجت ما يسمى نظرية الأموال القابلة للإقراض. من بين الاقتصاديين الرئيسيين الذين ساهموا في تطوير هذه النظرية، يمكن ذكر *Myrdal*، *Robertson*، *Bertil Ohlin*، *Wicksell*، *Viner*، *Lindahl*، إلخ.

ووفقاً لهذه النظرية، فإن القوى الحقيقية، مثل التوفير، والانتظار، وتفضيل الوقت، وإنتاجية رأس المال لوحدها لا يمكنها تحديد معدل الفائدة، وهكذا رأى أعداء نظرية الأموال القابلة للقرض تفاعل القوى النقدية وغير النقدية في تحديد سعر الفائدة. ولذلك، فإننا نرى أن نظرية الأموال القابلة للقرض هي نظرية نقدية ذات أهمية، على الرغم من أنها نظرية نقدية جزئية فقط لأنها تدرك أيضاً أهمية القوى الحقيقية مثل ثبات وإنتاجية رأس المال في تحديد معدل الفائدة.

وفقاً لهذه النظرية، يتم تحديد سعر الفائدة من خلال الطلب على الأموال وعرضها. ويتكون عرض الأموال القابلة للقرض من الوفورات الناتجة عن الدخل المتاح والتخلي عن الأموال والأموال التي تخلقها البنوك وحاجات الاستثمارات (أي تفكيك رأس المال الثابت والعامل).

يتكون الطلب على الأموال القابلة للقرض من الطلب على الاستثمار والطلب على الاستهلاك والطلب على اكتناز الأموال. سنناقش أدناه بالتفصيل هذه المصادر المتعددة للعرض والطلب على الأموال القابلة للقرض.

1- مصادر الأموال القابلة للإقراض:

أ- المدخرات:

تشكل مدخرات الأفراد والأسر أهم مصدر الأموال القابلة للإقراض. هذه الأموال يتم النظر في أي بطريقتين. أولاً، الوفورات السابقة، أي الوفورات التي خطط لها الأفراد والأسر في بداية الفترة في ضوء الدخل المتوقع والنفقات المتوقعة، وثانياً، المدخرات، أي الفرق بين إيرادات الفترة السابقة واستهلاك الفترة الحالية. ويفترض أن مقدار المدخرات يختلف مع معدل الفائدة. المزيد من المدخرات سوف يأتي مع ارتفاع معدلات الفائدة والعكس صحيح. ومن المسلم به أن المدخرات من

الأفراد والأسر تعتمد في المقام الأول على حجم دخلهم. ولكن، بالنظر إلى مستوى الدخل، تختلف الوفورات باختلاف سعر الفائدة؛ كلما زاد معدل الفائدة، زاد حجم الادخار. لذلك، ينحدر منحنى العرض من المدخرات إلى اليمين. بالنسبة لقطاع الأعمال، عندما يكون النشاط التجاري من نوع الملكية الفردية أو الشراكة، يتم استخدام جزء من الدخل لأغراض الاستهلاك ويتم الاحتفاظ بجزء لمزيد من التوسع في العمل.

عندما يكون النشاط التجاري من نوع شركة المساهمة، يتم توزيع جزء من الأرباح كأرباح على المساهمين ويتم الاحتفاظ بجزء من أرباح الشركة غير الموزعة مما يشكل وفورات الشركة.

تعتمد المدخرات التجارية جزئياً على معدل الفائدة الحالي. ومن المرجح أن يشجع معدل أعلى للفائدة مدخرات الأعمال كبديل للاقتراض من الأسواق المالية. يتم استخدام هذه المدخرات في الأغلب لأغراض الاستثمار من قبل الشركات التجارية نفسها، وبالتالي، فإن معظمها لا يدخل السوق لأموال قابلة للقرض. لكن هذه المدخرات تؤثر على معدل الفائدة لأنها تعمل كبديل للأموال المقترضة، وبالتالي تقلل من الطلب في السوق على الأموال القابلة للقرض.

عادة ما يكون لدى الأفراد أرصدة نقدية غير نشطة (مكتنات) تم توفيرها ومراكمتها من دخول فترات سابقة، وقد يصل الأفراد إلى قناعة ضرورة توظيف هذه الأموال ما يشكل مصدراً لعرض الأموال القابلة للإقراض. حيث تصبح الأرصدة النقدية المتعطلة أرصدة نقدية نشطة، وبالتالي تزيد من المعروض من الأموال القابلة للقرض.

يلجأ الأفراد إلى اكتناز الأموال بسبب تفضيلهم للسيولة. وعندما يصبح معدل الفائدة مغرياً أو عندما تنخفض أسعار الأوراق المالية، قد ترغب الأفراد بالاستفادة من هذه التحركات في السوق وبالتالي اخراج الأموال لإقراضها للآخرين أو لشراء الأوراق المالية. وبسعر فائدة أعلى، يستنفذ الأفراد مكتناتهم ويعملون على توظيفها. وبأسعار فائدة متدنية للغاية، لن يكون هناك مكافأة مجزية ومشجعة لتوظيف هذه الأموال فتبقى خارج السوق.

ب- النقود البنكية:

النظام المصرفي هو مصدر آخر مهم لتوريد الأموال القابلة للإقراض. البنوك التجارية من خلال ما تقوم به من عمليات منح للقروض وتوظيف الودائع وشراء وبيع الأوراق المالية فإنها تتدخل في حجم الأموال القابلة للإقراض.

2- الطلب على الأموال القابلة للقرض:

بعد شرح مصادر عرض الأموال القابلة للإقراض، ننتقل إلى توضيح العوامل التي تحدد الطلب على الأموال. فهذه النظرية تختلف عن النظرية الكلاسيكية في تفسيرها للطلب على الأموال.

في حين أن النظرية الكلاسيكية تعتبر فقط الطلب على الأموال لأغراض الاستثمار، فإن نظرية الأموال القابلة للقرض تنظر أيضاً في طلب القروض للاستهلاك والطلب على اكتناز الأموال، إضافة إلى طلب الأموال للاستثمار.

1- الطلب على الاستثمار:

ويشكل الطلب على الاستثمار عاملاً مهماً يعمل في جانب الطلب على الأموال القابلة للإقراض. ويشمل طلب الاستثمار قروض رجال الأعمال لشراء أو صنع سلع رأسمالية جديدة بما في ذلك بناء المخزون. ومن الواضح أن ثمن الحصول على الأموال القابلة للقرض المطلوبة لشراء أو صنع السلع الرأسمالية هو سعر الفائدة. وسوف يستمر رجال الأعمال الاستثمار في طلب الأموال حتى النقطة التي يكون فيها المعدل الصافي للعائد على الاستثمار مساوياً لمعدل الفائدة. في نظرية الأموال القابلة للإقراض، يعتمد الطلب على الاستثمار على الإيرادات الهامشية لرأس المال (أو معدل العائد الهامشي) بنفس الطريقة كما في النظرية الكلاسيكية.

عندما ينخفض سعر الفائدة، سيجد رجال الأعمال أنه من المربح زيادة الاستثمار في السلع الرأسمالية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأموال. وهكذا نرى أن الطلب على الأموال القابلة للإقراض لأغراض الاستثمار يتسم بالمرونة؛ حيث أنه عند

سعر فائدة منخفض، سيكون هناك طلب استثماري أكبر والعكس صحيح. ولذلك، فإن منحنى الطلب على الاستثمار للأموال القابلة للقرض ينحدر نزولاً إلى اليمين.

ب- طلب الاستهلاك:

مصدر آخر مهم من مصادر الطلب على للقرض هو الطلب على القروض من قبل الناس لأغراض الاستهلاك. يطلب المستهلكون القروض لأغراض الاستهلاك عندما يرغبون في القيام بعمليات شراء تزيد عن دخلهم الحالي ومواردهم النقدية المتاحة.

يتم طلب القروض لأغراض الاستهلاك بشكل عام لشراء سلع استهلاكية متوسطة أو دائمة مثل المنازل والسيارات والثلاجات وأجهزة التلفزيون وأجهزة تكييف الهواء وما إلى ذلك. في حين أن معدل الفائدة المنخفض سيحث الناس على الاقتراض أكثر للتمويل الاستهلاك، فإن معدلات الفائدة الأعلى لن تثبط الاقتراض للاستهلاك. لذلك، ينحدر طلب الاستهلاك للأموال القابلة للقرض إلى اليمين ويظهر من خلال المنحنى المسمى DS في الشكل.

الطلب على اكتناز النقود، يعد الطلب على النقود بمثابة عامل مهم آخر يحدد الطلب على الأموال القابلة للإقراض. وينشأ الطلب على الأموال الاحتياطية بسبب تفضيل الناس للسيولة، أي للأرصدة النقدية.

تمثل النقود المودعة الأرصدة النقدية الخاملة. الناس توفر المال عندما لا تنفق كل دخلها المتاح على الاستهلاك. الآن يمكن للناس إقراض مدخراتهم للآخرين أو شراء الأوراق المالية مع مدخراتهم أو استثمار مدخراتهم في الأصول الرأسمالية الحقيقية. أما الاستخدام البديل الآخر للدخل المحفوظ (أي الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك) فهو اكتنازها، أي الاحتفاظ بها كأرصدة نقدية خاملة. يمكن للناس أيضاً أن يخزنوا المال عندما يبيعون الأوراق المالية أو الأصول المملوكة لهم ولا ينفقون العائدات التي حصلوا عليها.

الآن يطرح السؤال حول لماذا يكتنز الافراد المال عندما يستطيعون كسب بعض الدخل من خلال إقراضه للآخرين أو استثماره في الأوراق المالية أو الأصول الرأسمالية. أحد الأسباب المهمة للطلب على اكتناز المال هو أن الناس يحبون

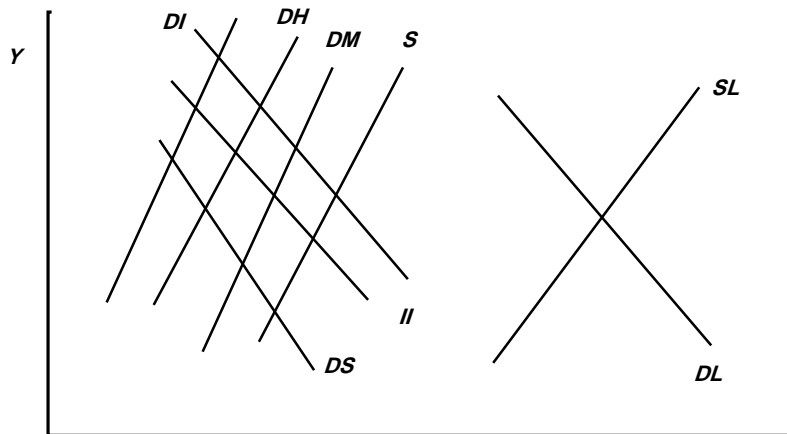
الاستفادة من التغييرات في سعر الفائدة أو التغييرات في أسعار الأوراق المالية في المستقبل. فمع ارتفاع معدلات الفائدة، سيحتفظ الأفراد بأموال أقل. سيكتنون المزيد من الأموال عند أسعار فائدة منخفضة لأن العائد الذي يتخلون عنه في هذه الحالة لن يكون كبير جداً.

وبالتالي، فإن منحنى الطلب على اكتناز الأموال سينحدر نزولاً كما هو موضح بالمنحنى H في الشكل. من خلال إضافة منحنى طلب الاستثمار " I "، أو منحنى التوفير أو الطلب على الاستهلاك " D "، ومنحنى طلب التجزئة، نحصل على DL على أنه منحنى الطلب الكلي على الأموال القابلة للقرض.

3- التوازن بين الطلب وعرض الأموال القابلة للإقراض:

لقد أوضحنا أعلاه العوامل التي تحكم كل من الطلب على الأموال القابلة للإقراض والطلب عليها، كما حددنا منحنى إجمالي الطلب لهذه الأموال (DL) ومنحنى العرض الكلي أيضاً (SL). الآن، يتم تحديد معدل الفائدة من خلال تقاطع الطلب DL والعرض SL ، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 2-2: توازن العرض والطلب على الأموال القابلة للإقراض



تتقاطع منحنيات DL و SL عند النقطة E وبالتالي تحدد سعر الفائدة التوازني، حيث تكون الأموال القابلة للإقراض المعروضة والمطلوبة مساوية لـ OM . عند أي سعر فائدة آخر، إما أن يتجاوز الطلب على الأموال العرض من الأموال القابلة للإقراض أو سيتجاوز المعروض منها الطلب عليها، وبالتالي سيكون هناك تغيير في سعر الفائدة حتى يصل إلى مستوى جديد حيث يتساوى الطلب والعرض على الأموال القابلة للإقراض من جديد.

وهكذا نرى أن معدل الفائدة الذي يحدده كل من طلب وعرض الأموال القابلة للإقراض لن يكون مستقرا إذا كان هناك عدم مساواة بين المدخرات والاستثمار بهذا المعدل. هذا التفاوت سيحدث تغييرا في الدخل وبالتالي تغيير في المدخرات والوفورات من الأموال. نتيجة لذلك، فإن معدل الفائدة يميل إلى التغيير. وسيتم تحقيق معدل فائدة توازني ثابت عندما تقاطع منحنيات العرض والطلب الكلية للأموال القابلة للاقتراض معدل الفائدة المتوازن الذي تكون فيه المدخرات والاستثمارات متساوية أيضًا. ولكن في فترة ما، يسود معدل الفائدة الذي يتساوى فيه الطلب والعرض على الرغم من عدم المساواة في الادخار والاستثمار، على الرغم من أن معدل الفائدة التوازني في مثل هذه الحالة سوف يتغير بمرور الوقت من خلال التغييرات في الدخل.

يمكننا تبسيط التحليل لمكونات الطلب على الأموال القابلة للقرض وعرضها وإخراج شروط معدل الفائدة المتوازن بطريقة أفضل إذا استخدمنا صافي المدخرات. على النحو التالي:

نحن نعلم أن معدل الفائدة عند التوازن يتحدد حين يتساوى عرض النقود القابلة للإقراض مع الطلب عليه، أي:

$$S + DH + BM + DI = I + DS + H$$

من خلال تعديل المعادلة ونقل بعض الحدود من طرف إلى آخر نجد أن:

$$(S - DS) + BM = (I - DI) + (H - DH)$$

$$Net S + BM = Net I + Net H$$

أو

أي : صافي الادخار + الأموال البنكية = صافي الاستثمار + صافي الاكتناز

وهكذا نرى أن معدل الفائدة سيكون على مستوى التوازن حيث يكون العرض من صافي المدخرات والأموال المصرفية مساوياً للطلب على الاستثمار والتكتلات الصافية. هذا هو جوهر نظرية الأموال القابلة للإقراض من الفائدة.

4- نقد نظرية الأموال القابلة للإقراض:

على الرغم من أن هذه النظرية حسّنت بشكل كبير فهمنا للعوامل المؤثرة في عرض النقود والطلب عليها مقارنة بالنظرية الكلاسيكية كونها قدمت تحليل شامل لمحددات سعر الفائدة مع الأخذ في الاعتبار جميع العوامل ذات الصلة بسعر الفائدة، أي كالادخار، وطلب الاستثمار، الاكتناز وكذلك الائتمان المصرفي. ومع ذلك، فقد تم انتقاد هذه النظرية من قبل كينز. أولاً، بالنسبة لكينز أن مفهوم مراكمة الطلب بمختلف أنواعه وكذلك العرض بمختلف أشكاله يبقى أمراً غير مؤكد ومشكوك به. ويرجع ذلك إلى أن الاكتناز ببساطة لا يمكن أن يزيد أو ينقص طالما بقي مبلغ المال كما هو. ووفقاً لرؤيته، إذا بقيت كمية المال كما هي، فسيكون المبلغ الإجمالي للأرصدة النقدية في بداية ونهاية الفترة هو نفسه؛ إذ لا بد من تعويض اكتناز أكبر من جانب شخص واحد من قبل اكتناز أقل من شخص آخر. لكن هذا النقد لنظرية الأموال القابلة للإقراض في غير محلها.

في واقع الأمر، لا يعتمد العرض الفعال للأموال في مجتمع ما على كمية المال فقط؛ بل يعتمد على سرعة تداول النقود. والتي تتغير نتيجة الاكتناز أو القدرة على خلق النقود، وبالتالي، تنطوي على تغييرات في العرض الفعال للمال، على الرغم من أن مبلغ المال في الوجود قد بقي على حاله. وبالتالي فإن اعتراض كينز على نظرية الأموال القابلة للإقراض على هذا الأساس غير صحيح. في واقع الأمر، قدم كينز نفسه التمييز بين الأرصدة "النشطة" و "الخاملة".

والآن، فإن الزيادة في الأرصدة غير العاملة أو غير الفعالة على حساب الأرصدة النشطة هي اكتناز مما يؤدي إلى انخفاض في سرعة تداول النقود. إذا زادت المدة الزمنية لتباطؤ المال (أي فترة الراحة بين عمليتي تداول)، ذلك يعني أن التراكم الذي سيقبل من عرض الأموال القابلة للإقراض في السوق وبالتالي يؤثر على تحديد سعر الفائدة.

كما انتقد كينز هذه النظرية، على أساس أنها كما النظرية الكلاسيكية لم تقدم حلاً حاسماً لتحديد سعر الفائدة ووفقاً له، فإن

المدخرات هي أحد المكونات الهامة لعرض الأموال، وعليه فإن منحى عرض الأموال القابلة للقرض سيختلف مع مستوى الدخل الذي يحدد مستوى الادخار. ولذلك، لا يمكننا معرفة معدل الفائدة ما لم نكن نعرف مستوى الدخل. ولا يمكننا معرفة مستوى الدخل ما لم نكن نعرف معدل الفائدة لأن معدل الفائدة يؤثر على الاستثمار والذي بدوره يحدد مستوى الدخل.

بعد كينز، لم يوافق هانسن على نظرية الأموال القابلة للإقراض، ويؤكد أن "جدول الأموال القابلة للإقراض يتألف من المدخرات بالإضافة إلى الإضافات الصافية إلى الأموال من الأموال الجديدة وبعد التخلي عن أرصدة التباطؤ. ولكن بما أن جزء التوفير من الجدول الزمني يختلف مع مستوى الدخل المتاح، فإن ذلك يعني أن إجمالي جدول الإمدادات للأموال القابلة للإقراض يختلف أيضا مع الدخل مما يجعل معدل الفائدة غير محدد. وعلى الرغم من كينز كان على حق في انتقاد النظرية الكلاسيكية لتجاهلها لتأثير التغيرات في مستوى الدخل عند توفير المدخرات، لكن نقده نظرية الأموال القابلة للإقراض غير صحيح. ويرجع ذلك إلى أن نظرية الأموال القابلة للإقراض تسعى إلى تفسير سعر الفائدة من خلال تحليل الفترة مع تأخر فترة معينة، مما يجعل النظرية محددة تماما.

2-2-3 نظرية تفضيل السيولة Liquidity preference theory

في كتاب، "النظرية العامة للعمالة، أفرد كينز *JM Keynes* فصلاً كاملاً للفائدة والنقود وأعطى وجهة نظر جديدة بالاهتمام. ووفقاً له، "الفائدة هي المكافأة من أجل التخلي عن السيولة لفترة محددة". على الرجل الذي لديه دخل معين أن يقرر أولاً كم سيستهلك وكم سيدخر.

يعتمد الاستهلاك على ما يسميه كينز، الميل للاستهلاك. بالنظر إلى هذا الميل للاستهلاك، سيوفر الفرد نسبة معينة من دخله. ثم يجب عليه اتخاذ قرار آخر يتعلق بكمية الدخل التي سيحتفظ بها على شكل أموال جاهزة (نقدية أو ودائع بنكية بدون فوائد) وكم سيكون حجم الأموال المخصصة للإقراض. وهذه النسبة تعتمد على ما يسميه كينز "تفضيل السيولة" الخاص بكل فرد. وتفضيل السيولة يعني الطلب على المال لإشباع الرغبة في الاحتفاظ بالنقد.

أ- الدوافع لتفضيل السيولة:

يعتمد تفضيل السيولة لشخص معين على عدة اعتبارات. والسؤال هو: لماذا ينبغي على الناس أن يحتفظوا بمواردهم السائلة أو في شكل أموال جاهزة، عندما يستطيعون الحصول على الفائدة عن طريق إقراض هذه الموارد؟ تنشأ الرغبة في السيولة بسبب ثلاثة دوافع هي دافع المعاملات، ودافع الحيطة، ودافع المضاربة.

1-دافع المعاملات:

الدافع للمعاملات يتعلق بالطلب على المال أو الحاجة إلى النقد للمعاملات الحالية للأفراد الاقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات. إذ يرغب الأفراد في الاحتفاظ بالنقود من أجل "سد الفجوة بين استلام الدخل ونفقاته. وهذا ما يسمى "دافع الدخل". يحصل معظم الناس على دخلهم حسب الأسبوع أو الشهر، في حين يذهب الإنفاق يوماً بعد يوم. لذلك، يتم الاحتفاظ بمبلغ معين من المال الجاهز لتسديد الدفعات الحالية لشراء السلع والخدمات. يعتمد هذا المبلغ على حجم دخل الفرد، والفترة الزمنية التي يتم فيها تلقي الدخل وطرق الدفع السائدة في المجتمع.

كما يتعين على رجال الأعمال والمقاولين الاحتفاظ بنصيب من مواردهم في شكل أموال جاهزة لتلبية الاحتياجات الحالية بمختلف أنواعها. فهم بحاجة إلى المال في كل وقت من أجل دفع ثمن المواد الخام والنقل، لدفع الأجور والرواتب وتلبية جميع الأعمال الجارية الأخرى النفقات. هذا ما يطلق عليه كينز "دافع الأعمال" للحفاظ على المال. من الواضح أن مقدار المال المحتفظ به في إطار هذا الدافع التجاري سيعتمد إلى حد كبير على معدل الدوران (أي حجم التجارة في الشركة المعنية). أكبر، حجم التداول، الأكبر بشكل عام، سيكون مقدار المال اللازم لتغطية النفقات الجارية.

2 - دافع الحيطة:

يشير الدافع الحيطة أو الاحترازي إلى رغبة الناس في الاحتفاظ بأرصدة نقدية لحالات طوارئ غير متوقعة. يمتلك الناس مبلغاً معيناً من المال لتغطية مخاطر البطالة والمرض والحوادث وغيرها من حالات الطوارئ غير المؤكدة. ويعتمد مقدار المال المحتجز بموجب هذا الدافع على طبيعة الفرد وعلى الظروف التي يعيش فيها.

3 - دافع المضاربة:

ويتعلق دافع المضاربة بالرغبة في الاحتفاظ بجزء من الموارد على شكل نقد من أجل الاستفادة من تحركات السوق فيما يتعلق بالتغيرات المستقبلية في سعر الفائدة (أو أسعار السندات). إن فكرة الاحتفاظ بالمال لدوافع المضاربة هي فكرة جديدة من نموذج كينز. المال الذي يتم حجزه بدافع المضاربة يعمل كخزان للقيمة حيث يتم استخدام النقد المحتجز بموجب هذا الدافع لتحقيق مكاسب مضاربة من خلال التعامل في السندات التي تتقلب أسعارها. إذا كان من المتوقع أن ترتفع أسعار السندات، وهذا يعني أن معدل الفائدة من المتوقع سوف ينخفض، هنا سيقدم رجال الأعمال على شراء السندات لبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق. أما إذا كان من المتوقع انخفاض أسعار السندات، أي أنه من المتوقع أن يرتفع سعر الفائدة، فإن رجال الأعمال سيبيعون السندات لتجنب خسائر رأس المال.

إن سبب هذه العلاقة العكسية بين الأموال المحتفظ بها من بدافع المضاربة ومعدل الفائدة السائد هو أنه مع معدل فائدة أقل، يكون فوات العائد أقل بسبب عدم إقراض المال أو عدم استثماره، أي إن الاحتفاظ بالمال، لن يكون له تكلفة مرتفعة، وبالتالي، فإن الطلب على المال بدافع المضاربة يتعلق بمعدل الفائدة الحالي، مع زيادة معدل الفائدة ينخفض الدافع والعكس بالعكس. وبالتالي، فإن الطلب على المال بدافع المضارب يرتبط عكساً مع معدل الفائدة.

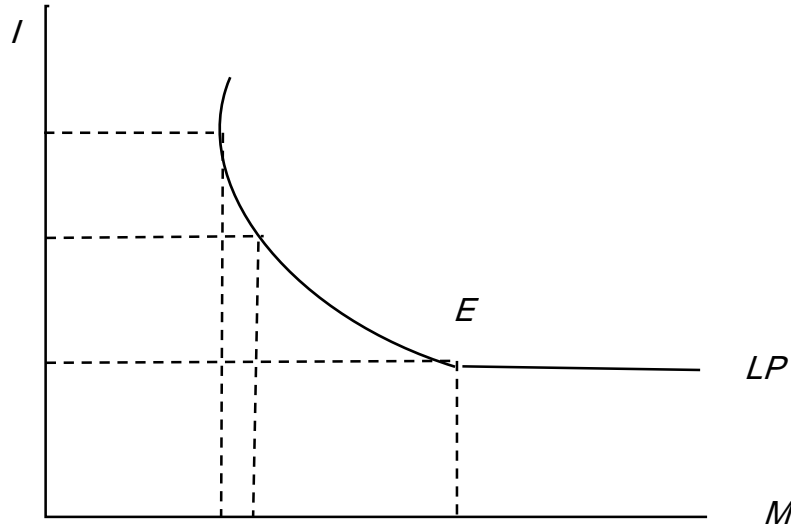
على طول المحور الأفقي يمثل طلب المضاربة على المال وعلى طول المحور الشاقولي معدل الفائدة. منحني تفضيل السيولة LP ينحدر نحو اليمين ويشير إلى أنه كلما ارتفع معدل الفائدة، قل الطلب على دافع المضاربة، والعكس بالعكس. وبالتالي، عند معدل فائدة مرتفع Or يتم الاحتفاظ بكمية صغيرة جداً OM من الأموال لدوافع المضاربة. ويرجع السبب في ذلك إلى أنه في ظل ارتفاع معدل الفائدة الحالي، من الأفضل إقراض الأموال أو استخدامها لشراء السندات، وبالتالي يتم الاحتفاظ بأموال أقل كأرصدة غير نشطة. إذا انخفض سعر الفائدة إلى Or'' فسيتم الاحتفاظ بمبلغ أكبر من OM'' تحت دوافع مضاربة، حيث أن العائد على الودائع غير مغرٍ كما إن أسعار السندات تكون مرتفعة ما يجعل منها غير جذابة للاستثمار.

مع مزيد من الانخفاض في معدل الفائدة على الأموال يصبح منحني تفضيل السيولة LP مسطحاً تماماً، أي أنه مرن تماماً

عند معدل فائدة منخفض جداً. هو خط أفقي وراء النقطة E نحو اليمين.

يشير هذا الجزء المرن تماماً من منحنى تفضيل السيولة إلى وضع تفضيل السيولة المطلقة للناس. أي بمعدل فائدة منخفض للغاية سيحتفظ بها الناس كأرصدة غير نشطة أي مبلغ من المال يحصلون عليه. ويسمى هذا الجزء من منحنى تفضيل السيولة مع تفضيل سيولة مطلقة مصيدة السيولة من قبل بعض الاقتصاديين.

الشكل 2-3: منحنى تفضيل السيولة ومصيدة السيولة



لكن الطلب على المال لإشباع دافع المضاربة لا يعتمد كثيراً على معدل الفائدة الحالي، كما هو الحال بالنسبة لتوقعات التغيرات في سعر الفائدة. إذا كان هناك تغيير في التوقعات المتعلقة بسعر الفائدة في المستقبل، فإن منحنى تفضيل السيولة لدوافع المضاربة سيتغير كلياً تبعاً لذلك. وبالتالي، إذا كانت توقعات الجمهور تقضي بارتفاع معدل الفائدة (أي أن تكون أسعار السندات أقل) في المستقبل، فإن الطلب على النقود للمضاربة سيزداد، وسيتحرك منحنى تفضيل السيولة لدوافع المضاربة إلى الأعلى.

إن الطلب الكلي على النقود عند كينز ينقسم إلى جزئين، الطلب على النقود بدافع المعاملات وبدافع الحيلة من جهة

وبالطلب على النقود بدافع المضاربة، الجز الأول يرتبط ايجاباً بمستوى الدخل والثاني يرتبط عكساً بمعدل الفائدة، وبالتالي يمكن التعبير عن طلب النقود بالمعادلة التالية:

$$M_d = L_1(Y) + L_2(i)$$

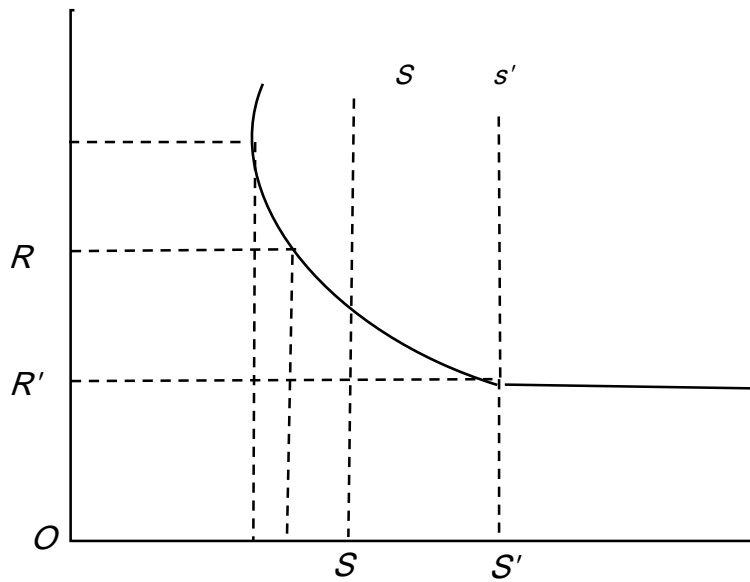
حيث Y تمثل الدخل، $L_1(Y)$ تابع طلب النقود للمعاملات والحيطة، $L_2(i)$ دالة طلب النقود بدافع المضاربة.

ب- تحديد سعر الفائدة: تفاعل تفضيل السيولة وعرض النقود :

وفقا لكينز، فإن الطلب على المال، أي تفضيل السيولة وعرض النقود يحددان معدل الفائدة. وفي الواقع فإن تفضيل السيولة لدوافع المضاربة هي التي تحدد مع كمية المال المطلوبة وبالتالي سعر الفائدة.

لقد أوضحنا أعلاه العوامل التي تؤثر في الطلب. أما بالنسبة لعرض النقود، فيتم تحدد كميته من خلال السياسات الحكومية والبنك المركزي. يتكون إجمالي المعروض من النقود من العملات المعدنية والورقية بالإضافة إلى الودائع المصرفية. الشكل التالي يوضح كيف يتم تحديد معدل الفائدة من خلال التوازن بين تفضيل السيولة بدافع المضاربة وعرض النقود.

الشكل 2-4: توازن تفضيل السيولة والعرض النقدي



يتم تحديد سعر الفائدة عندما يكون الطلب على النقود بدافع المضاربة وعرض النقود في حالة توازن أو تساوي. يتضح من هذا الرقم أن الطلب على المضاربة مقابل النقود يساوي كمية النقود في سعر الفائدة.

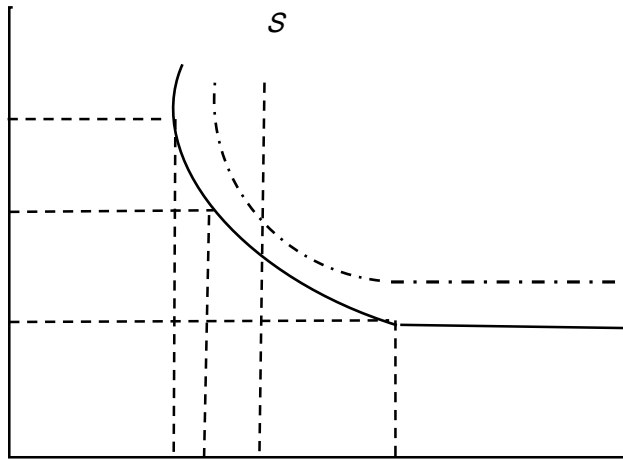
ومن هنا أو هو معدل توازن الفائدة. بافتراض عدم حدوث أي تغيير في التوقعات، فإن الزيادة في كمية المال (على سبيل المثال من خلال عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي لدولة ما) لدوافع المضاربة ستؤدي إلى خفض معدل الفائدة.

في الشكل السابق، عندما تزيد كمية المال من OS إلى OS' ، فإن سعر الفائدة ينخفض من Or إلى Or' لأن الكمية الجديدة من المال "متوازنة مع الطلب على المضاربة مقابل سعر الفائدة". في هذه الحالة، ننتقل إلى أسفل المنحنى. وهكذا، وبالنظر إلى منحنى تفضيل السيولة لدوافع المضاربة، تؤدي الزيادة في كمية الأموال إلى خفض معدل الفائدة.

ولكن فعل الزيادة في كمية المال قد يتسبب في حدوث تغيير في توقعات الجمهور، وبالتالي يتسبب في تحول صاعد في منحنى تفضيل السيولة لدوافع المضاربة مما يؤدي إلى رفع سعر الفائدة. لكن هذا غير مؤكد. قد لا تؤدي التطورات الجديدة إلا إلى اختلافات واسعة في الرأي مما يؤدي إلى زيادة النشاط في سوق السندات دون أن يتسبب بالضرورة في أي تحول في الطلب الإجمالي للمضاربة على الأموال.

من الجدير بالذكر أن التحول في جدول تفضيلات السيولة أو منحني يمكن أن يكون ناجماً عن العديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على التوقعات وقد تحدث بشكل مستقل عن التغييرات في كمية الأموال من قبل البنك المركزي.

الشكل 2- 5: التوازن عند تحرك منحني تفضيل السيولة



3- نقد نظرية تفضيل السيولة:

تعرضت نظرية تفضيل السيولة للاهتمام وكانت محل لبعض الانتقادات التي نناقشها أدناه:

أ - تجاهل العوامل الحقيقية في تحديد الفائدة:

أولاً، لقد تم الإشارة إلى أن معدل الفائدة ليس مجرد ظاهرة نقدية. كما تلعب القوى الحقيقية مثل إنتاجية رأس المال أو الادخار دوراً هاماً في تحديد معدل الفائدة.

جعل كينز معدل الفائدة مستقلاً عن الطلب على الاستثمار. وهي في الواقع، ليست مستقلة. إذ تتأثر السيولة النقدية لرجال الأعمال إلى حد كبير بطلبهم على الاستثمار الرأسمالي. يعتمد هذا الطلب على الاستثمار الرأسمالي على إنتاجية الإيرادات الحدية لرأس المال. لذلك، لا يتم تحديد معدل الفائدة بشكل مستقل عن الإيرادات الهامشية لرأس المال والطلب على

الاستثمار. عندما يزداد الطلب على الاستثمار بسبب زيادة فرص الربح، أو عندما ترتفع الإيرادات الحدية لرأس المال، سيكون هناك طلب أكبر على الاستثمار، وسوف يرتفع معدل الفائدة.

وبالمثل، تجاهل كينز تأثير حجم الادخار على سعر الفائدة. على سبيل المثال، إذا زاد الميل إلى استهلاك الناس، فإن المدخرات سوف تتخفص. ونتيجة لذلك، فإن عرض الأموال في السوق سوف ينخفض مما سيرفع سعر الفائدة.

ب- النظرية الكينزية غير محددة:

نفس النقد الذي أطلقه كينز على النظريات السابقة ينطبق على النظرية الكينزية، فنظرية كينز فسرت سعر الفائدة من خلال الطلب على النقود بدافع المضاربة وبالنظر إلى إجمالي المعروض من النقود، لا يمكننا معرفة حجم الأموال المتاحة لتلبية طلب المضاربة على النقود ما لم نكن نعرف مقدار الطلب على المعاملات المالية. ولا نستطيع أن نعرف المعاملات المتعلقة بالأموال إلا إذا عرفنا مستوى الدخل.

وهكذا فإن النظرية الكينزية، مثل النظرية الكلاسيكية، غير محددة. "في حالة كينز، لا يمكن لجدول العرض والطلب على النقود إعطاء معدل الفائدة ما لم نتوقع مستوى الدخل؛ في الحالة الكلاسيكية، لا تقدم جداول العرض والطلب لتوفير أي حل حتى يتم معرفة الدخل.

2-3 هيكل أسعار الفائدة The term structure of interest rates

تسمى العلاقة بين العوائد على الأوراق المالية المتناظرة بكل خصائصها إلا بآجالها أي أنها لها تواريخ استحقاق مختلفة، هيكل أسعار الفائدة. التركيز الأساسي هنا هو سوق الأوراق الحكومية وذلك بشكل أساسي بسبب دورها كميّار لتحديد العوائد في العديد من القطاعات الأخرى في سوق الدين. الشكل البياني الذي يصور العلاقة بين العائد على سندات الخزنة بفترات استحقاق مختلفة يسمى منحني العائد، وبالتالي، يُشار إلى هوامش الاستحقاق أيضًا باسم منحني هوامش العائد.

منحني العائد يوضح العلاقات بين أسعار الفائدة على سندات تستحق في فترات زمنية مختلفة. أي أنه يظهر هيكل أسعار الفائدة. ومع ذلك، فإن منحني العائد المستند إلى العوائد المعمول بها في سوق الأوراق الحكومية هو مقياس غير مُرضٍ

للعلاقة بين العائد المطلوب والاستحقاق، والسبب الرئيسي هو أن الأوراق المالية ذات نفس الاستحقاق قد يكون لها في الواقع عوائد مختلفة. وبالتالي، من الضروري وضع تقديرات أكثر دقة وموثوقية لمنحنى العائد. من المهم تقدير سعر الفائدة النظري الذي سيتعين على الخزنة دفعه بافتراض أن الورقة المالية التي أصدرتها هي ورقة مالية ذات معدل عائد صفري. إذا تم رسم هيكل العائد في نقطة زمنية معينة، بناءً على العائد حتى الاستحقاق، أو السعر الفوري، فسيتم ملاحظة أحد الأشكال الثلاثة لمنحنى العائد. عندما يزداد العائد بزيادة الاستحقاق، يكون منحنى العائد ذو ميل موجب ويسمى منحنى العائد الصاعد (*upward-sloping yield curve*). يتم التمييز بين منحنيات العائد الصاعدة بناءً على شدة منحنى العائد. عادة ما يتم قياس انحدار منحنى العائد من خلال حساب الفرق بين العائدات طويلة الأجل وقصيرة الأجل. منحنى العائد الهابط أو المقلوب (*downward-sloping or inverted yield curve*) هو منحنى العائد الذي تتخفف معه العائدات بشكل عام مع زيادة الاستحقاق. والنوع الثالث هو المنحنى المسطح (*flat yield*) وهناك نوع خاص حيث يكون فيه العائد على سندات الخزنة قصيرة الأجل وطويلة الأجل نفسه ولكن العائد على سندات الخزنة متوسطة الأجل أقل بكثير ويشار إلى منحنى العائد هذا على أنه منحنى العائد المحدب (*humped yield curve*)

4-2 نظريات هيكل المدى لأسعار الفائدة Theories of term structure of interest rates

هناك العديد من النظريات الاقتصادية الرئيسية التي تشرح الأشكال المختلفة لمنحنى العائد. منها:

- نظرية التوقعات
- نظرية علاوة السيولة
- نظرية التوقعات

1-4-2 نظرية التوقعات Expectations theory

تفترض نظرية التوقعات الصافية أن المستثمرين لا يميزون بين الاستثمار لفترة طويلة والاستثمار لفترة أقصر كونهم يستطيعون إعادة استثمار رأس المال بالإضافة إلى الفائدة الناجمة عن الاستثمارات قصيرة الأجل. على سبيل المثال، لن يكون للمستثمر أي تفضيل بين إيداع لمدة 12 شهر وإيداع 6 أشهر بهدف إعادة استثمار العائدات لمدة ستة أشهر مرة أخرى طالما أن

معدلات الفائدة المتوقعة هي نفسها. هذا يعني بأن نظرية التوقعات تفترض أن المستثمرين يعاملون آجال الاستحقاق البديلة كبدايل مثالية لبعضهم البعض.

تفترض هذه النظرية أن المستثمرين محايدين للمخاطر. إذ لا يهتم المستثمر المحايد باحتمالية أن تكون توقعات أسعار الفائدة غير صحيحة، طالما أن الانحرافات الإيجابية المحتملة مطابقة على الأرجح للانحرافات السلبية.

بالنسبة للمستثمرين الذين يكرهون المخاطرة، وهذا حال معظمهم، فهم مستعدون للتخلي عن بعض عوائد الاستثمار من أجل تحقيق قدر أكبر من اليقين بشأن عائد وقيمة استثماراتهم. نتيجة النفور من المخاطرة، قد لا يكون المستثمرون غير مباينين بين آجال الاستحقاق البديلة. مما يولد مواقف متباينة تجاه المخاطرة ما ينعكس على تفضيلاتهم إما للآجال القصيرة أو الطويلة. في ضوء ذلك فإن مصطلح هيكل أسعار الفائدة (منحنى العائد) سيعكس علاوات المخاطر.

والسؤال، كيف سيتحول منحنى العائد استجابة للتوقعات المفاجئة بارتفاع أسعار الفائدة وفقاً لنظرية التوقعات؟

حقيقة الأمر، إذا كان الاستثمار قريباً من تاريخ الاستحقاق، فإن مخاطر خسارة رأس المال الناتجة عن تغيرات أسعار الفائدة تكون منخفضة. أما الاستثمارات طويلة الأجل فستعاني من خسارة كبيرة في رأس المال في حالة الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة. وهذه المخاطر تعرف باسم مخاطر رأس المال. للتعويض عن مخاطر فقدان رأس المال على الاستثمارات طويلة الأجل، يطلب المستثمرون علاوة مخاطر على هذه الاستثمارات. وعلاوة المخاطر هي نسبة إضافية من العائد تضاف إلى الفائدة أو العائد لتعويض المستثمرين عن قبول المخاطر. ومن المرجح أن يتعزز هذا الاتجاه نحو منحنى أكثر ميلاً صاعداً نتيجة تفضيل العديد من المقترضين للاقتراض لفترات طويلة (بدلاً من الاقتراض لفترات متتالية قصيرة).

قد يفضل بعض المستثمرين الاستثمارات طويلة الأجل لأنها توفر قدراً أكبر من اليقين بشأن تدفقات الدخل من حيث أنه ثابت ومستقر خلال فترة الاستثمار. إن عدم اليقين هذا ينعكس في خطر الدخل.

إذا كان المستثمرون يفضلون التنبؤ بمعدلات الفائدة، فقد يحتاجون إلى معدل فائدة أعلى على الاستثمارات قصيرة الأجل لتعويض عن مخاطر الدخل. سيؤدي هذا إلى عكس منحنى العائد ليصبح منحنى هابط (منحدر إلى أسفل). إن التأثيرات على ميل منحنى العائد ينجم عن عوامل مثل مخاطر رأس المال ومخاطر الدخل هذا بالإضافة إلى تأثير توقعات أسعار

الفائدة قصيرة الأجل في المستقبل. إذا توقع المشاركون في سوق المال ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، فإن منحنى العائد يميل إلى أن يكون مائلاً إلى الأعلى. إذا كان تأثير مخاطر رأس المال أكبر من تأثير مخاطر الدخل، فإن المنحدر التصاعدي سيكون أكثر حدة. إذا كانت توقعات السوق تشير إلى أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل ستخفض في المستقبل، فإن منحنى العائد يميل إلى الانحدار إلى أسفل. هيمنة التخوف من خطر رأس المال على خطر الدخل يمكن أن تؤدي إلى تخييض ميل المنحنى وأحياناً إلى تحول المنحنى الهابط إلى منحنى صاعد.

2-4-2 نظرية علاوة السيولة Liquidity premium theory

بعض المستثمرون يميلون إلى الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل عوضاً عن الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل، كون قصيرة الأجل تكون أكثر سيولة. في مثل هذه الحالة، لن يقدموا على الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل إلا منحتم تعويضاً عن نقص السيولة وهو ما يسمى علاوة السيولة. كونه الممكن بيع الاستثمارات الطويلة قبل تاريخ استحقاقها، فإن أسعارها تكون حساسة جداً لتقلبات أسعار الفائدة، في حين أن الأوراق المالية قصيرة الأجل تكون أكثر قابلة وسهولة للتحويل إلى سيولة وبدون خسائر تذكر في قيمتها. لهذا لا بد من وجود علاوة السيولة على الأوراق المالية التي تتغير قيمتها عبر الزمن، وحجم العلاوة مرتبط بشكل أساسي بحساسية تغير السعر. ونظرية علاوة السيولة تشرح تأثير علاوة السيولة على سعر الفائدة.

5-2 معدل الفائدة المستقبلي ومنحنى العائد Forward interest rates and yield curve

التوقعات المتعلقة بالقرار الاستثماري هي توقعات متعلقة بالأساس بتوقعات السوق. مدير الاستثمار الناجح يبنّي قراراته الاستثمارية من خلال محاولة التنبؤ بالسوق، وتحديدًا التنبؤ بسعر الفائدة بشكل أكثر دقة من متوسط توقعات المساهمين الآخرين في السوق. وكلما كان المدير قادراً على التنبؤ بشكل دقيق كلما كان قادراً على اتخاذ قرارات أسلم.

يمكن استنتاج توقعات السوق من أسعار الفائدة الآجلة. وأسعار الفائدة الآجلة هي أسعار الفائدة التي سيكون معمول بها في المستقبل. وهي معدلات مضمنة في المعدلات الحالية لأجل الاستحقاق المختلفة. فمثلاً، سعر الفائدة الحالي لثلاثة أشهر وسعر الفائدة الحالي لمدة 6 أشهر يتضمنان سعر الفائدة لثلاثة أشهر بعد ثلاثة أشهر، بمعنى لو أننا قمنا بإيداع مبلغ من المال لمدة ثلاثة أشهر اليوم وبعد انتهاء مدة الوديعة قمنا بتوظيف رصيد الوديعة (المبلغ والفائدة) لمدة ثلاثة أشهر إضافية بمعدل الفائدة الذي سيكون معمول به في وقتها، فإننا سنحصل في نهاية الستة أشهر على نفس النتيجة كما لو أننا قمنا بتوظيف المبلغ لمدة ستة أشهر اليوم بمعدل الفائدة المعمول به اليوم لستة أشهر.

على سبيل المثال، إذا كان معدل الفائدة لـ 3 أشهر هو 9% سنوياً ومعدل الفائدة لـ 6 أشهر هو 10% سنوياً، فإن سعر الفائدة لـ 3 أشهر بعد 3 أشهر سيكون 10.76%. والذي يمكن حسابه وفق ما يلي:

$$\left(1 + \frac{9\%}{4}\right)(1 + x) = \left(1 + \frac{10\%}{2}\right)$$

$$(1 + 2.25\%)(1 + x) = (1 + 5\%)$$

$$(1 + x) = \left(\frac{1.05}{1.0225}\right) = 1.1076$$

وبالتالي فإن معدل الفائدة لثلاثة أشهر سيكون 10.76% بعد ثلاثة أشهر.

يمكن تفسير السعر الآجل على أنه توقع السوق لسعر الفائدة المستقبلي في ظل الافتراضات التالية:

نظرية توقعات منحنى العائد صحيحة ولا يوجد علاوة مخاطر.

إذا تم النظر إلى نظرية التوقعات كنموذج جيد، ولكن هناك علاوة مخاطرة، فإن هناك تعديلاً مطلوباً لإزالة آثار علاوة المخاطرة قبل أن يتم تفسير النتيجة على أنها توقعات السوق لسعر الفائدة المستقبلي

سؤال: ما معنى السعر الآجل في سياق مصطلح هيكل أسعار الفائدة؟

يُعرف منحنى العائد، على أساس سندات ذات معدلات صفرية، باسم منحنى العائد الفوري. ويعتبر أكثر إفادة من منحنى العائد الذي يربط عوائد الاسترداد بأجل استحقاق السندات التي تحمل قسيمة. علماً بأن تاريخ الاسترداد ليس هو تاريخ

الاستحقاق الوحيد.

مثال :

بفرض أن معدل الفائدة لسنة واحدة هو 6.5% سنوياً. وسعر الفائدة لستة أشهر هو 6% سنوياً. ما هو معدل الفائدة الآجلة لستة أشهر للفترة القادمة ما بين ستة أشهر وسنة واحدة من الآن؟

هل يمكن اعتبار سعر الفائدة الآجل هذا هو معدل الفائدة المتوقع من قبل المشاركين في سوق المال؟

لنفترض أن x هو سعر الفائدة لستة أشهر الآجل سنوياً. وعليه فإن معدل الفائدة لستة أشهر هو $(x/2)$

$$\left(1 + \frac{6\%}{2}\right) \left(1 + \frac{x}{2}\right) = (1 + 6.5\%)$$

$$(1 + 3\%) \left(1 + \frac{x}{2}\right) = (1 + 6.5\%)$$

$$\left(1 + \frac{x}{2}\right) = \left(\frac{1.065}{1.03}\right) = 1.034$$

وكون $(x/2)$ تساوي 3.4% فإن x تكون 6.8% وهي معدل فائدة سنوي مستقبلي أي يمكن اعتبارها توقعات السوق إذا كانت نظرية توقعات منحنى العائد صحيحة ولا يوجد علاوة مخاطرة. إذا كانت نظرية التوقعات صحيحة ولكن هناك علاوة مخاطرة، فيجب إزالة علاوة المخاطرة قبل إجراء الحساب.

لنفترض أن معدل الستة أشهر لا يحتوي على علاوة مخاطر، ولكن معدل السنة الواحدة يحتوي على علاوة مخاطر قدرها 0.1% سنوياً. وعليه فإن معدل الفائدة لسنة واحدة، بعد خصم علاوة المخاطرة، هو 4،6% سنوياً. وبالتالي فإن معدل الفائدة الآجل سيكون 6.6% سنوياً.

يرتبط منحنى العائد الآجل (*forward yield curve*) أسعار الفائدة الآجلة بالآجال الزمنية التي تتعلق بها. على سبيل المثال، تساعد معدلات العائد على السندات ذات الخمس سنوات ومعدلات السندات ذات الأربع سنوات في التنبؤ بمعدلات الفائدة لسنة واحدة بعد أربع سنوات من الآن. يمكن حساب السعر الآجل الضمني عن طريق المعادلة التالية:

$$(1 + r_{4.1}) = \frac{(1 + r_{0.5})^5}{(1 + r_{0.4})^4}$$

حيث $r_{0.5}$ هو معدل الفائدة لمدة خمس سنوات ، و $r_{0.4}$ هو معدل الفائدة لمدة أربع سنوات ، و $r_{4.1}$ هو معدل الفائدة لعام واحد والمتوقع في غضون أربع سنوات. .

تنشأ هذه الصيغة من العلاقة: $(1 + r_{0.5})^5 = (1 + r_{0.4})^4(1 + r_{4.1})$ والتي تنص على أن استثماراً لمدة خمس سنوات بسعر فائدة مدته خمس سنوات يجب أن ينتج عنه نفس المبلغ النهائي لاستثمار لمدة أربع سنوات بمعدل أربع سنوات مع إعادة استثمار العائدات لمدة عام واحد بمعدل عام واحد متوقع أربع سنوات من الآن.

ترتبط قيمة $r_{4.1}$ بالمدة الزمنية، وهي أربع سنوات، على منحنى العائد. إن إجراء مثل هذا الحساب لتتابع فترات زمنية ينتج عنها سلسلة من أسعار الفائدة الآجلة .

سؤال: لماذا قد تبالغ الأسعار الآجلة باستمرار في تقدير أسعار الفائدة المستقبلية؟

سؤال: كيف تؤثر علاوة السيولة على تقدير سعر الفائدة الآجل؟

عندما يتم رسم سلسلة الأسعار الآجلة حسب التواريخ الخاصة بها، فإن سلسلة الأسعار الآجلة تنتج منحنى عائد آجل. يتطلب منحنى العائد الآجل استخدام سندات قسيمة صفرية. هذا يشكل أيضاً الأساس لحساب العقود الآجلة لمعدلات الفائدة قصيرة الأجل. تعد العقود الآجلة لمعدلات الفائدة قصيرة الأجل، والتي غالباً ما تتخذ شكل العقود الآجلة لمعدلات الفائدة لمدة ثلاثة أشهر، أدوات مناسبة لتقليل مخاطر تغيرات أسعار الفائدة. العقود الآجلة لمعدلات الفائدة لمدة ثلاثة أشهر هي التزامات افتراضية للاقتراض أو الإيداع لمدة ثلاثة أشهر تبدأ في تاريخ الاستحقاق الآجل. أنها توفر توقعات معقولة لمعدلات الإقراض والاقتراض التي سيتم العمل بها.

أسئلة الفصل:

(1) أسئلة صح / خطأ True/False

خطأ	صح	السؤال
✓		1 معدل الفائدة هو مكافأة تدفعها الشركات للمستثمرين
	✓	2 سعر الفائدة هو سعر الانتفاع بالنقود، أو تكلفة رأس المال أو الائتمان
✓		3 سيولة الورقة المالية هي من محددات سعر الفائدة الاساس
	✓	4 من العوامل التي تؤثر في علاوة المخاطر هي الجدارة الائتمانية للجهة المصدرة
	✓	5 معدل الفائدة الاسمي يكون أكبر من المعدل الحقيقي بسبب وجود التضخم
✓		6 وفق النظرية النقدية، الطلب على المدخرات هو الذي يحدد سعر الفائدة
	✓	7 النقديون الكلاسيك يفترضون حالة التشغيل الكامل للاقتصاد
✓		8 يفضل الأفراد الاحتفاظ بالسيولة من أجل تمويل المعاملات فقط

(2) أسئلة خيارات متعددة Multiple Choices

1 دوافع تفضيل السيولة هي :

f دافع الحيطة	e دافع المعاملات
h كل ما سبق	g دافع المضاربة

2- نظرية التوقعات تقوم على أساس أن المستثمرون

(e) لا يميزون بين الاستثمارات من حيث آجالها	(f) يميزون بين الاستثمارات من حيث آجالها
(g) يهتمون بالعائد قصير الأجل فقط	(h) غير ذلك

3- بفرض معدل الفائدة كان 10% مركب نصف سنوي فإن معدل الفائدة الحقيقي يكون:

(e) 5%	(f) 10.25%
(g) 10.5%	(h) غير ذلك

4- بفرض كان معدل الفائدة على وديعة لسنة 8% وعلى وديعة لسنتين 10%، فإن معدل الفائدة المستقبلي المتوقع هو

(e) 10%	(f) 14%
(g) 12%	(h) غير ذلك

5- بفرض كان معدل الفائدة على وديعة لسنتين 8% وعلى وديعة لثلاث سنوات 10%، فإن معدل الفائدة المستقبلي المتوقع

بعد سنتان هو

(e) 8%	(f) 10%
(g) 12%	(h) 14%

6- بفرض كان معدل الفائدة على وديعة لسنة 8% وكان معدل الفائدة المستقبلي المتوقع لسنة بعد سنة 9%، فإن معدل

الفائدة اليوم على وديعة لسنتين هو

(e) 8%	(f) 8.5%
(g) 9%	(h) 9.5%

3- أسئلة للمناقشة:

- (1) بين أثر زيادة الميل للادخار على مستوى أسعار الفائدة في الاقتصاد؟
- (2) اشرح كيف يمكن أن تؤثر الزيادة في معدل التضخم على (أ) أسعار الفائدة الحقيقية و (ب) أسعار الفائدة الاسمية.
- (3) لماذا يكره بعض المقرضين مخاطر رأس المال والبعض الآخر يكره مخاطر الدخل؟
- (4) ما هو ميل منحني العائد عندما يهيمن على السوق النفور من مخاطر رأس المال؟
- (5) لماذا قد تتضمن أسعار الفائدة المستحقة على السندات الحكومية "الخالية من المخاطر" طويلة الأجل على علاوة لأجل؟
- (6) ما هو الاستنتاج الذي قد تتوصل إليه بشأن أسعار الفائدة المستقبلية المحتملة في حالة زيادة علاوة الأجل الإيجابية؟
- (7) قامت شركة X بتمويل عملياتها عن طريق قروض بنكية على نطاق واسع. يرتبط سعر الفائدة على القروض بأسعار الفائدة في السوق ويتم تعديله كل ستة أشهر. وبالتالي فإن تكلفة الأموال حساسة لتحركات أسعار الفائدة. بسبب التوقعات بأن الاقتصاد سوف يتعزز خلال العام المقبل، فإن تخطط الشركة لمزيد من النمو من خلال الاستثمارات. تتوقع الشركة أنها ستحتاج إلى تمويل كبير طويل الأجل لتمويل نموها وتخطط لاقتراض أموال إضافية في سوق الديون
- (8) ماذا يمكن أن تكون توقعات الشركة بشأن التغيير في أسعار الفائدة في المستقبل؟ لماذا ؟
- (9) كيف ستؤثر هذه التوقعات على تكلفة اقتراض الشركة على قروضها الحالية والديون المستقبلية؟
- (10) كيف ستؤثر هذه التوقعات على قرار الشركة عند اقتراض الأموال وما إذا كان سيتم إصدار دين بسعر فائدة متغير أو دين بسعر فائدة ثابت؟
- (11) افترض أنه من المتوقع أن يكون سعر الفائدة للأوراق المالية التي تبلغ مدتها عام واحد 4 % اليوم ، و 5% بعد عام من الآن و7% بعد عامين من الآن. باستخدام نظرية التوقعات فقط، احسب عن أسعار الفائدة (الفورية) الحالية على الأوراق المالية لمدة عامين وثلاث سنوات.
- (12) افترض أن سعر الفائدة الفوري (السنوي) على ورقة مالية مدتها ثلاث سنوات هو 8 % ، في حين أن سعر

الفائدة الفوري (السنوي) على سند لمدة عامين هو 5%. استخدم هذه المعلومات فقط لتقدير السعر الآجل لعام واحد بعد عامين من الآن .

(13) افترض أن سعر الفائدة الفوري (السنوي) على ورقة مالية لمدة عامين هو 7% ، في حين أن سعر الفائدة الفوري (السنوي) على ورقة مالية لمدة عام هو 6%. أ) باستخدام هذه المعلومات فقط لتقدير السعر الآجل لسنة واحدة .ب) افترض أن علاوة السيولة على ورقة مالية مدتها سنتان هي 4,0%. استخدم هذه المعلومات لإعادة تقدير السعر الآجل لسنة واحدة

Culbertson J.M. (1957). The Term Structure of Interest Rates, Quarterly Journal of Economics, November, p. 489–504.

Estrella A., Mishkin F. S. (1996). The yield curve as a predictor of U.S. recessions. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance.

Favero C. A., Kaminska I., Söderström U. (2005). The predictive power of the yield spread: Further evidence and a structural interpretation. CEPR Discussion Paper, No. 4910.

Kane E.J. (1970). The term structure of interest rates: An attempt to reconcile teaching with practice, Journal of Finance, Vol.25, May, p. 361–374.

Ron U. (2002). A practical guide to swap curve construction. Chapter 6 in F. J. Fabozzi (ed.) Interest Rate, Term Structure, and Valuation Modeling. New York, John Wiley

MONEY MARKETS الفصل الثالث: الأسواق النقدية

عنوان الموضوع: الأسواق النقدية

كلمات مفتاحية: الأسواق النقدية Money market، الأوراق التجارية Commercial paper، شهادات الإيداع Certificate of deposit، اتفاقيات إعادة الشراء REPO، أذونات الخزينة Treasury bills، سوق ما بين البنوك Interbank market.

ملخص الفصل:

يتناول هذا الفصل أسواق النقد وأدواتها قصيرة الأجل، والتي لها آجال استحقاق أقل من سنة واحدة. التداول بهذه الأوراق المالية في أسواق ما بين البنوك والأسواق الأولية والثانوية. تسمح مجموعة متنوعة من الأوراق المالية لسوق النقد بتلبية الاحتياجات قصيرة الأجل للمقترضين والمقرضين. في هذا الفصل سنقوم بدراسة هيكل سوق النقد والتعرف على الأوراق المالية المتداولة فيه، وأهم خصائصها وكيفية إصدارها والتداول بها، وكذلك التعرف على أهم أنواع العوائد المستخدمة وكيفية حسابها،

المخرجات والأهداف التعليمية:

- 1) فهم آليات عمل أسواق النقد ومكوناتها وكيف يكون تنظيمها.
- 2) التعرف على أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد
- 3) التعرف على آليات تقييم الأوراق المالية قصيرة الأجل بنوعها المخصصة وغير المخصصة.
- 4) التعرف على أسباب ومقتضيات إصدار والاستثمار في السوق النقدية .

مخطط الفصل:

1-3 ماهية أسواق النقد *The money markets*

2-3 دور أسواق النقد وأهدافها *The role and purpose of money markets*

3-3 هيكل أسواق النقد *Money markets segments*

3-4 الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد *Money market instruments*

3-5 أسعار الفائدة والعوائد في سوق المال *Interest rate and returns*

3-5-1 المعدل على أساس الخصم *Discounted Yield*

3-5-2 المعدل على أساس العائد *Add-on Rate*

3-5-4 العائد المكافئ للسندات *Bond-equivalent yield*

5-5-3 العائد السنوي حتى تاريخ الاستحقاق *Annual yield to maturity*

6-5-3 العائد نصف السنوي حتى الاستحقاق *Semiannual yield to maturity*

مقدمة

كنا قد بينا في الفصل الأول كيف أن أسواق النقد هي إحدى الأسواق المالية والتي تعد مكون أساسي من مكونات النظام المالي، وهي سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل، أي تلك الأوراق المالية التي لا تزيد الفترة الفاصلة بين إصدارها وانقضاء أجلها عن سنة واحدة. فيما يلي نتناول أهم خصائص الأسواق النقدية ومكوناتها والأوراق المالية المتداولة فيها بالتفصيل.

3 - 1 ماهية أسواق النقد:

إن تعريف سوق النقد تعريفاً جامعاً مانعاً ليس بالأمر البسيط كما يظن البعض. وغالباً ما يتم تعريف هذه السوق من خلال وصف خصائصها والوظائف التي تقوم بها.

يعرف البعض سوق النقد على أنها سوق الديون قصيرة الأجل سواء كانت قابلة للتداول أو غير قابلة للتداول. يقتصر هذا التعريف على كون هذه السوق هي سوق قصيرة الأجل، أي أن المعاملات التي تتم في هذه السوق هي عمليات لا تمتد لفترة أطول من سنة. كما يبين التعريف وجود أدوات مالية قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول. حيث أن الأوراق القابلة للتداول لها سوق أولي للإصدار وآخر ثانوي للتداول، أما تلك الأدوات غير القابلة للتداول فلها سوق أولي فقط. بالنسبة للبعض سوق النقد تقتصر فقط على سوق تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل ويميزون بين نوعين من هذه الأوراق: سندات الدين الصادرة عن المقترضين النهائيين (مثل الأوراق التجارية وأذون الخزانة)، وسندات الإيداع التي يصدرها الوسطاء الماليون (مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول).

من وجهة نظرنا، لا يمكن على الإطلاق إهمال الأدوات المالية قصيرة الأجل غير قابلة للتداول كالودائع وغيرها من التوظيفات قصيرة الأجل عند الحديث عن أسواق النقد، وذلك لكونها من أهم العوامل المؤثرة في سعر الفائدة، كما رأينا سابقاً، وسعر الفائدة بدوره يعد من أهم المؤشرات والعوامل التي تقود التداولات في هذه السوق. هذا ولا بد من الإشارة إلى أن معدل الفائدة قصيرة الأجل (حتى سنة واحدة) يتحدد في سوق النقد في حين أن معدل الفائدة لأكثر من سنة يتحدد في سوق السندات. وللتذكير فإن معدل الفائدة بشكل عام يبنى على أساس معدل الفائدة خالي المخاطر R_f وعلاوة سيولة

وعلاوة أخرى لمخاطر عدم السداد. المعدل خالي المخاطر هو معدل العائد على الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل والتي تعد خالية المخاطر لكونها مضمونة من الحكومة التي نادراً ما تعجز عن الوفاء بالتزاماتها من جهة ولكون هذه الأوراق قصيرة الأجل وبالتالي من السهل التنبؤ بتطور الأحداث والمؤشرات خلال فترة حياتها إضافة إلى أن الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل شديدة السيولة حيث أن سوقها نشطة جداً وبالتالي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة كبيرة. بالنسبة لعلاوة السيولة هي علاوة يطلبها المستثمر وتفرضها آليات السوق لقاء تخليه عن النقود لفترة زمنية محددة وبالتالي كلما زادت سيولة الورقة المالية كلما انخفضت هذه العلاوة، والعكس بالعكس، فلو فرضنا ان لدينا مبلغ من المال وقمنا بإيداعه في إحدى المصارف على شكل وديعة جارية، فإننا سنحصل على معدل فائدة أقل مما لو قمنا بإيداعه في وديعة لأجل مهما قصر هذا الأجل، وذلك ببساطة لأننا في حال الوديعة لأجل تنازلنا عن حقنا في استعادة الأموال حتى انقضاء الأجل وبالتالي لا بد من علاوة لقاء هذا التنازل. النوع الآخر من العلاوات هو علاوة مخاطر عدم السداد والتي تتفاوت من ورقة مالية إلى أخرى حسب الجهة المصدرة وتصنيفها الائتماني، فكلما زاد احتمال عدم السداد أو التأخر في الوفاء به كلما تطلب ذلك علاوة مخاطر ائتمان أكبر.

3 - 2 دور أسواق النقد:

تقوم أسواق النقد بدور أساسي وهام في تسهيل انتقال الأموال قصيرة الأجل من الأفراد الاقتصاديون الذين لديهم أموال فائضة (شركات، ومؤسسات مالية، وأفراد، وحكومة) إلى أولئك الذين يواجهون عجز أو نقص في الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتهم قصيرة الأجل. هذا ولأسواق النقد دوراً لا يقل أهمية عن سابقه على صعيد الاقتصاد ككل وخصوصاً السياسة النقدية وتنفيذ أهداف السلطات النقدية المتمثلة بالبنك المركزي.

بالنسبة للمؤسسات المالية وإلى حد ما للمؤسسات غير المالية كالشركات وغيرها، توفر أسواق النقد إمكانية القيام بالأمر الآتية:

- تأمين الأموال اللازمة لتمويل عمليات جارية (رأس مال عامل)؛

- إدارة النقدية أو السيولة؛
- إدارة المخاطر المالية؛
- المضاربة وتمويل المراكز الطويلة والقصيرة؛
- توفير إمكانية الوصول إلى المعلومات حول الأسعار والتنبؤ بها.

حقيقة الأمر، إن أسواق النقد هي أسواق جملة كون العمليات التي تتم فيها هي عمليات ضخمة جدا من حيث المبالغ المالية المتداولة بها ويصل حجم الصفقات إلى مليارات أو أكثر، وهي سوق من أكثر الأسواق نشاطاً وتداولاً عبر العالم. منذ بداية ظهورها أدت أسواق النقد التقليدية دوراً هاماً في تنفيذ السياسة النقدية؛ فمن أجل التأثير في عرض النقود، استخدمت الحكومات أساليب التنظيم المباشر والسيطرة على المدخرات وتوجيه سلوك الأفراد والشركات نحو الادخار أو الاستثمار. ولكن ومع التقدم التكنولوجي السريع، وتدويل الأسواق المالية عموماً وأسواق النقد خصوصاً وتحريرها، تضاءلت إمكانيات تنفيذ أهداف السياسة من خلال التدخل المباشر كما كان الحال سابقاً، تحولت آلية تنفيذ السياسة النقدية إلى التأثير في جانب الطلب في المقام الأول، من خلال التأثير في سياسة البنوك التي تعد الطرف المسيطر في الطلب على النقود وذلك من خلال الأدوات النقدية المناسبة سواء كانت كمية أو نوعية. وبهذا أصبحت أسواق النقد واجهة تنفيذ السياسة النقدية وحلقة الوصل فيما بينها وبين مؤشرات والسياسات على مستوى لاقتصادات الوطنية.

على الصعيد المحلي تلعب أسواق النقد دور هاماً في خدمة وتحقيق أهداف السياسة العامة للحكومات، وخصوصاً في تمويل عجز القطاع العام وإدارة العجز الحكومي المتراكم. وتُعد سياسة الدين العام للحكومة محدداً أساسياً لحجم ونوع عمليات أسواق النقد، نظراً لأن الدين الحكومي يشكل عادةً جزءاً رئيسياً من تداولات أسواق النقد في الدولة (وكذلك أسواق الدين). يرتبط نطاق وإجراءات السياسة النقدية بموازنة الحكومة والسياسات المالية. وبالتالي فإن تطور سوق النقد يرتبط بأهداف السياسات المحلية والأدوات المستخدمة لتحقيق هذه الأهداف.

دور وبنية سوق النقد تتأثر أيضاً بدرجة التحرر المالي للدول، الذي نشأ نتيجة القناعة بأن الاستخدام الأمثل للموارد يتطلب التخفيف من الضوابط المتشددة، وترك هامش حرية واسع نسبياً لمختلف الأطراف المتعاملة، بغية تحقيق معدلات نمو

اقتصادي مستدامة.

أخيراً، لا بد من الإشارة إلى أن أسواق النقد تأثرت وتتأثر بالتغيرات الدولية، كتحريك رؤوس الأموال، وسياسات سعر الصرف المتبعة من قبل الدول، ودرجة حرية السياسات النقدية المحلية والدولية. مثال ذلك، أسواق النقد في الدول الأوروبية تأثرت بشكل جلي بعد توحيد العملة الأوروبية والاتحاد النقدي الاوروبي، كذلك الأمر تتأثر أسواق النقد في الدول المتقدمة بالتغيرات التي تحدث في الأسواق العالمية ودرجة التأثير ترتبط بشكل واضح بدرجة انفتاح السوق وتطورها.

3 - 3 هيكل سوق النقد وقطاعاته:

بالمعنى الواسع، كما ذكرنا سابقاً، سوق النقد هو سوق التمويل قصير الأجل، حيث لا تتجاوز مدة هذا التمويل السنة الواحدة. ويمكن التمييز بين أقسام أو قطاعات أساسية لهذه السوق على النحو الآتي:

سوق ما بين البنوك *Interbank Market*: وهي السوق التي تلجأ إليها المصارف والمؤسسات المالية الأخرى (التي لا تتعامل بالودائع) من أجل إدارة السيولة فيما بينها وبينها وبين البنك المركزي.

السوق الأولية *Primary Market*: وهي سوق إصدار أدوات السوق النقدية، بمعنى أنها السوق التي تلجأ لها الوحدات الاقتصادية بمختلف أنواعها لإصدار أوراق مالية جديدة قصيرة الأجل.

السوق الثانوية *Secondary Market*: وهي سوق تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي سبق وتم إصدارها في السوق الأولية، وبالتالي لا ينجم عن عمليات هذه السوق زيادة في التمويل من حيث المبدأ وإنما هي سوق لإدارة السيولة أكثر من كونها للتمويل قصير الأجل.

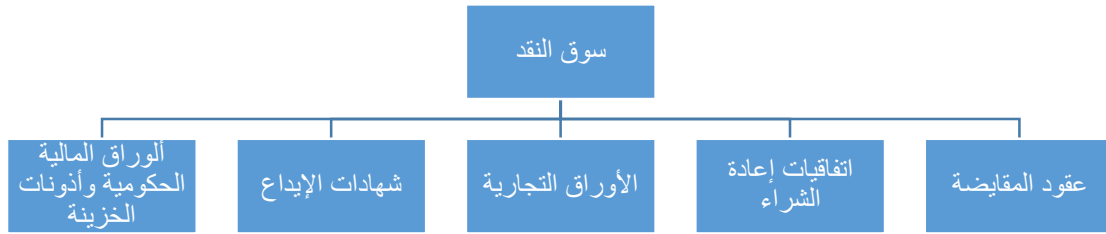
يضاف إلى الأقسام السابقة سوق أخرى هي سوق المشتقات *Derivatives market* وهي سوق لعقود مالية مبنية على أوراق متداولة في سوق النقد وتستمد قيمتها من قيمة هذه الأوراق.

في حين أن سوق ما بين البنوك تستمد تسميتها وتعريفها من المتعاملين فيها، فإن باقي الأسواق تعرف بناءً على طبيعة الأوراق المالية وما إذا كانت للإصدار أم للتداول. لذلك هناك تداخل واضح ما بين هذه الأسواق. فأسواق ما بين البنوك

هي أسواق لعمليات قصيرة الأجل بشكل كبير وغالباً ما تكون لليلة واحدة ولا تتجاوز عادة مدة أسبوعان، وتقريباً يتم فيها تداول كل أشكال الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد.

كما يمكن دراسة هيكل سوق النقد انطلاقاً من الأوراق المالية المتداولة فيه، ويتم عرض قطاعات سوق المال الرئيسية حسب الأدوات المالية في الشكل التالي:

الشكل 3- 1: هيكل سوق النقد وفق طبيعة الأوراق المالية



غالباً ما يتم تجميع أدوات سوق النقد وفق المجموعات الآتية:

- أذونات الخزينة والأوراق المالية الحكومية الأخرى قصيرة الأجل (حتى عام واحد)
- القروض والودائع بين البنوك والالتزامات المصرفية الأخرى
- اتفاقيات إعادة الشراء والقروض قصيرة الأجل المضمونة بأصول
- الأوراق التجارية الصادرة عن جهات غير مصرفية (شركات غير مالية، شركات تمويل، حكومة، إلخ)
- شهادات الإيداع القابلة للتداول
- أدوات اليورو- دولار
- مشتقات سعر الفائدة والعملات.

تتميز هذه الادوات المالية فيما بينها بجملة من الخصائص، وهذا التمايز إنما يهدف إلى تلبية طلب المستثمرين والمقترضين وحاجاتهم الخاصة، كدرجة المخاطرة الممكن تحملها ومعدل العائد المطلوب وتنوع الآجل ودرجات السيولة. وكذلك التنوع من حيث مصادر التمويل ووسائل الدفع.

هذا وإن أدوات أسواق النقد المختلفة تعد بدائل استثمارية، نتيجة لكونها متقاربة من حيث الوظيفة أو الغاية النهائية، وبالتالي فإن التغير في أسعار الفائدة في أسواق النقد عادة ما يكون له أثر متناظر على عوائد مختلف الأوراق والأدوات في هذه السوق الأمر الذي ينعكس على ترابط هذه الأوراق والأدوات فيما بينها.

الخصائص الرئيسية لأدوات سوق النقد:

تتميز الأوراق والأدوات المتداولة في الأسواق النقدية بجملة من الخصائص التي يمكن تلخيصها على النحو الآتي: قصيرة الأجل: تتميز الأوراق والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في أسواق النقد بكونها قصيرة الأجل إذ أن الفترة الفاصلة ما بين إصدارها واستحقاقها لا تتجاوز بأي حال من الأحوال السنة الواحدة، ومنها ما يكون عمره ليوم واحد أو أقل قليلة واحدة فقط.

مخاطر منخفضة: الأوراق والأدوات المتداولة في هذه السوق تتميز أيضاً بكونها منخفضة المخاطر، وذلك يعود لعدة أسباب منها ما يتعلق بالجهات المصدرة لهذه الأوراق والأدوات كالبنوك المركزية والمؤسسات المالية وكبرى الشركات وجميعها من الجهات ذات الملاءة المالية المرتفعة وفي جميع الأحوال لا يمكن لهذه الجهات إصدار مثل هذه الأوراق إلا بعد موافقة الجهات المالية الرقابية والتأكد من قدرة هذه الجهة المصدرة على الوفاء بالتزاماتها. كذلك الأمر، فإن قصر أجل هذه الأوراق يجعل من السهل التنبؤ بمستقبلها أكثر مما لو كانت طويلة الأجل، ومن الطبيعي والمنطقي أن تنخفض مخاطر الورقة المالية كلما كنا أكثر قدرة على التنبؤ بتقلبات سعرها وعوائدها.

سيولة عالية: تعد أسواق النقد من الأسواق عالية السيولة حيث يبلغ حجم التداولات اليومية مبالغ كبيرة تفوق بكثير قريباتها في الأسواق الأخرى كنسبة من الحجم الكلي للأوراق المالية المسجلة في كل منهما. وبالتالي فإن معظم الأوراق المتداولة في هذه السوق عادة ما تكون عالية السيولة بمعنى سرعة تحويلها إلى نقد، كما أن بعضها يمكن اعتباره أشباه نقود وحتى

قريبة من النقود (*close to money*) مثل عقود الخيارات المتداولة في هذه السوق.

تجدر الإشارة إلى أن أدوات سوق النقد منها ما هو قابل للتداول ومنها ما هو غير قابل للتداول، ويقتصر وجودها في السوق الأولية، بمعنى أنه يتم إصدارها ولا يتم تداولها بعد ذلك إلى في تاريخ الاستحقاق حيث يقوم مشتريها بإعادتها للمصدر واسترجاع قيمتها الاسمية مع عوائدها إن لم تكن قد بيعت بخصم عند إصدارها.

في العقود الماضية، مع زيادة استخدام الأدوات من خارج الميزانية (*off-balance sheet*) من قبل المؤسسات المالية بشكل عام، ومن قبل البنوك بشكل خاص وفق توجيهات لجنة بازل // في إطار توصياتها الخاصة بإدارة مخاطر رأس المال، وكذلك مع زيادة القدرة على تنويع مصادر التمويل، وخفض التكاليف، وانخفاض اعتماد المقرضين على مصادر التمويل بالدين التقليدية؛ كل ما سبق أدى إلى تراجع اللجوء إلى أدوات سوق النقد التقليدية، وبدأت بفقدان مكانتها وأهميتها لصالح أدوات أخرى لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل اتفاقيات إعادة الشراء أو الأوراق التجارية أو شهادات الإيداع. من حيث المخاطر، يمكن التمييز بين قطاعان محددان في سوق النقد، وذلك وفق طبيعة الأدوات المتداولة وهما أسواق أدوات النقد غير المضمونة (مثل الودائع بمختلف آجالها)؛ أسواق أدوات النقد المضمونة (مثل اتفاقيات إعادة الشراء) وبالطبع كل هذه الأدوات لا تتجاوز آجالها السنة الواحدة.

عند تقديم ودائع غير مضمونة بين البنوك، يقوم البنك بتحويل الأموال إلى بنك آخر لفترة زمنية محددة ويتحمل خلالها مخاطر الائتمان الكاملة للطرف المقابل حيث أنه المسؤول الأول والأخير عن سدادها، أما في أسواق إعادة الشراء المضمونة، فيتم التخفيف من مخاطر الائتمان من خلال حصوله على ضمانات (مثل السندات) مقابل المبالغ المقدمة من الطرف المقابل.

تختلف بنية سوق المال من دولة لأخرى، باختلاف القوانين والتشريعات الناظمة للقطاع المالي والنقدي في الدولة، وكذلك حسب تطور النظام الاقتصادي بشكل عام. وتلعب كل من الثقافة التنظيمية والأعراف في قطاع الأعمال، بنية قطاع

الأعمال، دوراً هاماً في تطور أسواق النقد في الدول.

مدى تأثير أسواق النقد يتوقف على حجمه، تطور بنيته التحتية وبشكل خاص مستوى التكنولوجيا المستخدمة، ودرجة كفاءته. إضافة إلى ما سبق هناك عوامل إضافية تساهم في نمو وتطور وتعزيز دور أسواق النقد مثل نمو وتطور الأوراق المالية الحكومية، السياسة الضريبية.

المتعاملون في سوق النقد:

المتعاملون في سوق النقد بشكل أساسي هم المؤسسات المالية وغيرها من الوسطاء الماليين إضافة إلى الحكومات وكذلك الأفراد.

مصدرو الأوراق أو الأدوات المالية في سوق النقد هم المقترضون النهائيون من شركات وحكومة تعاني من عجز مالي وتحتاج إلى الاقتراض، في حين أن المقرضون النهائيون في أسواق المال هم الأفراد والشركات ممن لديها فائض مالي يريدون توظيفه. عادة لا يتعامل المقرضون والمقترضون النهائيون بشكل مباشر في الأسواق. كقاعدة عامة، تتم المعاملات في هذه السوق من خلال كيان مالي يؤدي دور الوسيط أو التاجر مثل المصارف الاستثمارية.

تعد الحكومة من أكبر المساهمين في هذه السوق وتستخدمه غالباً في تنفيذ سياساتها المالية والنقدية خاصة، حيث يمكنها إصدار أوراق مالية أو أدوات نقدية في هذه السوق بغية تمويل عجز الموازنة العامة للدولة. غالباً ما يتم إعادة تمويل الدين الحكومي عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة لسداد الديون القديمة التي حان استحقاقها. وبالتالي، فإنه يمكن للحكومات من الاحتياجات طويلة الأجل من خلال اللجوء إلى إصدار أدوات وأوراق مالية في سوق النقد بآجال استحقاق قصيرة الأجل.

يلجأ البنك المركزي إلى السوق النقدية لتنفيذ سياسته النقدية. من خلال وسائل التدخل النقدي والتحكم بقدرة المصارف على الإقراض وخلق الودائع وبالتالي التحكم بكتلة النقود في التداول، بشكل يسمح للبنك المركزي بتنفيذ سياسته النقدية من خلال المصارف، بشكل يضمن تزويد الاقتصاد بالسيولة اللازمة وعدم حدوث شح في النقود يؤدي إلى الكساد أو زيادة فيها تولد ضغوط تضخمية.

تعد المصارف واحدة من أكبر المتعاملين في سوق النقد، حيث تقوم بإصدار أوراق مالية لتمويل القروض للأفراد والشركات، وبالتالي دعم مشتريات الأسر واستثمارات الشركات. إلى جانب ذلك، تعتمد هذه المؤسسات على سوق النقد لإدارة مراكز السيولة قصيرة الأجل وتلبية الحد الأدنى من متطلبات الاحتياطي القانوني.

المتعاملون الآخرون المهمون في السوق هم الوسطاء الماليون، وصناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد.

كذلك الأمر بالنسبة للشركات الكبيرة (غير المالية)، إذ تقوم بإصدار أوراق مالية في أسواق النقد واستخدام قيمتها لدعم عملياتها الجارية أو لتوسيع أنشطتها من خلال الاستثمارات.

بشكل عام، يتيح إصدار أوراق وأدوات مالية في سوق النقد للمشاركين في هذه السوق زيادة نفقاتهم وتمويل النمو الاقتصادي. يتم شراء الأوراق المالية في سوق النقد، بشكل أساسي من قبل الشركات والوسطاء الماليين والحكومة التي لديها أموال متاحة لفترة قصيرة الأجل. ويلعب الأفراد (أو الأسر) دوراً محدوداً في السوق من خلال الاستثمار بشكل غير مباشر من خلال صناديق أسواق المال والصناديق الاستثمارية. بصرف النظر عن المعاملات مع البنك المركزي، يتداول المشاركون في سوق المال مع بعضهم البعض لاتخاذ مواقف تعتمد على توقعات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، لتمويل محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم (السندات، الأسهم، إلخ) ، وكذلك بهدف التحوط على المدى الطويل بعقود قصيرة الأجل ، وللد من مخاطر السيولة.

3-4 الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تقيّمها

فيما يلي، سنقوم بدراسة الأوراق والأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.

3-4-1 أدوات الخزينة والأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل الأخرى:

أدوات الخزينة هي أوراق مالية قصيرة الأجل، يتم تداولها في سوق النقد، تصدرها الحكومات وتكون مضمونة من قبلها، مما يجعلها عديمة المخاطر بأعين المستثمرين، لجملة من الأسباب، إضافة إلى كونها مضمونة من الحكومة، الأمر الذي يعني انتفاء مخاطر عدم السداد كون الحكومات لا تغلس من حيث المبدأ؛ وكون هذه الأوراق قصيرة الأجل، فإن تقلبات أسعارها تكون في حدودها الدنيا لسهولة التنبؤ بسعر الخصم للمستقبل القريب، وكذلك لكون هذه الأدوات تتمتع بسيولة عالية وهناك تداول دائم عليها مما يؤدي إلى انعدام مخاطر السيولة، كل ما سبق يجعل منها أدوات مالية خالية المخاطر، وبالتالي، يعد العائد عليها مقياساً للعوائد خالية المخاطر.

تصدر أدوات الخزينة لأجال مختلفة تتراوح ما بين شهر إلى 12 شهر. كما أنها تصدر بخصم ولا تتضمن أي ذكر لمعدل فائدة أو كوبون على قيمتها الاسمية. ما يعني أن المستثمر يقوم بشرائها بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق يحصل حاملها على هذه القيمة الاسمية، وبالتالي يكون العائد على أدوات الخزينة هو الفرق بين القيمة المدفوعة لشرائها وقيمتها الاسمية التي ستدفع في تاريخ استحقاقها.

تصدر الحكومات أدوات الخزينة بناءً على احتياجاتها لتمويل عجز الموازنات، وهي تراعي في ذلك حجم العجز ومدته. ففي بلد كسوريا مثلاً، تعتمد الحكومة على شراء بعض المحاصيل الزراعية الاستراتيجية كالقمح مثلاً، الأمر الذي يتطلب إنفاق كتلة ضخمة من الليرات السورية خلال فترة زمنية قصيرة (شهر تقريباً) الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة كمية النقود في التداول وخلق ضغوط تضخمية، ومن جهة أخرى سيؤدي إلى استنزاف لأرصدة الحكومة من النقود. في هذه الحالة يمكن إصدار أدوات خزينة بمبالغ كافية لتمويل قيمة مشتريات الحكومة من المحاصيل الأمر الذي يعني سحب كتلة نقدية مقابلة من السوق بشكل يحد من الفوائض النقدية والضغوط التضخمية الناجمة عنها، ويضمن سداد قيمة المحاصيل دون الإخلال بقدرة الحكومة على ابراء مدفوعاتها الأخرى. بالمقابل في الأشهر الأولى من السنة، تقوم الشركات بدفع الضرائب

المتوقعة عليها، ما يؤدي إلى تجميع كتلة نقدية كبيرة لدى الحكومة تفوق حاجاتها خلال تلك الفترة من جهة، ومن جهة أخرى، وقد تتسبب في نقص في السيولة في السوق، هنا تقوم الحكومة بإعادة شراء أو استرداد أذونات خزينة سبق وأن أصدرتها في فترة شراء المحاصيل الزراعية مثلاً، وبذلك تتجنب الحكومة حدوث كساد في السوق.

مما سبق، يمكن القول أن سوق النقد توفر الأدوات اللازمة للحكومات لإدارة عجز موازنتها، وتنفيذ سياساتها المتعلقة بالشأن الاقتصادي.

إصدار أذونات الخزينة (السوق الأولية)

تصدر أذونات الخزينة من خلال مزادات مجدولة بشكل مسبق، بحيث يتم إصدار جدول يبين تواريخ الإصدارات بشكل مسبق، وفي كل تاريخ محدد مسبقاً يتم الإعلان عن حجم الإصدار القادم وشروطه كاملة، ليتم تقديم العروض الخاصة بهذا الإصدار بعدها، وتكون العروض المقدمة سرية.

يمكن لمن يرغب بشراء أذونات الخزينة تقديم إحدى نوعين من العروض، عروض تنافسية أو عروض غير تنافسية. مقدمو العروض التنافسية عادة ما يكونوا من كبريات المؤسسات المالية التي تستثمر فائض سيولتها في هذا النوع من الأدوات المالية وتستخدمها أيضاً في إدارة هذه السيولة، وعادة ما تشتري من 80% إلى 90% من الإصدارات.

مقدم العرض التنافسي يحدد مبلغ أو قيمة الأذونات التي يرغب في شرائها، وكذلك السعر الذي يرغب في دفعه، وهذا السعر يوضع بناءً على العائد المطلوب من قبل مقدم المزا. والسعر الذي تتابع به الأذونات يتحدد بناءً على الأسعار التي تقدم به أصحاب العروض التنافسية، وعلى طبيعة المزا (مزا السعر الواحد أم مزا الأسعار المتعددة). هذا ولا بد من الإشارة إلى أن جزءاً من العروض التنافسية لا تقبل وذلك في حال تغطية الإصدار بالكامل عند سعر أعلى من الأسعار المحددة في هذه العروض.

مقدم العرض غير التنافسي يحدد فقط قيمة الأذونات التي يرغب بشرائها، دون تحديد أي سعر، ما يعني قبوله الضمني بالسعر الذي تصدر به الأذونات بناءً على العروض التنافسية. مقدمو هذا النوع من العروض عادة ما يكونوا من صغار المستثمرين، الذين يستثمرون في كميات صغيرة من أذونات الخزينة، وليس لديهم الخبرة والحرفية لتحديد السعر المناسب.

عادة ما يتم تحديد نسبة معينة من حجم الإصدار تكون مخصصة للعروض غير التنافسية بشكل يضمن كمية مناسبة من العروض التنافسية لضمان الوصول إلى أفضل الأسعار نتيجة التنافس سعري فيما بينهم.

تعد نسبة العروض المقبولة مؤشراً هاماً على تطور السوق النقدي من جهة وعلى نجاح عملية الإصدار من جهة أخرى، يشير الواقع العملي في الدول التي تقوم بإصدار هذا النوع من الأدوات المالية إلى أنه كلما طال أجل أذن الخزينة كلما ارتفعت نسبة العروض المقبولة، وتحسب هذه النسبة بقسمة حجم الإصدار إلى إجمالي قيم العروض المقدمة.

أنواع المزادات وطريقة معالجتها:

هناك نوعان أساسيان من المزادات وهما:

النوع الأول هو مزاد السعر الواحد *Uniform price auction*، أي أن جميع العارضين الفائزين سيدفعون نفس السعر؛ بغض النظر عن السعر الذي تقدموا به عند تقديم عروضهم.

النوع الثاني من المزادات هو مزاد الأسعار التمييزية أو المتعددة *Discriminatory price auction*، وهو مزاد يدفع بموجبه كل من فاز عرضه السعر الذي حدده بهذا العرض.

فيما يتعلق بإجراءات تحديد سعر المزاد في المزادات متعددة الأسعار، بداية يتم جمع قيمة العروض غير التنافسية وطرحها من إجمالي قيمة الإصدار، في حدود النسبة المحددة لهذه العروض، ويتحدد السعر الذي سيدفعه أصحاب هذه العروض بناءً على ما سيدفعه أصحاب العروض التنافسية. بالنسبة لهذه الأخيرة، يتم ترتيبها وفق نسبة العائد المحدد من مقدم المزاد، بشكل يضمن تخفيض تكاليف الاقتراض على الحكومة أو البنك المرزي المصدر لهذه الأوراق المالية. من ثم يتم قبول العروض ذات معدلات الخصم الأقل (السعر الأعلى) فالأعلى (فالأقل) حتى تغطية الإصدار بالكامل. أدنى سعر (أعلى خصم) مقبول من العروض التنافسية يسمى سعر الإيقاف *stop-out price* (عائد الإيقاف *stop yield*).

كما ذكرنا سابقاً، فإن كل واحد من أصحاب العروض التنافسية يدفع السعر الذي حدده في عرضه، أما أصحاب العروض

غير التنافسية والذي لم يحددوا أسعاراً في عروضهم، فإنهم يدفعون السعر الوسطي المرجح بالأوزان النسبية للعروض التنافسية المقبولة.

مثال:

بفرض أن مجموع العروض التنافسية المقبولة كان 1500 موزعة على عرضين تنافسيين رابحين، الأول قيمته 1000 والسعر المقبول 99 أي بمعدل 1% والثاني 500 وسعره المقدم 97.5 وبمعدل 2.5% وبالتالي فإن سعر العروض غير التنافسية سيكون $98.5 = (1500 \div 500) \times 97.5 + (1500 \div 1000) \times 99$

حيث أن الوزن النسبي للعرض الأول يساوي $0.67 = 1500 \div 1000$ والوزن النسبي للعرض الثاني هو $0.33 = 1500 \div 500$ ، وبترجيح كل سعر مقبول بوزنه النسبي نحصل على السعر الوسطي المرجح الذي سيكون سعر بيع العروض غير التنافسية.

يمكن مراقبة جودة ونجاح مزادات الأسعار المتعددة من خلال مقياسين أساسيين وهما الذيل (*tail*) والتغطية (*cover*). الذيل (*Tail*) وهو الفرق بين معدل الإيقاف والمعدل الوسطي. في المثال السابق كان سعر الإيقاف 97.5 وبالتالي معدل الإيقاف 2.5% والسعر الوسطي كان 98.5 وعليه فإن معدل الإيقاف كان 1.5%، ما يعني أن الذيل لهذا المزاد يبلغ $1\% = 1.5\% - 2.5\%$.

التغطية (*cover*) هي نسبة إجمالي العروض المقدمة بنوعيتها (تنافسية وغير تنافسية) إلى إجمالي العروض المقبولة. تشير نسبة التغطية الكبيرة إلى مشاركة كبيرة في المزاد ما يدل على درجة نشاط السوق. يمكن تقييم متوسط التغطية من خلال احتساب الفرق بين الحد الأقصى والحد الأدنى لعوائد العروض المقبولة (ويقاس بنقطة أساس) ويظهر الذيل الصغير أن معظم المزايدين المتنافسين يقدمون تقييماً مشابهاً لمعدل العائد خالي المخاطر، وبالتالي يدفعون نفس السعر تقريباً، وعليه كلما زادت نسبة التغطية وكان الذيل قصير، كان مزاد الخزانة أكثر كفاءة.

في مزاد السعر التمييزي أو السعر المتعدد، يتم تحديد سعر مقدم العطاء من خلال عطاءه الخاص. العرض المنخفض،

أي العائد المنخفض والسعر المرتفع، يزيد من فرصة مقدم العطاء لقبول عرضه وهذا يمكن أن يؤدي إلى احتمال تعرض العارض للجنة الفائز. في مثل هذه الحالة، يتم قبول العطاءات المنخفضة أولاً، ومقدمي هذه العروض يدفعون سعراً أعلى من العطاءات الأخرى الأقل سعراً (أو ذات العائد الأعلى). لذلك يسعى مقدمو العطاءات التنافسية إلى تقديم عطاءات منخفضة، لضمان حصولهم على الأذونات، وهذا سيلزمهم بدفع أسعار مرتفعة للأوراق المالية الصادرة حديثاً، وهذه مشكلة مزاد الأسعار التمييزية.

لجنة الفائز هذه لا توجد في مزاد السعر الموحد (أو المزاد الهولندي). حيث أن جميع إجراءات المزاد هي نفسها كما في مزاد السعر التمييزي باستثناء الإجراء الأخير. المتعلق بتحديد السعر إذ أن كل العطاءات المقبولة ستدفع سعر أدنى عرض مقبول. ونتيجة لذلك، يصبح مزاد السعر الموحد أكثر تكلفة بالنسبة للخزانة ويحقق إيرادات أقل. بالمقابل، قد يكون متوسط سعر العطاءات أعلى، مما يؤدي إلى تحويل منحنى الطلب إلى اليمين مع إمكانية تعويض التأثير السلبي على الخزانة.

يعتبر مزاد السعر الموحد أكثر عدالة لأن جميع المزايدين المتنافسين يدفعون نفس السعر. قد يشجع ذلك على زيادة المشاركة في المزاد، ويؤدي في النهاية إلى زيادة مؤشر غطاء المزاد. كم إن مقدمو العطاءات التنافسية لن يخشون تقديم عروض منخفضة للغاية، لأنهم لن يدفعوا السعر الذي يقدمونه. وعلى العكس من ذلك، كلما انخفض عرضهم من حيث العائد المطلوب، زادت احتمالية قبول عرضهم. نتيجة لذلك، يميل مقدمو العروض إلى تخفيض عروضهم، وبالتالي خفض متوسط العائد على الإصدار بأكمله. قد تعوض مثل هذه التغييرات في سلوك مقدمي العطاءات التأثير المباشر لتكاليف الفائدة الأعلى للمصدر في مزاد السعر الموحد.

أثناء تقييم فعالية طريقة مزاد الخزينة، قد يتم تفضيل عدد قليل من المؤسسات المالية الكبيرة ما يولد قلق لدى مقدمي العروض التنافسيين وغير المتنافسين، الأمر الذي يمكن أن يتسبب في انخفاض المشاركة في المزاد، وبالتالي يقوض قدرة الخزانة على طرح كميات كبيرة من الأوراق المالية. من ناحية أخرى، بما أن مقدمي العطاءات لا يدفعون أسعارهم المقدمة، فقد يكون مزاد السعر الموحد أكثر عرضة للتلاعب أو التواطؤ من قبل مقدمي العطاءات المطلعين.

السوق الثانوية **Secondary market**: عادةً ما يكون لأذونات الخزينة سوق ثانوية نشطة وشديدة السيولة يُطلق على الإصدارات الأكثر تداولاً، والتي عادةً ما تكون هي الإصدارات الحديثة أي التي تم بيعها مؤخراً، وتسمى الإصدارات قيد التشغيل (**on-the-run issues**). وهذه الإصدارات تتميز بأن لديهم هوامش سعرية أقل من الإصدارات القديمة وغير المتداولة. في سوق النقد الثانوية تتولى المؤسسات المالية دور السماسرة والتجار كقاعدة عامة.

تسعير أذونات الخزينة:

إن سعر أذن الخزينة هو السعر الذي سيدفعه المستثمر مقابل شراء أو بيع أذن ذو تاريخ استحقاق محدد، وذلك اعتماداً على معدل العائد المطلوب من المستثمر. يتم تحديد السعر على أنه القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم استلامها. ونظراً لأن أذونات الخزينة لا تولد مدفوعات على شكل فائدة، كونها تباع بخصم، فإن قيمتها السوقية هي القيمة الحالية للقيمة الاسمية. لذلك، سيدفع المستثمرون سعراً يحقق لهم معدل العائد المطلوب.

مثال:

بفرض أن مستثمر يطلب عائداً سنوياً بنسبة 5% على أذونات الخزينة وبفرض أن اذن خزينة يستحق بعد عام واحد وقيمه الاسمية تبلغ 100000 يورو. ما هو السعر الذي سيكون على استعداد لدفعه؟
يحسب السعر وفق الآتي:

$$P = \frac{100000}{1.05} = 9523805$$

إذا طلب المستثمر عائداً أعلى من 5%، فإن السعر سيكون أقل كونه سيقوم بخصم القيمة الاسمية بمعدل عائد أعلى.

في حال كان اذن الخزينة يستحق في مدة أقل من سنة، فمن الضروري استخدام معامل خصم يتناسب والمدة المتبقية حتى الاستحقاق.

مثال:

من المثال السابق لو أن الاذن يستحق بعد 6 أشهر، فما هو السعر الذي سيطلبه المستثمر؟

السعر:

$$P = \frac{100000}{1 + 0.05/2} = 97560.9$$

القاعدة العامة في احتساب سعر أذن الخزنة المحسوبة على أساس معدل الخصم هي:

$$P = PAR \times \left(1 - \left(d \times \frac{n}{360} \right) \right)$$

حيث d هو العائد أو معدل الخصم،

PAR : هي القيمة الاسمية أو قيمة الاستحقاق،

و n هي عدد أيام الاستثمار (فترة الاحتفاظ)

مثال: بفرض أن مستثمر يطلب عائدا سنويا بنسبة 8 بالمائة على أذن خزنة قيمته الاسمية 100000 ل.س ويستحق بعد 91 يوماً، فما هو سعر هذه الورقة المالية بالنسبة للمستثمر؟

بتطبيق المعادلة السابقة نجد أن:

$$P = 100000 \times \left(1 - \left(8\% \times \frac{91}{360} \right) \right) = 98000$$

العائد على أدونات الخزينة *Yield of a Treasury bill*

يتم تحديد العائد المحقق على أذن الخزنة بالأخذ في الاعتبار الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. نظرا لأن أذن الخزنة

لا تقدم مدفوعات أو فوائد، فإن العائد الذي سيحصل عليه المستثمر في حالة شراء الورقة المالية والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق سوف يكون مساوياً للعائد على أساس الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الشراء. تم احتساب العائد السنوي على أدون الخزنة بالمعادلة التالية:

$$y = \frac{(PAR - P)}{P} \times \left(\frac{365}{n}\right)$$

حيث y هو العائد،

PAR القيمة الاسمية ،

P هو سعر الشراء،

و n هو عدد أيام الاستثمار (فترة الاحتفاظ) .

مثال: افترض أن المستثمر دفع 98000 ل.س ثمن أذن خزينة يستحق بعد 91 يوماً أدون خزنة وكانت قيمته الاسمية 100000 ل.س. أحسب معدل العائد السنوي للعملية.

$$y = \left(\frac{(100000 - 98000)}{98000}\right) * \left(\frac{365}{91}\right) = 8.02\%$$

إذا تم بيع سند الخزنة قبل تاريخ الاستحقاق، يتم احتساب العائد على أساس الفرق بين سعر البيع في السوق الثانوية وسعر الشراء. يتم حساب العائد السنوي على أدون الخزنة بالطريقة التالية

$$y = \frac{(SP - P)}{P} \left(\frac{365}{n}\right)$$

حيث SP هو سعر البيع. من المثال السابق لو أن المستثمر قام ببيع الورقة المالية بمبلغ 99000 ل.س وذلك بعد 30 يوم من شرائه لها، ما هو معدل العائد الذي حققه؟

$$y = \frac{99000 - 98000}{98000} x \left(\frac{365}{30} \right) = 12.25\%$$

في بعض البلدان (مثل الولايات المتحدة) يتم تسعير سندات الخزنة على أساس معدل الخصم، والذي يشار إليها باسم سعر أدونات الخزنة. يمثل معدل خصم أدون الخزنة النسبة المئوية للخصم من سعر الشراء من القيمة الاسمية لإصدار جديد. ويتم تحديده بالطريقة التالية:

$$d = (PAR - P) / P x (360/n)$$

في مثل هذه الحالة، يُفترض أن يكون للسنة 360 يوماً، ويمكن أن يكون عدد أيام الاستثمار فعلياً أو اصطلاحاً هو تعبير عن عدد أيام حياة الاذن حتى تاريخ استحقاقه. ويكون سعر أدونات الخزنة دائماً أكبر من معدل الخصم. يرجع الاختلاف إلى السعر أو القيمة المستخدمة في المقام، مع ملاحظة ان سعر الخصم يحسب على أساس 360 يوم في حين أن العائد يحسب على أساس 365 يوم.

3-4-2 قروض ما بين المصارف *Interbank market*

هي سوق للإقراض واقتراض ما بين البنوك بمعنى أن المقرضون والمقترضون هم من المصارف، والأموال المقترضة هي من الأموال التي تحتفظ بها المصارف لدى البنك المركزي على شكل احتياطي قانوني كنسبة من الودائع لديها.

سوق ما بين البنوك هي سوق تقترض البنوك من خلاله فيما بين بعضها البعض. من حيث المبدأ، يتعين على البنوك التجارية الاحتفاظ باحتياطيات على الودائع لدى البنك المركزي. يمكن للبنوك التي لديها فائض في هذه الاحتياطيات إقراض هذه الأموال لبنوك أخرى لديها عجز. تقليدياً كان هذا يشكل أساس عمليات السوق بين البنوك. ومع ذلك، تتضمن هذه

العمليات حالياً إقراض أي أموال في حسابات الاحتياطي في بنك مركزي .

الخصائص الرئيسية للأسواق ما بين البنوك هي:

تحويل أموال فوري بين البنوك؛

القرض يكون لمدة قصيرة قد تكون ليلة واحدة ولا تزيد عادة عن اسبوع؛

لا يوجد ضمانات لهذه القروض.

الصفقات والقروض في هذه السوق عادة ما تكون بمبالغ كبيرة، وجميع المصارف تلجأ للاقتراض والاقتراض في هذه السوق، لتمويل عجز أو لتوظيف أرصدة الاحتياطي القانوني المطلوب من البنك المركزي. عندما يقترض البنك في سوق ما بين البنوك، ويقال إنه مشتري أموال. عندما يقترض البنك حسابات احتياطي متاحة، يقال إنه بائع. معظم البنوك وتبيع وتشتري الأموال في نفس الوقت وطوال الوقت. من خلال العمل كوسطاء، فإنهم يقومون بإنشاء أسواق للأموال من خلال الإعلان عن استعدادهم للشراء أو البيع بالسعر التنافسي الحالي بين البنوك.

ترتبط أسعار الفائدة بين البنوك وأسعار الفائدة في السوق التقليدية ببعضها البعض. إذا كانت البنوك تفتقر إلى السيولة فإنها ستقرض أقل لكلا السوقين وستؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة.

أسعار الفائدة بين البنوك أعلى قليلاً وأكثر تقلباً من أسعار الفائدة في السوق التقليدية بشكل عام. في فترات النقص الكبير في السيولة، زيادة احتياجات البنوك التي ليس لديها أموال كافية لتلبية متطلبات البنك المركزي، تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة لليلة واحدة بشكل كبير. للحفاظ على سرعة التحويل والابقاء على تكاليف التحويل في حدودها الدنيا، فإن القروض في هذه السوق تكون بدون ضمانات، أي أنه لا يوجد أي ضمانات لقاء الحصول على القرض وبالتالي لا يوجد أية حماية ضد مخاطر عدم السداد من قبل البنك المقترض

خلال سعر الفائدة بين البنوك، وهو سعر تنافسي مدرج في السوق. يتم تحديده بالكامل من خلال العرض والطلب على

الأموال من قبل البنوك. ونظراً لأن السوق عبارة عن نظام مغلق بين البنوك، فإن القيمة الإجمالية لجميع أوامر الشراء (الطلب على الأموال) يجب أن تكون مساوية للقيمة الإجمالية لجميع أوامر البيع (توريد الأموال). إذا زاد الطلب على مشتريات الأموال، فإنه سعر الفائدة بين البنوك يرتفع.

عادة ما يقوم المشاركون في سوق ما بين البنوك بنوعين من المعاملات:

معاملات إدارة الاحتياطيات؛

معاملات إدارة المحافظ .

تسمح معاملات إدارة الاحتياطي المصرفي بالامتثال لمتطلبات احتياطي البنك المركزي القانوني وغيرها. كما يمكن للمصارف إجراء معاملات لإدارة محافظها، حيث تستخدم البنوك سوق ما بين البنوك لتمويل محفظة أصولها. مستفيدةً من سيولة ومرونة هذه السوق. ومع انخفاض الآفق الزمني للمعاملات في هذه السوق، كان لابد من إجراء المعاملات بسرعة بتكاليف منخفضة. على عكس الأدوات الأخرى "المتداولة" في أسواق المال، فإن الودائع بين البنوك غير قابلة للتداول، أي ليس لها سوق ثانوي. البنك المقرض الذي يرغب في استرداد أمواله يقوم ببساطة بسحب الوديعة من البنك الذي تم إقراضه له . وبالتالي، في هذه الحالة، فإن التمييز بين الأسواق الأولية والثانوية يصبح غير ذو معنى.

3-4-3 الأوراق التجارية Commercial paper

الأوراق التجارية (CP) هي أداة دين قصيرة الأجل تصدرها شركات كبيرة ومعروفة وذات جدارة ائتمانية، وعادة ما تكون غير مضمونة. الهدف من إصدارها هو توفير السيولة أو استثمارات شركة التمويل، على سبيل المثال تمويل شراء المخزون ودفع الرواتب أو غيرها من الالتزامات قصيرة الأجل.

المصدرون الرئيسيون للأوراق التجارية هم المؤسسات المالية، مثل شركات التمويل والشركات المصرفية القابضة وشركات

التأمين. تميل الشركات المالية إلى استخدام الأوراق المالية كمصدر منتظم للتمويل. تميل الشركات غير المالية إلى إصدار هذا النوع من الأوراق على أساس غير منتظم لتلبية احتياجات التمويل خاصة واستثنائية، وبالتالي فإن الأوراق التجارية هي شكل من أشكال الاقتراض قصير الأجل. عادة ما يكون استحقاقها الأولي بين أسبوع وخمسة وأربعين يومًا. عادة لا يتوجب على الشركة المصدرة تسجيل عملية الاصدار كطرح عام لدى الجهات المنظمة للسوق الأمر الذي يقلل من تكاليف التسجيل ويسرع من عملية الاصدار. يمكن بيع الأوراق التجارية مباشرة من قبل المصدر، أو يمكن بيعها عن طريق سمسرة وتجار الذين يتقاضون رسوم محددة.

تجدر الإشارة إلى أنه بسبب عدم تجانس الاصدارات المختلفة من حيث المصدرين والمبالغ وتواريخ الاستحقاق، فلا يوجد سوق ثانوي نشط للأوراق التجارية. ومع ذلك، يمكن للتجار إعادة شراء الأوراق التجارية مقابل رسوم.

تم احتساب سعر الاوراق التجارية بالمعالة التالية:

$$P = PAR \times \left(1 - \left(d \times \frac{n}{360} \right) \right)$$

حيث d هي العائد أو معدل الخصم،

PAR هي القيمة الاسمية أو القيمة التي تدفع عند الاستحقاق

و n هو عدد أيام الاستثمار (فترة الاحتفاظ).

وبالتالي فإن الأوراق التجارية تباع بخصم من قيمة استحقاقها، مثل العديد من الأوراق المالية المتداولة في الاسواق النقدية.

مثال:

بفرض لدينا ورقة تجارية قيمتها الاسمية 10 مليون ليرة وتستحق بعد 30 يوم ويبلغ معدل الخصم عليها 4.75%، ما هو

سعر هذه الورقة في السوق؟

$$P = 10 \times \left(1 - \left(4.75\% \times \frac{30}{360} \right) \right) = 9.97$$

بالنسبة للعائد على الاستثمار في الأوراق التجارية فيتم حسابه بالطريقة التالية

$$d = \left(\frac{PAR - P}{PAR} \right) \times \left(\frac{360}{n} \right)$$

حيث d هو العائد أو معدل الخصم،

PAR هي القيمة الاسمية،

P السعر السوقي للورقة التجارية

و n هو عدد أيام الاستثمار (فترة الاحتفاظ)

مثال:

اشترى مستثمر ورقة تجارية لمدة 30 يومًا بقيمة اسمية 1 مليون يورو بسعر 990000 يورو. ما هو العائد من هذا الاستثمار CP ؟

$$d = \left(\frac{1 - 0.99}{1} \right) \times \left(\frac{360}{30} \right) = 12\%$$

عادةً ما تكون الأوراق التجارية غير مضمونة مقابل أي أصول محددة، وعادة ما تسعى الشركات التي ترغب في استخدام سوق الأوراق التجارية إلى الحصول على تصنيف ائتماني من إحدى وكالات التصنيف الائتماني أو غيرها. والتصنيف العالي يعني أنه يمكن إصدار مثل هذه الأوراق بخصم أقل أي بتكلفة أقل، غالبًا ما يعادل 1 في المائة. وعلى الرغم من أن الأوراق التجارية غير مضمونة، إلا أنها عادة ما تكون مدعومة بخط ائتمان في بنك تجاري .

كمصدر من مصادر التمويل، تخدم الأوراق التجارية غرضًا مشابهًا للكبيالات التجارية (ويتم تسعيرها بنفس الطريقة). وبالتالي، في البلدان التي لديها خصم أو سوق كبيالات تجارية متطور، يكون سوق الأوراق التجارية صغيرًا نسبيًا (مثل

المملكة المتحدة). ومع ذلك، عندما يكون سوق الكمبيالات التجارية أقل تطوراً، يكون سوق الأوراق التجارية كبيراً جداً (مثل فرنسا والولايات المتحدة). يكمن الاختلاف الرئيسي بين الأوراق التجارية والكمبيالات التجارية في طريقة إنشائها. تقتصر الشركة عبر الكمبيالات التجارية عندما توافق على قبول كمبيالة يسحبها الدائن. وتقتصر الشركة من خلال الأوراق التجارية عندما تصدر الورقة نفسها.

4-4-3 Certificates of deposit شهادات الإيداع

شهادات الإيداع القابلة للتداول هي شهادات تصدرها البنوك التجارية الكبرى ومؤسسات الإيداع الأخرى كمصدر قصير الأجل للأموال. والأصل في شهادة الإيداع (CD) هو أن يتم إيداع مبلغ من المال على شكل وديعة لدى أحد البنوك لفترة زمنية محددة، وفي نهايتها يتم سدادها بفائدة. وبالتالي، فهو في الواقع إيصال لإيداع لأجل وهذا ما يبرر اعتبارها جزء من الشريحة النقدية الرابعة M4. فالأساس أن شهادة الإيداع هي بالأصل وديعة لأجل مثل الودائع لأجل الأخرى.

ما يميز شهادة الإيداع عن الوديعة لأجل، يكمن في كون الشهادة قابلة للتداول وبالتالي، وعلى الرغم من أن الإيداع يتم لفترة محددة، فإنه يمكن للمودع استخدام الأموال في وقت سابق لاستحقاق الوديعة عن طريق بيع الشهادة لطرف ثالث بسعر يعكس الفترة حتى الاستحقاق والمستوى الحالي لأسعار الفائدة، وبالتالي لا يضطر لكسر الوديعة وخسارة الفوائد المستحقة عليها كما أنه لن يكون ملزماً بالحصول على قرض بضمان الوديعة في حال قبل المصرف.

الميزة التي تعود على البنك هي أن أموال الوديعة تكون مستقرة بشكل نهائي خلال حياتها وبالتالي فإنه يستطيع استخدام الوديعة خلال هذه الفترة. وبسبب المرونة الممنوحة للمقرض، فإنه سيحصل على معدل فائدة أقل بقليل مما كان سيحصل عليه في حال الوديعة العادية.

تتراوح آجال استحقاق شهادات الإيداع عادةً من أسبوعين إلى سنة واحدة. عادة ما تشتري الشركات غير المالية شهادات

الإيداع القابلة للتداول. على الرغم من أن فئات شهادات الإيداع القابلة للتداول عادة ما تكون كبيرة جداً بالنسبة للمستثمرين الأفراد، إلا أنه يتم شراؤها أحياناً بواسطة صناديق أسواق المال التي تجمع وتستثمر أموال المستثمرين الأفراد. وبالتالي، فإن صناديق سوق المال تسمح للأفراد بأن يكونوا مستثمرين غير مباشرين في شهادات إيداع قابلة للتداول. بهذه الطريقة يمكن أن يكون سوق شهادات الإيداع القابل للتداول أكثر نشاطاً. هناك أيضاً سوق ثانوي لهذه الأوراق المالية، إلا أن سيولة هذا السوق منخفضة جداً.

يجب تسعير شهادات الإيداع القابلة للتداول لتقديم علاوة أعلى من الأوراق المالية الحكومية (مثل سندات الخزنة) للتعويض عن نقص السيولة الضمانات. تكون العوائد أعلى بشكل عام خلال فترات الركود. تعكس العوائد أيضاً فهم المشاركين في سوق المال حول سلامة النظام المالي.

شهادات الإيداع القابلة للتداول تسعير للتداول على أساس العائد. وليس الخصم، حيث تقوم المؤسسة بإصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول بقيمتها الاسمية ويحصل حاملها على عوائد محددة النسبة بشكل مسبق. وبالتالي يتم حساب عائد الشهادات وفق المعادلة التالية:

$$y = \frac{PAR - P}{P} \times \left(\frac{360}{n} \right)$$

مثال:

قامت إحدى المصارف بإصدار شهادة إيداع قابلة للتداول بقيمة اسمية 100,000 ل.س وبمعدل فائدة 6% لمدة ستة أشهر. اليوم وقبل 73 يوم من تاريخ الاستحقاق كان سعرها في السوق 99,000 ل.س. المطلوب حساب معدل العائد على الشهادة وفق سعر اليوم.

$$y = \frac{(100000 - 99000)}{99000} \times \left(\frac{360}{73} \right) = 4.93\%$$

يمكن حساب السعر السوقي لشهادات الايداع عن طريق خصم القيمة الاسمية حسب معدل الفائدة المعمول به على الأصول المماثلة في السوق لحظة حساب السعر، وفق عدد الايام المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق. يتم تحديد سعر شهادات الايداع باستخدام المعادلة التالية:

$$P = \frac{PAR}{\left(1 - \left(i \times \frac{n}{360}\right)\right)}$$

مثال:

أحسب سعر شهادة ايداع قيمتها الاسمية 150000 ل.س لمدة ثلاثة أشهر، وتدفع 4% فائدة، إذا علمت أن باقى 36 يوماً حتى تاريخ الاستحقاق وكان معدلات الفائدة قصيرة الأجل 4% الآن؟
ماذا سيكون سعرها إذا انخفضت الفائدة قصيرة الأجل إلى 2%؟ ماذا تستنتج؟

فيما يتعلق بالعائد السنوي لشهادات الايداع هو نفسه معدل الفائدة السنوي المعلن عند اصدارها في حال احتفظ المستثمر بها من تاريخ الاصدار حتى تاريخ الاستحقاق. أما في حال قام المستثمرون بشراء شهادات ايداع القابلة للتداول بعد تاريخ إصدارها ودفعوا قيمتها السوقية وحملوها حتى تاريخ الاستحقاق، فإن العائد السنوي قد يختلف عن معدل الفائدة السنوي الذي أصدرت به. ولحساب هذه المعدل نستخدم المعادلة التالية:

$$y = \frac{(Selling Price - Purchase Price + Interest)}{Purchase Price}$$

حيث *Selling Price* هو سعر البيع أو القيمة الاسمية في حال الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، و *Purchase Price* سعر الشراء و *Interest* هي الفائدة المقبوضة في تاريخ الاستحقاق.

مثال:

اشترى مستثمر شهادة إيداع قابل للتداول قبل ستة أشهر بمبلغ 990000 ل.س من السوق الثانوية وتستحق اليوم حيث سيحصل على قيمتها الأسمية والبالغة مليون ل.س. كما أنه سيحصل على فوائد قيمتها 40000 ل.س. ما هو العائد السنوي للمستثمر الذي يحققه هذا المستثمر؟

$$y = \frac{(1,000,000 - 990,000 + 40,000)}{990,000} = 5.05\%$$

غالباً ما يرتبط سعر الفائدة المدفوع على شهادات الإيداع بسعر الفائدة ما بين البنوك، فإذا كان سعر الاقتراض ما بين البنوك (الليبور *LIBOR*) 75،4 % على سبيل المثال، فقد يكون معدل الفائدة على شهادات الإيداع 5% والفارق بين الاثنين يعود إلى ضعف سيولة شهادات الإيداع مقارنة بالقروض ما بين البنوك التي يمن اعتبارها ودائع تحت الطلب لدى البنوك المقترضة.

3-4-5 اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase agreements

اتفاقية إعادة الشراء (*REPO*) هي اتفاقية لبيع أي أوراق مالية مع الاتفاق على إعادة شرائها في تاريخ وسعر محدد مسبقاً. وبالتالي يمكن النظر لاتفاقية إعادة الشراء على أنها عبارة عن قرض بضمانات إضافية حيث يتكون الضمان من الأوراق المالية محل التداول. بمعنى أن صفقة إعادة الشراء تمثل من حيث الجوهر قرضاً مدعوماً بأوراق مالية. وإذا تخلف المقرض عن سداد القرض، فإن للمقرض الحق في التصرف بالأوراق المالية. تستخدم معاملات الأوراق المالية الحكومية في معظم الاتفاقيات، وبعضها قد يستخدم أوراقاً مالية قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول. نظراً لأن عمر أي اتفاقية إعادة شراء قصير جداً، ولا يزيد عن عدة أشهر عادةً، فهي لا تعد كونها شكلاً من أشكال التمويل قصير الأجل.

الأساس في اتفاقية إعادة الشراء هو أن يكون لها تاريخ استحقاق محدد وهناك نوع خاص من الاتفاقيات يسمى اتفاقية إعادة الشراء المفتوح هو اتفاقية إعادة الشراء بدون تاريخ استحقاق محدد، ولكن يتم تجديدها كل يوم بموافقة كلا الطرفين.

معاملة إعادة الشراء العكسي (*reverse REPO*) هي عملية شراء أوراق مالية من قبل طرف من طرف آخر مع الاتفاق على بيعها. وبالتالي يمكن أن يشير *REPO* و *REPO* العكسي إلى نفس المعاملة ولكن من وجهات نظر مختلفة ويستخدمان لاقتراض الأوراق المالية والإقراض النقدي. المشاركون في معاملات إعادة الشراء هم البنوك وصناديق الاستثمار والمؤسسات غير المالية. يمكن أن تبلغ قيمة المعاملات إلى أرقام كبيرة في الأسواق المتطورة مع استحقاق من يوم واحد إلى 15 يوماً ولمدة شهر أو ثلاثة أو ستة أشهر، ولا يوجد سوق ثانوي لعمليات إعادة الشراء.

نظراً لأن تأثير معاملات إعادة الشراء على الأسعار والعوائد في السوق النقدي، فمن الطبيعي اعتبار عمليات إعادة الشراء هذه على أنها معاملات في الأسواق النقدية. حيث في اتفاقيات إعادة الشراء، يكون البائع مماثلاً للمقترض والمشتري هو المقرض. في هذا النوع من الاتفاقيات يكون سعر إعادة الشراء أعلى من سعر البيع الأولي، ويشكل فرق السعر العائد للمقرض.

تم تحديد مبلغ قرض المتولد عن اتفاقية إعادة الشراء بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة عقد إعادة الشراء} = \text{القيمة السوقية للأوراق المالية} \times (1 - \text{نسبة الخصم})$$

كما يمكن حساب القيمة السوقية للأوراق المالية محل الاتفاقية وفق الآتي:

$$P = PAR \times \left(1 - \left(d \times \frac{n}{360}\right)\right)$$

حيث يتم تحديد القيمة السوقية للأوراق المالية على أنها القيمة السوقية الحالية لهذه الأوراق المالية، d هو معدل الخصم للأوراق المالية، n هو عمر الاتفاقية، PAR هي القيمة الاسمية للأوراق المالية.

القيمة السوقية للأوراق المالية في اتفاقية إعادة الشراء تساوي قيمة الضمانات التي يتم الاقتراض مقابلها. نظراً لأن قيمة الأوراق المالية قد تكون متقلبة خلال مدة الاتفاقية، فإن مبلغ القرض (المبلغ الأساسي) يكون أقل من القيمة السوقية الحالية للأوراق المالية.

يتم خصم القيمة السوقية للأوراق المالية المطلوبة للقيام بمعاملة إعادة الشراء وصولاً إلى القيمة الحالية كضمان لحسن

تنفيذ الاتفاقية، وهو ما يسمى بقطع رأس المال *haircut* أو الهامش *Margin*. وعادة ما يكون هذا الاقتطاع محدد بعدد من نقاط الأساس. ويمكن أن يكون الاقتطاع قياسي، كأن يكون 25 نقطة أساس (أو 0,0025%) على سبيل المثال. وبالتالي فإن قرض إعادة الشراء هو قرض بضمانات زائدة مما يعني أن مبلغ الضمان يتجاوز أصل القرض والاقتطاع. تم إعادة شراء الأوراق المالية عن طريق سداد قرض إعادة الشراء والفائدة.

$$REPO\ principal + Interest = REPO\ principal \left(1 + \left(\frac{y \times t}{360} \right) \right) =$$

حيث y هو العائد أو معدل معاملة إعادة الشراء، t هو عمر اتفاقية إعادة الشراء.

إن الأساس في تحديد الحسم أو الهامش هو تأمين بعض الحماية للمقرض في حالة إفلاس المقرض أو تخلفه عن السداد لسبب أو لآخر. يعتمد حجم المخاطرة، وبالتالي مقدار أو نسبة الهامش؛ في جزء كبير منه على حالة المقرض، ولكنه يعتمد أيضًا على الطبيعة الدقيقة للعقد. بعض اتفاقيات إعادة الشراء هي مبيعات حقيقية. في هذه الحالة، يمتلك المقرض الأوراق المالية ويمكنه بيعها في حالة التخلف عن السداد. ولكن معظم عقود إعادة الشراء، هي عبارة عن قرض مضمون بأوراق مالية التي تعمل كضمان بينما تظل في ملكية للمقرض. في حالة التخلف عن السداد، يكون للمقرض مطالبة عامة على هذا الضمان. وبالتالي من المرجح أن يكون الحسم أو الهامش أكبر.

مثال:

بفرض اتفاقية إعادة الشراء لمدة 90 يوماً، بمعدل إعادة الشراء 4,75%. وبفرض أن يتم استخدام أدونات خزينة لمدة 180 يوماً بمعدل خصم 5% وقيمة اسمية قدرها 10 ملايين ل.س كضمان. إذا كان معدل الاقتطاع أو الهامش يساوي 25 نقطة أساس. ما هو مبلغ قرض إعادة الشراء؟ وما هو مبلغ السداد لقرض إعادة الشراء في هذه الاتفاقية؟

يتم تسعير صفقات إعادة الشراء على أساس العائد. يتم تحديد السعر كعائد فائدة بسيط على أساس 360 يوماً يتم تحديده عند بدء المعاملة ويتم تحديده لمدة إعادة الشراء. يتم حساب معدل إعادة الشراء أو العائد من خلال المعادلة:

$$y = \frac{(PAR - P)}{P} \times \left(\frac{360}{t} \right)$$

حيث P هو سعر الشراء، و PAR هو سعر إعادة الشراء المتفق عليه و t هي فترة المعاملة .

مثال:

قام مستثمر بشراء أوراق مالية بسعر 980.000 ل.س، مع اتفاق لإعادة بيعها بمبلغ 10 مليون ل.س بعد 15 يوماً. ما هو عائد الصفقة؟

اتفاقيات إعادة الشراء لها شقان، الأول، عندما يتم الاقتراض النقدي مقابل ضمانات، والثاني عندما تتم معاملة إعادة الشراء، أي يتم إعادة شراء الأوراق المالية عن طريق سداد قرض إعادة الشراء بالإضافة إلى الفائدة. إن إعادة شراء الأوراق المالية (مدفوعات إعادة الشراء) مستقلة تماماً عن القيمة السوقية للأوراق المالية في تاريخ استحقاق إعادة الشراء. وهذا يعزز الواقع الاقتصادي المتمثل في أن معاملة إعادة الشراء هي قرض مضمون. في معاملة إعادة الشراء العكسي، يتم حساب الدفع العكسي:

$$\text{Reverse principal} + \text{Interest} = \text{Reverse principal} \times \left(1 + \left(y \times \frac{t}{360} \right) \right)$$

رأس المال العكسي + الفائدة = رأس المال العكسي $(1 + (y \times t / 360))$

حيث y هو العائد أو معدل إعادة الشراء، t هي استحقاق إعادة الشراء العكسي.

مثال:

بفرض أن مؤسسة مالية تستخدم إعادة الشراء العكسي لاقتراض الأوراق المالية وإقراض النقد. الضمان المقدم كان سندات خزينة قيمتها الأسمية مليون ل.س تستحق بعد 5 سنوات ومعدل الكوبون عليها كان 6% سنوياً، يدفع بشكل نصف سنوي. إذا كان معدل إعادة الشراء 4,5%، والاتفاقية لمدة 181 يوماً، مع 50 نقطة أساس كهامش. ما هو مقدار إعادة السداد العكسي للعملية؟

3-5 أسعار الفائدة والعوائد في سوق المال:

أدوات سوق المال قصيرة الأجل لها معدلات فائدة مختلفة وعوائد تسعير مختلفة. غالباً ما يتم حساب العائد على أدوات سوق المال قصيرة الأجل باستخدام الفائدة البسيطة بدلاً من الفائدة المركبة، ونتيجة لذلك لا يمكن مقارنتها بشكل مباشر بالعوائد حتى الاستحقاق. الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة)، الأوراق التجارية غالباً ما يتم تسعيرها وتداولها على أساس الخصم، بينما يتم تسعير معدلات القروض بين البنوك ومعدلات إعادة الشراء على أساس العائد. إلى جانب ذلك، من المتعارف عليه في سوق سندات الخزانة يفترض أن العام عبارة عن 360 يوماً، لا تحتوي أدوات سوق المال قصيرة الأجل في كثير من الأحيان على معدل محدد، ونتيجة لذلك يحصل المستثمرون فيها على عائد عن طريق شرائها بخصم من القيمة الاسمية. يوجد أدناه مقارنة بين معدلات وعوائد أسواق المال المختلفة.

3-5-1 المعدل على أساس الخصم Discounted Yield:

$$d = \frac{(PAR - P)}{PAR} \times \left(\frac{360}{t}\right)$$

حيث d هو العائد على أساس معدل الخصم، PAR القيمة الاسمية، P سعر شراء الورقة المالية و t هو عدد الأيام حتى تاريخ الاستحقاق. يتم احتساب الخصم في هذه الحالة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية. كما يفترض أن تكون سنة 360 يوماً.

مثال:

بفرض أنه تم إصدار أذون خزانة لمدة 90 يوماً بنسبة 99% من قيمتها الاسمية. سيتم استردادها بقيمتها الاسمية (100%) بعد 90 يوماً من الإصدار. احسب معدل الخصم لهذه الورقة.

$$d = \frac{(100 - 99)}{100} \times \frac{360}{90} = 4\%$$

نلاحظ أن عدد أيام السنة هو 360 يوماً. غالباً ما يتم تحويل معدل الخصم إلى معدل عائد لجعله قابلاً للمقارنة مع أدوات سوق المال الأخرى. غالباً ما يطلق على هذا العائد "عائد سوق المال". وباستخدام المثال أعلاه، يكون عائد سوق المال

$$4 \times \frac{100}{99} = 4.0404 \text{ يساوي}$$

3-5-2 المعدل على أساس العائد *Add-on Rate*

$$y = \frac{(PAR - P)}{P} \times \left(\frac{360}{t}\right)$$

حيث y هو العائد على أساس معدل الإضافة، PAR القيمة الاسمية، P سعر شراء الورقة المالية و t هو عدد الأيام حتى تاريخ الاستحقاق

مثال:

بفرض أن قرض بمبلغ 990000 ل.س لمدة 90 يوما وحينها سيتم سداده بمبلغ 1000.000 ل.س ما هو معدل العائد على أساس الاضافة؟

$$y = \frac{(1,000,000 - 990,000)}{990,000} \times \left(\frac{360}{90}\right) = 4.04\%$$

3-5-2 العائد المكافئ للسندات *Bond-equivalent yield*:

لمقارنة العوائد على الاستثمار في سوق السندات والأسواق النقدية لا بد من توحيد أساس الحساب لذا نستخدم المعادلة التالي في حساب العائد المكافئ للسندات ليكون قابل للمقارنة .

$$y = \frac{(PAR - P)}{P} \times \left(\frac{365}{t}\right)$$

حيث: y العائد ، PAR القيمة الاسمية ، P - سعر شراء الورقة المالية و t هو عدد الأيام حتى الاستحقاق .

مثال:

يفرض لدينا أذن خزانة يستحق بعد 90 يوماً وصدر بنسبة 99% من قيمته الاسمية. ويسترد بتاريخ الاستحقاق بقيمتها الاسمية (100%) بعد 90 يوماً من الإصدار. ما هو العائد المكافئ للسندات؟

$$y = \frac{(100 - 99)}{99} \times \left(\frac{365}{90}\right) = 4.097\%$$

يتم استخدام العائد المكافئ للسندات لمقارنة عائدات أذون الخزانة بالعوائد حتى تاريخ استحقاق الكوبونات التي تعطيتها السندات. العائد المكافئ للسند هو تقريب للعائد حتى استحقاق السند. العائد المكافئ للسند يكون أعلى من معدل الخصم. ويتناسب الفرق طردياً مع آجال الاستحقاق ومعدلات الخصم. لذلك، فإن الخطأ في تقدير العائد باستخدام معدل الخصم يزداد مع فترات الاستحقاق الأطول ومعدلات الخصم الأعلى.

3-5-5 العائد السنوي حتى تاريخ الاستحقاق *Annual yield to maturity*:

لحساب معدل العائد حتى الاستحقاق السنوي نلجأ إلى المعادلة التالية

$$y = \left(\frac{PAR}{P}\right)^{\left(\frac{365}{t}\right)} - 1$$

حيث y هو العائد، PAR القيمة الاسمية أو قيمة الاستحقاق، P سعر شراء الورقة المالية و t هو عدد الأيام حتى تاريخ الاستحقاق .

مثال:

من المثال السابق ما هو العائد السنوي حتى تاريخ استحقاق لإذن الخزينة؟

$$y = \left(\frac{100}{99}\right)^{\left(\frac{365}{90}\right)} - 1 = 4.097\%$$

3-5-3 العائد نصف السنوي حتى الاستحقاق Semiannual yield to maturity

$$y = 2 \times \left(\frac{PAR}{P} \right)^{\left(\frac{365}{2 \times t} \right)} - 2$$

مثال:

بفرض نفس أذن الخزنة في المثالين السابقين، لمقارنة أدائها بسند يدفع كوبونات مرتين في السنة، المطلوب حساب العائد نصف السنوي حتى تاريخ استحقاق؟

$$y = 2 \times \left(\frac{100}{99} \right)^{\left(\frac{365}{2 \times 90} \right)} - 2 = 4.097\%$$

أسئلة الفصل:

(1) أسئلة صح / خطأ True/False

خطأ	صح	السؤال
✓		1 الأسواق النقدية هي أسواق تداول العملات
	✓	2 أسواق النقد هي أسواق قصيرة الأجل (سنة واحدة كأقصى حد)
✓		3 توفر أسواق النقد إمكانية تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل
✓		4 لا يمكن للمستثمر اللجوء إلى أسواق النقد لإدارة المخاطر
	✓	5 تلعب أسواق النقد دور في خدمة وتحقيق أهداف السياسة العامة للحكومات
✓		6 جميع الأوراق المتداولة في سوق النقد لها نفس درجة الخطر كونها قصيرة الأجل
	✓	7 تتمتع سوق النقد بسيولة عالية
	✓	8 في اتفاقية إعادة الشراء تشكل الأوراق المالية ضمان للسداد

(2) أسئلة خيارات متعددة Multiple Choices

1 أذونات الخزينة هي أوراق مالية :

(a) تصدرها وزارة المالية	(b) الشركات
(c) البنك المركزي	(d) كل ما سبق

2- تصدر أذونات الخزينة من خلال

(a) البيع المباشر للمستثمرين	(b) مزادات مجدولة بشكل مسبق
(c) المصارف العامة	(d) المصارف الخاصة

3- في مزادات السعر الواحد يدفع أصحاب العروض الفائزة

(a) أعلى سعر مقبول	(b) أدنى سعر مقبول
(c) وسطي أسعار العروض الفائزة	(d) غير ذلك

4- في مزاد السعر الواحد يدفع أصحاب العروض غير التنافسية

(a) وسطي أسعار العروض الفائزة	(b) أعلى سعر
(c) أدنى سعر مقبول	(d) غير ذلك

5- اذن خزينة لستة أشهر قيمته الاسمية 1000 بيع بخصم 5%، ما هي قيمته السوقية؟

(a) 1000	(b) 975.6
(c) 952.2	(d) 950

6- دفع أحهم مبلغ 975 ل.س قيمة أذن خزينة يستحق بعد 182 يوم ما هو العائد السنوي لهذه العملية إذا كانت القيمة الأسمية 1000؟

(a) 5.07%	(b) 5.15%
(c) 5%	(d) 5.01%

3) أسئلة ا قضايا للمناقشة

- 1) كيف تختلف أسواق المال عن أسواق رأس المال؟
- 2) من هم المشاركون الرئيسيون في أسواق المال؟
- 3) ما الفرق بين أدوات سوق المال المُسعرة "على أساس الخصم" و "على أساس العائد"؟
- 4) كيف يتم تسعير الأوراق المالية الحكومية (مثل الخزنة - الأذون)؟
- 5) كيف يتم تسعير الأوراق التجارية؟

(6) كيف يتم تسعير شهادات الإيداع؟

(7) كيف يتم تسعير اتفاقيات إعادة الشراء؟

(8) افترض أن كلا من الأوراق المالية الحكومية لشهر واحد والأقراص المدمجة لشهر واحد تم تحديد عائدهما بنسبة 5

بالمائة. الذي يعطي عائد أعلى للمستثمر؟

(9) افترض أنه من المتوقع أن تنخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل في المستقبل. كيف يؤثر ذلك على توريد الورق

التجاري ولماذا؟

(10) بفرض أن الحكومة تقوم ببيع عدد كبير للسندات للقطاع الخاص. اشرح التأثير المحتمل على سيولة النظام

المصرفي.

(11) الطلب على أدوات سوق المال.

(12) كيف يمكن للبنك المركزي لدولة ما استخدام منظمات إعادة الشراء على السندات الحكومية لرفع أسعار

الفائدة من 5,4% إلى 5%؟

(13) تباع ورقة مالية في سوق المال بقيمة اسمية تبلغ 100000 مقابل 881600 ل.س. ما هو العائد المطلوب

للمستثمر إذا كان باقٍ للورقة سنتان حتى تاريخ الاستحقاق؟

(14) تباع الحكومة سندات التي تبلغ مدتها 91 يومًا وقيمتها الاسمية 1000000 ل.س مقابل 880000 ل.س

(15) ما هو العائد على الاستثمار في حالة قيام البنك بالاستثمار والاحتفاظ بالأوراق المالية حتى تاريخ استحقاقها؟

(16) كيف يمكن أن يتأثر العائد السنوي إذا كان سعر الشراء أقل؟

(17) كيف يمكن أن يتأثر العائد السنوي إذا كان سعر البيع أقل؟ اشرح منطق العلاقة

(18) كيف سيتأثر العائد السنوي إذا كان عدد أيام الاحتفاظ أقصر، ولكن سعر الشراء وسعر البيع ثابتان؟ اشرح

العلاقة.

- Bernanke B., Blinder A. (1992). The FF rate and the channels of monetary transmission, *Journal of Banking and Finance*, No. 16, p. 585–623.
- European Central Bank (2007). *Euro Money Market Survey*, ECB, Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2008). *The Analysis of the Euro Money Market from a Monetary Policy Perspective*, ECB Monthly Bulletin, February.
- Hartmann P., Manna M., Manzanares A. (2001). *The Microstructure of the Euro Money Market*, ECB Working Paper 80.
- International Capital Market Association (2007). *European REPO Market Survey*, Number 12, conducted December 2006, Zürich, ICMA.
- Wolswijk G., de Haan J. (2005). *Government Debt Management in the Euro Area: Recent Theoretical Developments and Changes in Practices*, ECB Occasional Paper 25.

DEBT \ BOND MARKETS الفصل الرابع: أسواق الدين / السندات

عنوان الموضوع: أسواق السندات Bond Markets

كلمات مفتاحية: السندات Bonds، العائد على السندات Redemption yield، حساسية المدة Duration، التحذب Convexity،

ملخص الفصل:

السندات هي ديون على الحكومات والشركات والمنظمات التي تصدرها. وتتمثل إحدى الخصائص التي تتميز بها السندات عن الأسهم في درجة اليقين النسبي للتدفقات النقدية المستقبلية. في حالة عدم وجود تخلف من قبل المصدر، فإن التدفقات النقدية المستقبلية من السند معروفة بشكل مؤكد. هذا على عكس الأسهم لأن الأسهم عادةً ما يكون لها مدفوعات على شكل أرباح، والتي تكون متغيرة وغير مؤكدة. يؤثر اليقين النسبي في التدفقات النقدية للسندات على تسعير السندات وتحليلها. يتم تقدير السعر العادل للسند باستخدام نموذج الخصم. ويعني اليقين النسبي للتدفقات النقدية للسندات أنه يمكن أيضًا تقدير الخصائص الأخرى، مثل المدة والتحذب، بشكل موثوق. تستخدم الشركات والحكومات أسواق الدين لجمع الأموال لأهداف طويلة الأجل، على الرغم من أن معظم استثمارات الشركات يتم تمويلها من خلال الأرباح المحتجزة. يمكن للشركات والحكومات إصدار سندات. عادة ما تدفع السندات معدل فائدة ثابت على فترات محددة مسبقاً. يتم تداول السندات في البورصة ويتقلب سعرها استجابة للعرض والطلب ولتغير درجة المخاطر وأسعار الخصم. على المدى القصير، يكون العرض ثابتاً وبالتالي فإن تقلبات الأسعار تكون نتيجة للتغيرات في الطلب.

المخرجات والأهداف التعليمية:

- 1) تعريف سوق السندات والسندات وأنواعها المختلفة.
- 2) التعرف على أسباب إصدار السندات واستخداماتها.
- 3) قياس العائد على السندات وتحليل حساسيتها لتقلبات أسعار الفائدة.
- 4) تقييم السندات.

مخطط الفصل:

. أسواق الدين Debt Markets

Bond's types أنواع السندات 1-1-4

4.2. هيكل سوق السندات Bond market structure

3-4 عوائد سوق السندات وخصائصها Bond Market Yield and characteristics

Bond market yields أنواع عوائد السندات 1-3-4

4-4 تقييم السندات Bond valuations

1-4-4 نموذج التدفقات النقدية المخصومة Discounted cash flow model

The relationship between prices and 2-4-4 العلاقة بين سعر السند ومعدل العائد المطلوب

discount rate

Bond price volatility 3-4-4 تقلب سعر السندات

Behavior of Macaulay's duration 4-4-4 سلوك مدة ماكولاي

5-4-4 التحصين والتحصين العرضي Immunization and Contingent Immunization

Bond convexity 6-4-4 تحدب السندات

5-4 تحليل السندات Bond analysis

1-5-4 السندات ذات العائد المُعووم ومعكوسة التعويم: Inverse floaters and floating rate notes

2-5-4 السندات القابلة للاسترداد Callable Bond

3-5-4 السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

4- 1 أسواق الدين Debt Markets

تلجأ الشركات والحكومات إلى أسواق السندات بغية تمويل العجز الناجم عن الاستثمارات طويلة الأجل. على الرغم من أن معظم استثمارات الشركات يتم تمويلها من خلال مصادر تمويل داخلية كالأرباح المحتجزة، إلا أنها قد لا تكفي لتمويل المشاريع التوسعية والاستثمارات الجديدة، لذا تلجأ الشركات والحكومات إلى إصدار سندات لسد هذا العجز طويل الأجل.

المُصدرون الرئيسيون للسندات هم الحكومات، وتسمى عادة سندات الخزينة (*Treasury bonds*)، كما تلجأ الشركات إلى إصدار السندات أيضاً وتسمى سندات الشركات (*corporate bonds*). هذا وتختلف سندات الشركات عن السندات الحكومية بشكل كبير من حيث درجة المخاطر وأنواعها، فسندات الشركات عادة ما تكون أكثر خطراً من تلك التي تصدرها الحكومات، لذا قد تضطر الشركات إلى ضمان السندات التي تصدرها بأصولها، بالمقابل هناك شركات تصدر سندات دون ضمان. تعرف السندات المضمونة بأصول الشركة المصدرة سندات الدين (*debentures*). يشار إلى السندات غير المضمونة باسم أسهم القرض (*loan stock*). تعد البنوك المُصدر الرئيسي لأسهم القرض. حقيقة أن السندات غير مضمونة وبالتالي لا تمكن حاملها من المطالبة بأصول الشركة المُصدرة في حالة التخلف عن السداد فإنه يتم تعويض مشتريها بمعدل فائدة أو كوبون (*coupon*) أعلى.

تحمل وثائق أو صكوك السندات التقليدية تاريخ الاسترداد (*Redemption date*) أو الوقت المتبقي للاستحقاق (*Residual maturity*) ومع مرور الزمن، يقصر الوقت المتبقي للاستحقاق لأي سند، وتصنف السندات إلى "قصير الأجل" (ما يصل إلى الخمس سنوات)، "متوسط الأجل" (من خمس سنوات إلى 15 سنة)، "طويل الأجل" (أكثر من 15 سنة).

بالإضافة إلى أن السندات تصدر بقيمة اسمية محددة (*par value*)، فإنها تدفع فائدة ثابتة، تسمى قسمة أو كوبون (*coupon*) وعادة ما يتم دفع هذا المبلغ على دفعتين متساويتين بمعدل دفعة كل ستة أشهر. بقسمة مبلغ الكوبون على

القيمة الاسمية للسند نحصل على معدل الكوبون (*coupon rate*) على السند.

نظراً لأن إصدار السندات تستغرق وقتاً طويلاً نسبياً، قد تتغير خلاله ظروف السوق الأمر الذي قد يجعل من الاستثمار في هذه السندات غير مجدي نظراً لكون معدل الكوبون المحدد عليها غير مناسب عند عرضها للبيع الأمر الذي يتطلب تصحيح هذا الخلل من خلال بيعها بسعر أقل من قيمتها الاسمية، من أجل جعل سعر الكوبون مناسب لدرجة مخاطرها وقريب من سعر الفائدة المطلوب في السوق عند مستوى خطر مقارب، في مثل هذه الحالة تباع السندات بخصم وتسمى سندات مخصومة (*discounted bond*). بالمقابل إذا كانت التغيرات في مصلحة الجهة المصدرة للسند كأن تتخفيض معدلات الفائدة في السوق مما يجعل السند جذاب جداً للاستثمار نظراً لسعر الكوبون المرتفع مقارنة بسعر الفائدة الجديد، هنا يقوم المُصدرون بإجراء تعديل في اللحظة الأخيرة على سعر البيع، إي يقومون ببيعه بسعر أعلى من القيمة الاسمية للسند والذي يسمى عندها سند بعلاوة (*premium bond*).

هناك علاقة عكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة المعمول بها في السوق، بمعنى أن أسعار السندات تتحرك بعكس أسعار الفائدة في السوق. عند ارتفاع أسعار الفائدة المعمول بها في السوق، تنخفض أسعار السندات وكذلك أسعار جميع الأدوات المالية ذات الدخل الثابت. من الطبيعي أن يفضل المستثمرون السندات التي تحمل معدلات كوبون أعلى من تلك التي تعطي معدل أقل، لذلك يُقدم حملة السندات القديمة على بيعها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها إلى المستوى الذي يجعل من قيمة الكوبون مناسبة لأسعار الفائدة الجديد.

مثال:

بفرض أن سند قيمته الاسمية 1000 ليرة سورية ومعدل الكوبون الخاص به 5% أي أنه يولد دخل ثابت على شكل كوبون بمبلغ 50 ليرة (5×1000 %) سنوياً وباقي لاستحقاقه سنة واحدة. الآن بفرض أن معدل الفائدة في السوق ارتفع ليصبح 10%، هنا ستخفيض قيمة هذا السند إلى 500 ليرة وهو المبلغ اللازم توظيفه بمعدل الفائدة الجديد للحصول على 50 ليرة أي نفس مبلغ الكوبون على السند.

هناك شكلان للتعبير عن عائد السندات بشكل عام هما:

عائد الاسترداد (*redemption yield*) أو العائد الفعلي عن الفترة السابقة، ويقاس العائد على السند مع الأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية للكوبون والأرباح أو الخسائر الرأسمالية عند الاسترداد.

عائد الفائدة أو مردوداً جارٍ (*running yield*) ويقاس العائد على السند مع الأخذ في الاعتبار مدفوعات الكوبون فقط.

1-1-4 أنواع السندات:

للسندات أنواع عديدة حسب الخصائص التي تتميز بها ومنها:

السندات القابلة للاستدعاء **Callable Bond**: وتسمى أيضاً السند القابل للإطفاء أو التسديد أو الاسترجاع (**Redeemable Bond**) وهو السند الذي يُمكن للجهة المصدرة له استرداد قيمته قبل موعد استحقاقه، فإذا انخفضت أسعار الفائدة في وقت ما عنها في تاريخ إصدار السند، سيكون من مصلحة الشركة إعادة تمويل ديونها أو مستحقاتها بسعر فائدة أقل من السعر الذي تدفعه، ولهذا فإنها ستقوم باستدعاء السندات التي سبق وأن أصدرتها (ذات المعدل المرتفع) ويمكنها تمويل هذه العملية من خلال إصدار سندات جديدة بمعدل الفائدة الجديد الأقل من سابقه.

السندات القابلة للاسترداد **Puttable Bond**: وهي من أنواع السندات، وتتميز بكونها تتيح لحاملها إمكانية استردادها في تاريخ محدد قبل موعد الاستحقاق. ويتم تحديد سعر الاسترداد عند إصدار السند ويكون عادة مساوياً للقيمة الاسمية للسند (**Par value**). مما سبق، يمكن استرداد السندات القابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق المحدد وفقاً لتقدير الشركة أو الجهة المصدرة. ويمكن إعادة بيع السندات القابلة للاسترداد إلى المصدر في تواريخ محددة قبل تاريخ الاستحقاق. وهذا ما يجعل من تقييم السندات القابل للاستدعاء أو تلك القابل للاسترداد عن تقييم السندات العادية.

سندات قابلة للتحويل **Convertible Bonds**: هي نوع من سندات الدين (**Debt Security**) التي يمكن تحويلها

إلى أسهم عادية للشركة المُصدرة وفق نسبة تحويل محددة مسبقاً أو إلى سندات ذات معدل عائِم (*floating rate*)، وذلك في أوقات محددة خلال حياة السند وحتى تاريخ انقضائه، وذلك وفقاً لتقدير حامل السند ورغبته. هذا النوع من السندات هي عبارة عن خيار تمويل مرِن للشركات.

اليوروبوند Eurobonds : هي سندات أو أداة دين مقومة بعملة أجنبية غير عملة البلد أو السوق الذي صدرت به. وبالتالي، فإن السندات الصادرة بالدولار الأمريكي في لندن هي يوروبوند، وكذلك سندات الين الصادرة في نيويورك. وعادة تُسمى سندات اليوروبوند باسم العملة التي تصدر بها، مثل سندات اليورو دولار واليورو ين، وتُسمى هذه السندات غالباً السندات الخارجية لأنها تصدر بعملة خارجية، واليوروبوند أداة دين تلجأ إليها الشركات والحكومات لتمويل مشاريعها، وتوفر عائداً جيداً للمستثمرين مقابل مخاطر مقبولة. هذه السندات قد تكون تقليدية، أو من أي نوع من الأنواع المذكورة سابقاً.

اليورو بوند (Euro bonds): هي سندات مقومة بعملة اليورو وتصدر في دول منطقة اليورو. إذا تم إصدار السندات المقومة باليورو خارج منطقة اليورو، تكون سندات يورو يوروبوند (*euro eurobonds*).

السندات ذات العائد العائم (Floating rate notes FRNs) : هي سندات تصدرها الشركات بحيث يمكن تعديل الكوبون على أوقات محددة مسبقاً. ويتم إجراء التعديل بالرجوع إلى بعض الأسعار المعيارية المحددة عند إصدار السند لأول مرة. على سبيل المثال، قد يكون الكوبون أعلى من معدل سندات الخزنة لستة أشهر بـ 50 نقطة أساس، أو من معدل ليبور (*LIBOR*) لستة أشهر، أو غيرها. على أن يجري التعديل كل ستة أشهر. توفر هذه السندات نوعاً من التحوط من تقلبات معدل التضخم.

السندات الخارجية (Foreign bonds): هي سندات تُصدر من قبل شركة أو كيان أجنبي في السوق المحلي لبلد معين، ويتم تداولها بالعملة المحلية لهذا البلد، وذلك بهدف استخدامها كوسيلة لزيادة رأس المال. على الرغم من أن السندات الأجنبية تحمل مخاطر متعددة، إلا أن الكثير من الشركات يفضلون التعامل بها أكثر من السندات المحلية كونها تقدم لهم عوائد تنافسية عالية.

سندات مرتبطة بمؤشر نقدي (Index Linked Bond): هو السند الذي ترتبط فيه إيرادات الفائدة على الأصل بمؤشر سعر محدد، وعادةً ما يكون مؤشر أسعار المستهلك (*Consumer Price Index*) أو مؤشر أسعار التجزئة (*Retail Price Index*). تُوفر هذه الميزة الحماية للمستثمرين من خلال حمايتهم من التغيرات الحاصلة في المؤشر الأساسي. بحيث يتم تعديل التدفقات النقدية للسندات لضمان حصول حامل السند على معدل عائد حقيقي ومعروف.

سندات ضعيفة الأداء (Junk bonds): هي سندات لشركات تعتبرها وكالات تصنيف الائتمان من الشركات عالية المخاطر. وعليه ستحمل الشركات معدل فائدة لا تقل عن 200 نقطة أساس فوق السندات المقابلة لها التي يصدرها مقترضون ذوو جودة عالية.

السندات ذات القسيمة المنفصلة الستريپس (Strips): هو نوع من السندات التي يكون فيها أصل الدين منفصل عن الكوبونات بحيث يمكن بيع أي منها بشكل منفصل عن الآخر. وبالتالي، فإن السندات التي تستحق السداد بعد عشر سنوات مثلاً، إذا كانت تدفع كوبونات كل نصف سنة، في هذه الحالة سيتم إصدار واحد وعشرين قسيمة. وهنا يتم بيع كل قسيمة وكأنها بدون كوبون، أي أنه لا يدفع أي فائدة ولكنه يباع بخصم. وهكذا يمكن لحامل هذه القسائم بيعها بشكل منفصل فيمكنه بيع أصل السند دون الكوبونات أو بيع الكوبونات كلها أو بعض منها والاحتفاظ بأصل السند.

4-2 هيكل سوق السندات *Bond market structure*

سوق السندات، إذا، هو سوق مالي يسهل على المشاركين فيه عملية إصدار السندات وتداولها. ويشمل سوق السندات في المقام الأول الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة وأوراق دين الشركات، وتسهيل نقل رأس المال من المدخرين إلى المصدرين أو المنظمات التي تتطلب رأس المال للمشاريع الحكومية والتوسع في الأعمال.

مثل كل الأسواق المالية الأخرى يتكون سوق السندات من أسواق أولية وأسواق ثانوية، حيث أن أسواق السندات الأولية هي أسواق إصدار السندات، بمعنى أنها متخصصة في بيع السندات المصدرة حديثاً لأول مرة. المكون الثاني من مكونات هذه السوق هو السوق الثانوية وهي سوق تداول السندات التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية. وكما أشرنا سابقاً، فإن التعاملات التي تتم في السوق الأولية فقط، نعتبر تمويلاً للشركات أو الحكومات في حين أن تلك التي تتم في السوق الثانوية فلا أثر مالي لها على الجهة التي أصدرتها إلا في حال استردادها أو استدعائها.

كما يمكن التمييز بين سوق السندات الحكومية (*government bonds*) وسوق سندات الشركات (*corporate bonds*). في معظم أسواق السندات العالمية هناك ترتيبات مؤسسية مختلفة لإصدار وتداول السندات الحكومية عن تلك الخاصة بسندات الشركات، السبب يكمن في أن الحكومات يجب أن تكون قادرة على بيع السندات أولاً، وثانياً يجب ضمان وجود سوق نشط. لذلك تخضع أسواق السندات الحكومية لمستوى عالٍ من الإشراف والتنظيم من قبل البنك المركزي، على اعتبار أنها الأداة الرئيسية لتمويل عجز الموازنات.

تشكل سندات الدين الحكومية أكبر وأهم نسبة في السوق، تليها سندات الدين الصادرة عن المؤسسات المالية بمختلف أنواعها ومن ثم سندات الشركات (غير المالية).

تسيطر سندات الدين التي تصدرها المصارف على سوق السندات غير الحكومية. حيث تقوم المصارف بإصدار أنواع عديدة من السندات بما في ذلك سندات الدين غير المضمونة والسندات المضمونة أو المغطاة (*bonds covered*)، وهي تمثل حقوق لحامليها مضمونة بأصول تمتلكها المؤسسة المصدرة وقد تكون الضمانات على شكل رهن عقاري أو ديون ممتازة مثل القروض الممنوحة للحكومة أو القطاع العام.

3-4 عوائد سوق السندات وخصائصها Bond Market Yield and characteristics

تتأثر عوائد السندات بمعدلات الفائدة المتوقعة في السوق، والوقت المتبقي حتى الاستحقاق، وقيمتها الاسمية، ودرجة سيولته، وأخيراً مخاطره الائتمانية. والعائد على السندات هو مقياس للربح الذي يحققه المستثمر عند الاستثمار في السندات، وهو محصلة العوائد الناتجة من الدفعات الثابتة الدورية التي يحصل عليها إضافة إلى القيمة الاسمية للسند التي يحصل عليها المستثمر في تاريخ الاستحقاق أو عند بيعه في السوق.

يطلب المستثمر الكاره للخطر، علاوة على الاستثمار في السندات وتزداد هذه العلاوة كلما ازداد أجل السند، وذلك تعويضاً عن مخاطر الخسائر الناجمة عن ارتفاع أسعار الفائدة. حيث أن أسعار السندات مرتبطة بشكل عكسي بأسعار الفائدة، حيث إن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات، والعكس بالعكس.

بالإضافة إلى العوائد في سوق السندات يوجد مجموعة من الخصائص الأخرى الهامة التي لا بد من أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار بالاستثمار في السندات وتعد السيولة، إحدى أهم هذه الخصائص لسوق السندات.

ويمكن تعريف السيولة (*Liquidity*) على أنها درجة السهولة التي تمكن المستثمر من بيع أو شراء السندات على الفور بسعر قريب من سعر التوازن، دون تحمل تكاليف عالية. وقد حدد كايلي (*Kyle*، 1985) ثلاثة أبعاد للسيولة:

الضيقة (*tightness*): وهو تعبير عن مقدار الفرق بين سعري العرض والطلب في السوق، وكلما كان الفرق قليل كلما كان أفضل بمعنى أن تكلفة شراء أو بيع السند أقل وبالتالي فإن أسعار السندات تكون أقرب إلى السعر العادل كون معدل العائد المطلوب يكون قريب من سعر العائد المطلوب، بمعنى هناك تطابق نسبي بين توقعات المستثمرين في السوق.

العمق (*depth*): يكون السوق عميقاً إذا كانت فقط أوامر الشراء أو البيع ذات الأحجام الكبيرة فقط هي التي تؤثر في الأسعار.

المرونة (*resiliency*): يكون السوق مرناً إذا كانت أسعار السوق تعكس القيم الحقيقية، وتتعدل الأسعار بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة وتعود بسرعة إلى الأسعار التوازنية أو الحقيقية الجديدة بسرعة بعد حدوث صدمات.

الفرق بين عائد السندات ذات السيولة العالية وسندات مماثلة ذات سيولة الأقل يسمى علاوة سيولة (*liquidity premium*).

بالنسبة لمخاطر الائتمان هي المخاطر الناجمة عن احتمال فشل الطرف المقابل (مصدر السند) في تنفيذ التزاماته المالية وفق الجدول الزمني والمبالغ المحددين مسبقاً. وعليه فإن الفارق بين عائد سند معين وعائد سند آخر له نفس الخصائص ولكن بدون مخاطر ائتمانية هو علاوة مخاطر الائتمان. وهناك وكالات تصنيف عالمية مثل *Fitch*، *Moody's*، *Standard & Poor's* تقوم بتصنيف الحكومات والشركات وفقاً لدرجة مخاطرها الائتمانية.

4-3-1 أنواع عوائد السندات:

يمكن قياس عوائد السندات بمؤشرات متعددة حسب الحاجة، فيما يلي نورد أهم مقاييس عوائد السندات:

- **العائد حتى تاريخ الاستحقاق النهائي (*Yield to maturity*):** يشير هذا المؤشر إلى مقدار ربح السند إذا تم الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الأخير يشمل العائد حتى الاستحقاق أي ربح أو خسارة رأسمالية إذا كان سعر الشراء أقل أو أعلى من القيمة الاسمية. لذلك يعتبر هذا النوع أهم مقياس للسندات غير القابلة للإطفاء أو تلك التي لها تاريخ استحقاق بعيد ولا يوجد لها تواريخ استدعاء. في هذه الحالة، العائد حتى الاستحقاق هو نفسه أقل عائد (*Yield to worst*).
- **العائد الجاري (*Running yield*):** ويشير إلى عائد السند السنوي كنسبة مئوية من سعره أو قيمته السوقية الحالية، ويستخدم السعر الحالي للسند بدلاً من قيمته الاسمية. يتم حسابه بقسمة سعر الكوبون على سعر السوق. لا يُستخدم هذا النوع لتحليل السندات لأنه لا يتضمن أي مكاسب أو خسائر رأسمالية.
- **عائد السند حتى تاريخ سداده أو استدعائه (*Yield to call*):** وهو مؤشر مشابه للعائد حتى الاستحقاق إلا أنه يأخذ بعين الاعتبار تاريخ استدعاء السندات بدلاً من تاريخ استحقاقها.
- **العائد الأقل (*Yield to worst*):** ويشير إلى أقل عائد يمكن أن يحصل عليه المستثمر إذا قامت الشركة باستدعاء السند في أسوأ وقت ممكن، أو إذا اختارت عدم استدعاء السند مما يجعل العائد أقل مما لو تم استدعاؤه. يمكن أن يكون هذا النوع هو نفسه العائد حتى تاريخ الاستدعاء أو العائد حتى الاستحقاق، إذا كان ذلك هو الوقت الأسوأ بالنسبة للمستثمر.
- **العائد المركب المحقق (*Realized compound yield*):** هو متوسط معدل العائد المركب الذي تم الحصول عليه فعلاً من الاستثمار. يتأثر العائد المركب المحقق بالعائد على الكوبونات المعاد استثمارها. يقوم حساب

عائد الاسترداد على فرضية أن الكوبونات تتم إعادة استثمارها مقابل الحصول على عائد الاسترداد (redemption). وعليه يكون العائد المركب المحقق مساوٍ لعائد الاسترداد، فقط؛ إذا ما تم إعادة استثمار الكوبونات والحصول على عائد الاسترداد وتم الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق. في حال تجاوز معدل إعادة استثمار الكوبونات عائد الاسترداد، يكون العائد المركب المحقق أكبر من عائد الاسترداد. أما إذا كان معدل إعادة استثمار الكوبونات أقل من عائد الاسترداد يكون العائد المركب المحقق أقل من عائد الاسترداد.

4-4 تقييم السندات

يعتمد تقييم السندات على التدفقات النقدية التي تتولد عنها، وللتذكير فإن السندات تولد تدفقات نقدية دورية وثابتة إضافة إلى دفع قيمته الاسمية في تاريخ الاستحقاق. وعليه فإن القيمة السوقية للسند يمكن حسابها من خلال خصم هذه التدفقات النقدية باستخدام معدل خصم مناسب لدرجة مخاطر هذا السند. فيما يلي سندرس هذا النموذج.

4-4-1 نموذج التدفقات النقدية المخصومة

تستند القيمة العادلة أو السعر العادل للسند إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة. ولحساب هذه القيمة نستخدم المعادلة التالية:

$$P = C \sum_{t=1}^n \frac{(1 - (1 + r)^{-n})}{r} + \frac{B}{(1 + r)^n}$$

حيث أن:

P : هو السعر العادل للسند (السعر الكامل والذي يشمل الفائدة المتراكمة)؛

C : هي دفعة الكوبون المنتظمة والدورية؛

B : هي القيمة الاسمية التي يتعين دفعها لحامل السند عند الاستحقاق (الاسترداد)؛

r : هو معدل الخصم المناسب لمستوى مخاطر السند؛

n : هو عدد الفترات حتى الاستحقاق (الاسترداد).

مثال: بفرض لدينا سند يستحق بعد سنتين وكانت قيمته الأسمية 1000 ل.س ومعدل الكوبون السنوي 8% يدفع على مرتين بالسنة (أي كل ستة أشهر دفعة)، وبفرض أن معدل الخصم المعمول به في السوق للسندات المشابهة كان 6%، ما هي القيمة السوقية لهذا السند؟

الحل:

أولاً: عدد الدفعات الدورية للكوبونات المتبقية هو $4 = 2 \times 2$ (السند يدفع الكوبون على دفعتين متساويتين سنوياً، وباقي في حياته حتى الاستحقاق سنتان أي أن السند سيدفع 4 كوبونات حتى استحقاقه).

ثانياً: معدل الخصم السنوي يساوي 6% وبالتالي فإن معدل الخصم لكل 6 أشهر هو 3%.

ثالثاً: قيمة الدفعة الدورية الواحدة يساوي القيمة الأسمية للسند \times معدل الكوبون السنوي \div عدد الدفعات السنوية أي $1000 \times 8\% \div 2 = 40$ ل.س

الآن نعوض في المعادلة:

$$P = 40 \sum_{t=1}^4 \frac{(1 - (1 + 3\%)^{-4})}{3\%} + \frac{1000}{(1 + 3\%)^4} = 1037.17$$

أي أن القيمة السوقية للسند تساوي 1037.17 ل.س وهو سند يباع بعلاوة مون سعره السوقى أعلى من قيمته الاسمية والسبب يعود إلى كون معدل الخصم أقل من معدل الكوبون.

عادةً ما يتم تطبيق معدل واحد، وهو معدل العائد حتى الاستحقاق، لخصم جميع التدفقات النقدية المستقبلية. هذا وينظر

إلى هذا العائد على أنه متوسط معدلات الخصم المطبقة على التدفقات النقدية المستقبلية المختلفة. وكذلك يشير هذا العائد إلى متوسط العائد السنوي الذي سيحصل عليه المستثمر الذي يحمل السند حتى تاريخ الاستحقاق.

بالنتيجة معدل الخصم هو معدل العائد المطلوب. ويمكن النظر إلى هذا المعدل العائد على أنه مجموع العائد على السندات الخالية من المخاطر الائتمانية أي مخاطر التخلف عن السداد (السندات الحكومية) مضافاً إليها علاوة لقاء تحمل مخاطر عدم السداد المحتملة. وهنا كلما زادت هذه المخاطر كلما تطلب ذلك علاوة أكبر وبالتالي معدل خصم أعلى. وعليه فإن السندات عالية المخاطر سيكون لها معدلات خصم أعلى وبالتالي أسعار سوقية أو عادلة أقل من السندات منخفضة المخاطر. وبالتالي، فإن أسعار السندات لها علاقة عكسية مع أسعار الفائدة.

فيما سبق قمنا باحتساب القيمة السوقية للسند من خلال خصم التدفقات النقدية المتولدة عنه بشقيها الدفعات الدورية والقيمة الاسمية للسند، الأمر الذي يعني أن القيمة المحسوبة هي قيمة السند قبل فترة كاملة من تاريخ الدفعة الأولى أي في تاريخ دفع آخر كوبون، هنا في حال حساب القيمة السوقية للسند في أي تاريخ في الفترة الفاصلة بين دفعتين لن يكون هذا السعر المحسوب سابقاً دقيقاً، طالما أن هناك جزء من لدفعة القادمة (الأولى) هو من حق حامله من تاريخ آخر دفعة حتى تاريخ حساب السعر. انطلاقاً مما سبق، لا بد من التمييز بين نوعين من الأسعار هما:

السعر النظيف (Clean Price): وهو سعر السند الذي لا يشمل أي فائدة متجمّعة أو متراكمة (*Accrued Interest*) سابقاً.

السعر غير النظيف (Dirty Price): هو سعر السند المحسوب من خلال خصم التدفقات النقدية المتولدة عنه، بما فيها الفائدة المستحقة عن الفترة ما بين تاريخ دفع آخر كوبون وتاريخ الحساب. وعليه فإن السعر النظيف سوف يساوي السعر غير النظيف فقط في يوم دفع الكوبون.

يُحسب السعر النظيف عن طريق طرح الفائدة المجمّعة من السعر غير النظيف، أي، $\text{السعر النظيف} = \text{السعر غير النظيف} - \text{الفائدة المجمّعة}$

$$\text{Clean Price} = \text{Dirty Price} - \text{Accrued Interest}$$

هناك فرق مهم عند النظر في أسعار السندات وهو الفرق بين الاسعار النظيفة وتلك غير النظيفة. عند شراء السند، يجب على المشتري تضمين سعر الشراء مبلغاً يتوافق مع حصة البائع في الكوبون التالي. إذا تم دفع الكوبون كل ستة أشهر، وتم بيع السند بعد ثلاثة أشهر من تاريخ آخر دفعة للكوبون، فسيطلب البائع أن يشمل السعر نصف الكوبون التالي بحيث يوفر الاحتفاظ بالسند للأشهر الثلاثة السابقة عائد فائدة. يشار إلى حقوق القسيمة المتراكمة من قبل البائع على أنها الفوائد المستحقة. يستثني السعر النظيف للسند الفوائد المتراكمة في حين يشملها السعر غير النظيف. الأسعار المعلنة عادة ما تكون أسعاراً نظيفة بينما السعر الواجب دفعه هو السعر غير النظيف.

مثال:

بفرض لدينا سند قيمته الاسمية 1000 ل.س ويعطي لحامله الحق في دفعتين سنوياً الأولى في 6/30 والثانية في 12/31 من كل سنة ومعدل الكوبون السنوي 12% هذا السند يستحق في 2025/12/31. المطلوب حساب قيمة السند في 2021/03/31 عند معدل عائد مطلوب 10%.

إن عدد الدفعات المتبقية حتى استحقاق السند هو عدد السنوات المتبقية حتى الاستحقاق مضروباً بعدد الدفعات السنوية أي $10 = 2 \times 5$ كوبونات؛

قيمة الكوبون تساوي القيمة الاسمية للسند مضروبة بمعدل الكوبون أي $120 = 12\% \times 1000$ ، وكون الكوبون يدفع على دفعتان تكون قيمة الدفعة الواحدة 60؛

معدل العائد المطلوب هو 10% سنوياً وكون الكوبونات تدفع بشكل نصف سنوي نقسم هذا العائد المطلوب على 2 ليصبح مناسب لخصم تدفقات نقدية دورية نصف سنوية وعليه نستخدم معدل 5% لخصم التدفقات النقدية؛

وعليه فإن سعر السند السوقي يحسب من المعادلة

$$P = 60 \sum_{t=1}^{10} \frac{(1 - (1 + 5\%)^{-10})}{5\%} + \frac{1000}{(1 + 5\%)^{10}} = 1077.22$$

إن السعر الذي حصلنا عليه سابقاً هي السعر غير النظيف، وكون المطلوب حساب قيمة السند بعد ثلاثة أشهر من آخر دفعة، أي في منتصف الفترة الفاصلة بين دفعتين فهناك فائدة مستحقة للسند عن الفترة السابقة، ويمكن حسابها كنسبة من الدفعة بما يتناسب وطول الفترة السابقة لتاريخ الحساب إلى طول الفترة الكامل وفق المعادلة التالية: $AI = (C \times h)/N$ حيث AI هي الفائدة المستحقة و C هي قيمة الدفعة و h هي عدد الأيام من تاريخ آخر دفعة حتى تاريخ الحساب و N هو عدد الأيام الكلي الفاصل بين دفعتين.

وبالتالي فإن الفائدة المستحقة على السند هي $AI = (60 \times 90)/180 = 30$

مما سبق فإن السعر النظيف للسند يكون $1077.22 - 30 = 1043.22$

4-4-2 العلاقة بين سعر السند ومعدل العائد المطلوب (سعر الخصم)

كنا بينا سابقاً، أن أسعار السندات ترتبط عكسياً بأسعار الفائدة، لكن هذه العلاقة ليست متناظرة أو متماثلة؛ بمعنى أن الانخفاض النسبي في سعر السندات الناتج عن ارتفاع أسعار الفائدة لا يساوي الارتفاع النسبي في سعر السند الناجم عن انخفاضها حتى عندما يكون التغيير في أسعار الفائدة هو نفسه في الحالتين.

لتوضيح هذه الظاهرة يمكن أن ندرس حالة السند الأبدي، وهو نوع خاص من السندات التي لا تسترد في أي تاريخ بمعنى أنها تستمر في دفع الكوبونات إلى الأبد، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.

بداية، قيمة السند الأبدي تحسب بالمعادلة التالية: $P = C/r$ وهي معادلة حساب القيمة الحالية للأبدية. حيث: P : السعر العادل للسند، و C : الكوبون، و r : معدل الفائدة (معدل العائد المطلوب).

الآن، بفرض حالة أن الكوبون السنوي قيمته 5 ل.س وسعر الفائدة كان 10% سنوياً. سيتم تقدير السعر العادل للسند على أنه: $5 \div 10\% = 50$ ل.س.

إذا انخفض سعر الفائدة بمقدار نقطتين مؤويتين إلى 8% سنوياً، فإن سعر السند سيرتفع إلى 62.5 ل.س، أي بنسبة 25%. بالمقابل إذا ارتفع سعر الفائدة بمقدار نقطتين مؤويتين إلى 12% سنوياً، سينخفض السعر العادل إلى 41.67 ل.س.

وبنسبة 16.67%. إن عدم التناظر في استجابة سعر السندات للتقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة، يسمى بالتحذب (convexity).

من المعروف أن معدل العائد المطلوب (*required rate of return*) يستخدم لحساب القيمة العادلة، في حين أن معدل العائد المتوقع (*Expected rate of return*) هو المعدل الذي يبنى عليه سعر السوق، وعليه يمكن عكس عملية التقييم من أجل العثور على عائد استرداد السند أو معدل العائد المتوقع انطلاقاً من سعر السند السوقي والتدفقات النقدية المستقبلية التي يولدها. يمكن الحصول على العائد المتوقع أو عائد الاسترداد (y) عن طريق حل المعادلة التالية من أجل y :

$$P = C \sum_{t=1}^n \frac{(1 - (1 + y)^{-n})}{y} + \frac{B}{(1 + y)^n}$$

الأساس في تحديد عوائد السندات هو سعر الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية المستقبلية التي تولدها، وسعر الخصم هذا، مرتبط بدرجة مخاطر السندات. في الواقع العملي هناك نوعان من المخاطر التي يواجهها المستثمرون في السندات، وهما مخاطر السعر (أو رأس المال)، ومخاطر إعادة الاستثمار (أو الدخل). مخاطر السعر هي المخاطر الناجمة عن تغير أسعار السندات. على سبيل المثال، من شأن الارتفاع العام في أسعار الفائدة، أو انخفاض التصنيف الائتماني لسند معين، أن يقلل من سعر السند. قد ينتج عن خسارة رأس المال. هذا وتشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى حالة عدم اليقين أو التأكد من معدل الفائدة الذي يمكن إعادة استثمار الكوبونات أو المبلغ المتحصل من بيع السند أو قيمته الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

3-4-4 تقلب سعر السندات

يمكن قياس تقلبات أسعار السندات من خلال مقاييس المدة (*duration*). تشمل مقاييس المدة مدة *Macaulay*، والمدة المعدلة، ومدة النقد. تستخدم مدة *McAuley* لحساب صافي القيمة الحالي (*Net Present Value*) أو العائد حتى الاستحقاق (*YTM*) لسند واحد، حيث معدل الكوبون ثابت. فمدة *Macaulay* هي متوسط الوقت المرجح بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية.

تعد المدة المعدلة أكثر تعقيداً بعض الشيء حيث يتم استخدامها لحساب صافي القيمة الحالية أو العائد حتى الاستحقاق لمجموعة من السندات أو لمحفظة سندات لها أكثر من معدل كوبون وأكثر من تاريخ استحقاق، ويمكن تقريبها بقسمة مدة ماكولاي على $(1+r/n)$. حيث (n) هو عائد الاسترداد (الذي يقارب معدل الفائدة)، و (n) هو عدد مرات دفع الكوبون في السنة. بالنسبة مدة النقد فإنها تقيس مقدار التغير المطلق بوحدة النقد عوضاً عن التغير في العائد حتى الاستحقاق وهي الأكثر تعقيداً بين المقاييس الأخرى.

مدة ماكولاي لها تفسير آخر، وهو تقدير التغير النسبي في سعر السند (السعر العادل للسند) الناتج عن تغير نسبي في العائد.

$$Macaulay's\ duration = \frac{\left(\frac{\Delta P}{P}\right)}{\left(\frac{\Delta 1+r}{1+r}\right)}$$

المعادلة السابقة تقيس نسبة التغير في سعر السند نسبةً إلى مقدار التغير النسبي في معدل العائد حتى الاسترداد. بالمقابل المدة المعدلة تقيس نسبة التغير في سعر السند إلى مقدار التغير في معدل العائد، وفق المعادلة:

$$Modified\ duration = \frac{\left(\frac{\Delta P}{P}\right)}{\Delta r}$$

المعادلات السابقة تفترض أن الكوبونات تدفع سنوياً. وفي حال كانت تدفع أكثر من مرة خلال السنة

ن يتم قسمة معدل العائد حتى الاستحقاق على عدد الدفعات السنوية أي r/n .

مثال: لنفترض أن سنداً ما قد دفع للتو الكوبون، وهذا السند يستحق في غضون عامين، وبفرض أن دفعة الكوبون هي 6 ليرات كل ستة أشهر، وأن معدل الفائدة 10% سنوياً طوال حياة السند.

مما سبق يمكن حساب السعر العادل للسند على النحو التالي:

$$P = \frac{6}{(1,05)} + \frac{6}{(1,05)^2} + \frac{6}{(1,05)^3} + \frac{106}{(1,05)^4} = 5,71 + 5,44 + 5,18 + 87,21 = 103,54$$

ملاحظة: تم استخدام 5% كمعدل خصم كون الدفعات نصف سنوية، وقيمة أسمية 100.

يتم احتساب مدة ماكولاي على أنها المتوسط المرجح للفترات حتى استلام التدفقات النقدية. يعتمد الترجيح على مساهمة التدفق النقدي للفترة في السعر العادل للسند. والفترات هي 0.5 للدفعة الأولى كونها بعد ستة أشهر، 1 للدفعة الثانية كونها بعد سنة، و1.5 للثالثة، و2 للدفعة الرابعة. وعليه يتم حساب المدة على النحو التالي:

$$Md = (5,71 / 103,54)^{0,5} + (5,44/103,54)^{1,0} + (5,18/103,54)^{1,5} + (87,21/103,54)^{2,0} = 0,028 + 0,053 + 0,075 + 1,685 = 1,841 \text{ years.}$$

$$Md = \frac{5,71}{103,54^{0,5}} + \frac{5,44}{103,54^1} + \frac{5,18}{103,54^{1,5}} + \frac{87,21}{103,54^2} = 0,028 + 0,053 + 0,075 + 1,685 = 1,841$$

يتم تحويل مدة ماكولاي إلى المدة المعدلة من خلال القسمة على $(1 + \frac{r}{n})$.

$$Md = \frac{1,841}{(1 + \frac{0,1}{2})} = \frac{1,841}{(1,05)} = 1,753$$

سؤال: بفرض لدينا سند يدفع قسيمة سنوية بقيمة 10 ل.س يستحق بعد 4 سنوات من اليوم. نتيجة لخفض التصنيف الائتماني للشركة المصدرة، ارتفع معدل العائد المطلوب من 8% سنوياً إلى 12% سنوياً ما هي آثار هذا التغيير على (أ) السعر، و (ب) مدة ماكولاي للسند؟ (ج) ناقش نتائجك.

مثال سند خزينة يستحق في 2012/6/11، تدفع كوبونات كل ستة أشهر، بمعدل كوبون سنوي 10%، بفرض اليوم

هو 2010/6/11. بفرض سعر الفائدة المعمول به 7% سنوياً. المطلوب تقدير السعر العادل، ومدة ماكولاي، والمدة المعدلة للسند.

مثال المستثمر لديه سندات. يدفع سند A كوبون سنوي بقيمة 5 ليرات وتستحق في غضون خمس سنوات. يدفع السند B ليرات كوبون نصف سنوي وتستحق في ثلاث سنوات. يحتاج المستثمر إلى بيع سند واحد على الفور والاحتفاظ بالآخر لمدة عامين. معدل الفائدة الحالي بجميع آجال الاستحقاق التي تصل إلى خمس سنوات، هو 6% سنوياً ما السند الذي سيبيعه المستثمر إذا توقع ذلك المستثمر أسعار الفائدة إلى: (أ) زيادة، (ب) انخفاض؟

4-4-4 سلوك مدة ماكولاي

يمكن تلخيص تقلبات أسعار السندات باستخدام مدة ماكولاي من خلال مجموعة من القواعد نوردتها فيما يلي:

القاعدة 1: مدة السند الصفري والذي لا يدفع أية كوبونات خلال حياته تساوي المدة المتبقية حتى الاستحقاق. نظراً لأن السند الصفري يولد تدفقاً نقدياً واحداً فقط، وهو قيمته الاسمية عند الاستحقاق، فإن متوسط وقت استلام التدفقات النقدية يساوي وقت تلك الدفعة.

القاعدة 2: مع ثبات كل من الوقت المتبقي حتى الاستحقاق وعائد الاسترداد أو معدل الخصم، ترتبط مدة السند عكسياً بمعدل الكوبون عليه.

القاعدة 3: مع ثبات معدل الكوبون، تزداد المدة عموماً بازدياد الوقت المتبقي حتى الاستحقاق.

القاعدة 4: مع ثبات معدل الكوبون والمدة المتبقية حتى الاستحقاق، ترتبط المدة عكساً بعائد الاسترداداً معدل الخصم.

القاعدة 5: يتم تحديد مدة السند الأبدي، من خلال المعادلة التالية: $(1+r)/r$ ، حيث r هو العائد حتى الاستحقاق. فإذا كان السند يدفع نفس الكوبون بشكل دوري إلى الأبد دون سداد أصل الدين، فإن المدة تساوي $(1+r)/r$.

مثال قيمة محفظة سندات 100 مليون ليرة موزعة على ثلاثة سندات: A و B و C ، وفق المبالغ التالية: 25، 50،

و25 مليون على التوالي. تبلغ المدة المحسوبة للسندات 4، 7، و10 سنوات على التوالي، ما هي حساسية مدى المحفظة؟

5-4-4 التحصين والتحصين العرضي *Immunization and Contingent Immunization*

إضافة إلى استخدام السندات في المحافظ الاستثمارية بهدف تحقيق عوائد ثابتة ووسيلة تراكم الثروة، يمكن استخدامها أيضاً كوسيلة للتحصن في تمويل المدفوعات السنوية المخططة. فنظراً لأنه من الممكن الحصول على تقديرات دقيقة إلى حد كبير، لأوقات الدفعات المستحقة مستقبلاً، وكذلك الأمر بالنسبة إلى أوقات دفع الكوبونات على السندات، فمن الممكن مطابقة مدة محفظة السندات مع مدة المدفوعات المستحقة أو الأقساط السنوية. تعد مطابقة المدة، أو التحصين، مفيدة جداً لصناديق المعاشات التقاعدية لأنها توفر درجة عالية من الحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

المدة مهمة أيضاً في وضع هيكلية للصناديق التي تحاكي مؤشر السندات. فإذا ما تم إنشاء مثل هذا الصناديق من خلال أخذ مجموعة منتقاة من السندات المتنوعة بناءً على مجموعة من المعايير، فستكون المدة إحدى أهم المعايير وأولها وكذلك قد يتم الاختيار بناءً على العائد حتى الاستحقاق والتصنيف الائتماني للجهة المُصدرة وللسندات ذاتها.

ومن المتعارف عليه، أن مديرو محافظ السندات يعتمدون إلى تنويعها من خلال تكوين ما يسمى خلايا، وفق خصائص محددة، كأن تكون إحدى الخلايا مكونة من سندات ذات مدة منخفضة، وعائد استرداد عالي، وتصنيف ائتماني منخفض نسبياً، خلية ثانية تتمتع بمدة عالية، وعائد استرداد منخفض، وتصنيف ائتماني مرتفع، وهكذا. وبالتالي ستحتوي المحفظة على مجموعة خلايا يتم جمعها في محفظة واحدة وفق نسب مدروسة بعناية لتحقيق الهدف من المحفظة. وفي حال حدوث خلل في مدة المحفظة من الممكن استخدام عقود السندات الآجلة لتعديل هذه المدة إلى القيمة المطلوبة.

بالنسبة للتحصن العرضي والذي يشار إليه أيضاً باسم التحصين الطارئ أو المشروط. فهو طريقة لإدارة محفظة الدخل الثابت، حيث يمنح المديرون صلاحيات كبيرة للسيطرة على اختيار الأوراق المالية التي ستضاف أو تستبعد من المحفظة، طالما أن المحفظة تبقى مربحة. إذا أصبحت هذه الأوراق غير مربحة بعد عتبة محددة، يجب على المدير أن يحول الورقة

المالية تحت إجراءات التحصين إلى رأسمال. وعلى غرار منهجية تأمين المحفظة المستخدمة في أسواق الأسهم، يوفر التحصين العرضي للمديرين القدرة على استبدال أصول الدخل الثابت ذات الأداء الضعيف بالأصول ذات الأداء الأفضل، مع تقييد سلطاتهم في الحالات التي يحدث فيها انخفاض في الأرباح.

4-4-6 تحذب السندات *Bond convexity*

تدرس مدة ماكولاي العلاقة بين تغيرات العائد وحركات أسعار السندات، ويتم التعبير عن هذه العلاقة من خلال علاقة خطية حيث يوضح تحليل علاقة السعر/العائد للسند وجود خط مستقيم يمثل المدة (أي القيمة الحالية لنقطة الأساس، *PVBP*)، ولكن الواقع العملي يبين أن هذه العلاقة تصلح فقط في حال كان تغير العائد صغير جداً وفي حدود ضيقة. حيث إن العلاقة الحقيقية بين تغيرات العائد وتقلبات السعر ليست خطية وإنما من الدرجة الثانية. لذلك تم تطوير مقياس للتحذب ليعين العلاقة الفعلية. فالتحذب هو مقياس للانحناء في العلاقة بين أسعار السندات وعوائد السندات الذي يوضح كيف تتغير مدة السندات مع تغير أسعار الفائدة. يستخدم التحذب كأداة لإدارة المخاطر، ويساعد على قياس وإدارة مقدار المخاطر السوقية التي تتعرض لها محفظة من السندات. ومع زيادة أسعار الفائدة، تزداد عوائد السندات، وبالتالي تنخفض أسعارها. وعلى العكس، مع انخفاض أسعار الفائدة، تنخفض عوائد السندات وترتفع أسعارها.

في الواقع، يتم التعبير عن التغير الحقيقي في معدل العائد من خلال علاقة منحنية وليست خطية. وبالتالي عند التغيرات الكبيرة في معدل العائد، يقدم خط المدة تقديراً سيئاً لاستجابة سعر السند في السوق. حيث أن مقياس المدة يقلل من حجم ارتفاع الأسعار وكذلك يزيد من انخفاضها. في كلتا الحالتين يتم التقليل من سعر السند الجديد. عدم الدقة هذه سببها أن مقياس المدة النقود لا تأخذ بعين الاعتبار التحذب للعلاقة الفعلية بين السعر والعائد.

أثناء إنشاء محافظ السندات، يجب أن يهتم مدير محفظة السندات ليس فقط بمدتها، ولكن أيضاً بالتحذب الخاص بها.

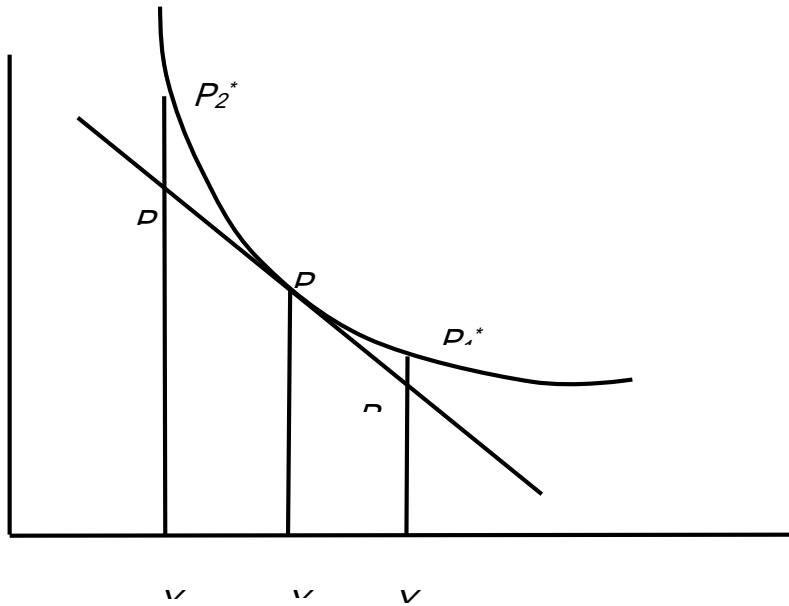
التحدب له قيمة من حيث أنه يؤدي إلى رفع أسعار السندات الناجم عن تحركات معدل العائد، مقارنة بالأسعار المحسوبة دون الأخذ بالتحدب بعين الاعتبار. تكون فوائد التحدب أكبر عندما تكون تغيرات أسعار الفائدة كبيرة نسبياً، وكذلك السندات ذات التحدب الأكبر تكون تبدلات أسعارها أعلى. هذا يعني أن مدير المحفظة يحتاج إلى النظر في الحجم المحتمل لحركة سعر الفائدة وكذلك الاتجاه.

يوضح الشكل التالي، إن إضافة التحدب إلى المدة يؤدي إلى تقدير أفضل لتغير سعر السند الناجم عن تغير في سعر الفائدة. والتحدب هو المشتق الثاني لمعادلة السعر-الفائدة عند سعر فائدة معطى. ويمكن حسابه من خلال منشور تايلور على الشكل التالي:

$$Convexity = \frac{1}{P(1+y)^2} \sum_{t=1}^T \left[\frac{CF_t}{(1+y)^2} (t^2 + t) \right]$$

حيث P هو سعر السند. y سعر الفائدة أو العائد حتى الاستحقاق، T الاستحقاق بالسنوات، CF التدفقات النقدية.

الشكل 4-1: تحدب السندات



تميل السندات ذات التحدب العالي إلى الحصول على عائد استحقاق منخفض نسبياً. حيث أن المنفعة من ميزة التحدب

العالي تعوض من خلا انخفاض العائد. فإذا ما كانت تحركات أسعار الفائدة صغيرة، فإن المكاسب من التحذب لن تعوض عن العائد المنخفض. لذلك إذا كان مدير المحفظة يتوقع تغييراً طفيفاً في سعر الفائدة، فيجب عليه اختيار السندات ذات التحذب المنخفض. أما إذا توقع تغييراً كبيراً في أسعار الفائدة، عليه اختيار السندات ذات التحذب الكبير.

يكون التحذب أكبر بالنسبة للسندات ذات الكوبونات المنخفضة، والسندات طويلة الأجل، والسندات ذات العائد المنخفض (أي السندات ذات المدة الطويلة)، ويمكن حساب التحذب ودمجها مع مقاييس المدة عند تقييم التأثيرات المحتملة لتغيرات أسعار الفائدة على أسعار السندات. نظرًا لأن مقاييس المدة دقيقة فقط للتغيرات الصغيرة جدًا في أسعار الفائدة، فإن تصحيح التحذب مطلوب في حالة تحركات أسعار الفائدة الكبيرة. لتقدير آثار التغيرات الكبيرة نسبيًا في أسعار الفائدة على أسعار السندات، من الضروري الجمع بين تقدير التحذب وتقدير المدة.

5-4 تحليل السندات Bond analysis

1-5-4 السندات ذات العائد المُعوّم ومعكوسة التعويم: *Inverse floaters and floating rate notes*

يمكن للهندسة المالية إنشاء مشتقات من أدوات غير مشتقة، على سبيل المثال تقسيم السند التقليدي إلى سند معوم وآخر معكوس.

السند معكوس التعويم هو سند يرتبط سعر فائدته عكسيًا بسعر السوق. على سبيل المثال، قد يدفع سند من هذا النوع سعر كوبون قدره 10% سنويًا، ناقص سعر فائدة مرجعي مثل الـ *LIBOR* (الليبور هو سعر فائدة معياري شائع الاستخدام ويعكس أسعار السوق).

هذا النوع من السندات حساس للغاية لتحركات أسعار الفائدة. حيث لا ينخفض سعر الكوبون عند ارتفاع أسعار الفائدة فحسب، بل يرتفع أيضًا معدل خصم الكوبونات والقيمة الأساسية. وبالتالي يكون هناك أثر مزدوج لارتفاع أسعار الفائدة، الأول انخفاض الكوبونات الدورية التي سيحصل عليها حامل السند، والثاني ارتفاع معدل الخصم الذي يؤدي بدوره إلى تخفيض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للسند وبالتالي سعره السوقي. وعلى العكس من ذلك، فإن انخفاض

أسعار الفائدة له أثر إيجابي مزدوج، يظهر في زيادة الدفعات الدورية المدفوعة على شكل كوبونات وكذلك انخفاض معدل الخصم للتدفقات النقدية المستقبلية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمته الحالية وبالتالي سعره في السوق. مما سبق نستنتج أن سعر هذا النوع من السندات حساس جداً لتقلبات أسعار الفائدة، وبالتالي يتمتع بمدة طويلة جداً، وعادة ما يترافق هذا النوع بنوع آخر هو السندات ذات العائد المعوم.

السندات ذات العائد المعوم أو هي سندات تتمتع بمعدل كوبون مرتبط بمؤشر ما من مؤشرات السوق. على سبيل المثال، قد يكون معدل الكوبون على سند عائم يساوي 2% سنوياً بالإضافة إلى EURIBOR. نظراً لأن سعر الكوبون يتحرك في نفس اتجاه معدل الفائدة، فإن تأثيرات تغيرات أسعار الفائدة تميل إلى أن تعوض بعضها البعض، مع ملاحظة وجود تأثير صافٍ ضئيل على سعر السند. وعليه، عادة ما تظهر أسعار الأوراق المالية ذات السعر العائم تقلباً منخفضاً، وبالتالي فهي تتمتع بمدد قصيرة.

المدة العالية للسندات العومة عكساً تجعلها مفيدة للتحوط من الالتزامات طويلة الأجل.

يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة القيمة الحالية للالتزامات المستقبلية، وهذه الزيادة يمكن تعويضها من خلال زيادة قيمة السندات المعومة عكسياً. قد تكون هذه السندات مناسبة للمؤسسات ذات الالتزامات طويلة الأجل مثل صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين على الحياة. على العكس من ذلك، يمكن أن تكون السندات ذات الأسعار العائمة جذابة للمؤسسات ذات الالتزامات قصيرة الأجل، مثل البنوك.

2-5-4 السندات القابلة للاسترداد *Callable Bond*

ويسمى أيضاً السند القابل للاستدعاء أو التسديد أو الاسترجاع (*Redeemable Bond*) وهو السند الذي يُمكن للجهة المصدرة له استرداد قيمته قبل موعد استحقاقه، فإذا انخفضت أسعار الفائدة عما كانت عليه في تاريخ إصدار الشركة للسند، سترغب الشركة في إعادة تمويل ديونها أو مستحقاتها بسعر أقل من سعر الفائدة على السند، وعندئذ "تسترجع" الشركة سنداتها الحالية وتعيد إصدارها بسعر فائدة منخفض.

ويمكن استخدام المصطلح أيضًا للإشارة إلى الأداة التي تستخدمها الجهة المصدرة للسند للاحتفاظ بحقها في إعادة رأس المال المستثمر وإيقاف دفعات الفائدة قبل تاريخ استحقاق السند، فعلى سبيل المثال يُمكن استرجاع سند في عام 2020 حتى ولو كان تاريخ استحقاقه في عام 2030، وعادةً ما تكون قيمة السندات المسترجعة في هذه الحالة أعلى من قيمتها الأصلية، فكلما تم استرجاع السند في وقت مبكر، كانت قيمته أعلى. وعليه يحمل هذا السند خياراً للجهة المصدرة يعطيها الحق في إعادة شراء السندات بسعر محدد مسبقاً (بمعنى المُصدر لديه خيار شراء على السندات). للتعويض عن مخاطر استدعاء السند مستقبلاً، قد يتم إصدار السندات القابلة للاستدعاء بمعدلات كوبون أعلى من تلك المرافقة لسندات لا تحمل هذا الخيار، ومن نفس درجة الخطر، كأن تقوم شركة بإصدار نوعين من السندات في نفس الظروف ولهما نفس تاريخ الاستحقاق وغيرها من الخصائص إلا أن الأول قابل للاستدعاء والثاني غير قابل للاستدعاء، هنا سيكون الكوبون على السند الأول القابل للاستدعاء أكبر من الكوبون على السند الثاني.

إن الارتفاع في سعر السندات الذي يجعل إعادة الشراء مرغوباً فيه، يمكن أن يحدث بسبب انخفاض أسعار الفائدة في السوق أو تحسين التصنيف الائتماني للسندات. في ظل هذه الظروف، يمكن للمُصدر إعادة شراء السندات وإصدار سندات جديدة بسعر كوبون أقل. سيختار المصدر إعادة الشراء لأن ذلك سيسمح بتخفيض تكاليف التمويل. يمكن إعادة شراء السندات ذات الكوبون المرتفعة نسبياً بأموال يتم جمعها من بيع السندات بكوبون أقل. وبالتالي يقلل المصدر من مدفوعاته على شكل فوائد على السندات أو كوبونات.

السعر المحدد مسبقاً الذي ستدفعه الجهة المصدرة للسند في حال قامت باستدعائه وإعادة شراؤه، يشكل الحد الأعلى لسعر السند في السوق. حيث أحد لن يدفع سعراً أعلى من هذا السعر، على اعتبار أنه يمكن للشركة إجبارهم على البيع بسعر الاستدعاء المحدد.

3-5-4 السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

هي نوع من الأوراق المالية التي تمثل دين أو سند دين (*Debt Security*) والتي يمكن تحويلها إلى كمية محددة مسبقاً من الأسهم العادية للشركة التي أصدرتها في أوقات معينة خلال حياة السند وفقاً لتقدير حامل السند. السندات القابلة للتحويل هي عبارة عن خيار تمويل مرن للشركات، وهي مفيدة بشكل خاص للشركات ذات حجم المخاطر أو الأرباح العالية.

يتم إصدار السندات القابلة للتحويل من قبل الشركات لعدد من الأسباب. فيُعدُّ إصدارها أحد الطرق التي تُمكن الشركة من تقليل تفسيرات المستثمرين السلبية لإجراءات الشركة. على سبيل المثال، إذا اختارت شركة عامة إصدار سهم، فإن السوق عادةً ما يفسر ذلك كدليل على أن سعر سهم الشركة مبالغ في تقديره إلى حد ما. ولتجنب هذا الانطباع السلبي، قد تختار الشركة إصدار سندات قابلة للتحويل، والتي من المرجح أن يحولها حاملوها (*Bondholders*) إلى أسهم عادية في حالة استمرار الشركة في الأداء بشكل جيد.

كما تسمح السندات القابلة للتحويل للشركات التي تصدرها بتخفيض تكاليف الاقتراض. من وجهة نظر المستثمر، السند القابل للتحويل لديه عنصر جذب مدمج فيه يمثل قيمة مضافة لمشتريه؛ وهو في الأساس سند مع خيار تحويله إلى أسهم، أي سند مع خيار شراء الأسهم (*Call Option*) الملحق به. وبالتالي، يميل هذا السند إلى تقديم معدل عائد أدنى مقابل قيمة خيار استبداله بسند.

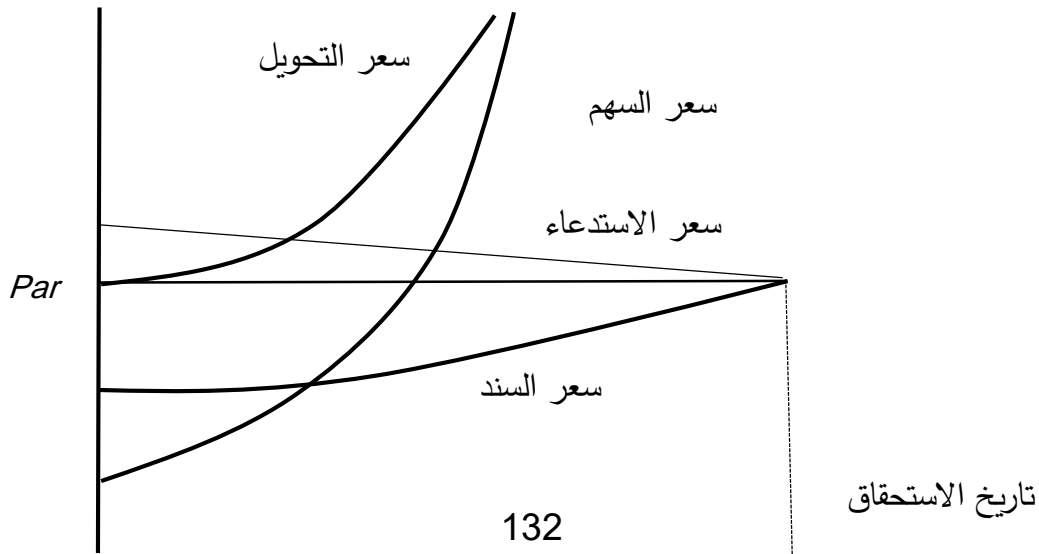
عادة ما تستدعي السندات بقيمتها الاسمية مضافاً إليها علاوة استدعاء، السند القابل للتحويل يكون بعلاوة عند تجاوز قيمة السهم، الذي سيتحول السند لصالحه، سعر الاستدعاء. بغية ضمان تحويل السندات إلى أسهم يتم تضمين ميزة الاستدعاء لصالح الشركة المصدرة.

لا يمكن فرض التحويل إلا إذا كان السند يباع بقيمته الاسمية *at-the-Money* المال. يدفع طلب تحويل الأموال غير النقدية حاملي السندات إلى تسليم سنداتهم بسعر الطلب. يحدث التحويل الطوعي في بعض الأحيان إذا كان التحويل في النقود وكان عائد توزيعات الأرباح على السهم يتجاوز العائد الحالي على القابل للتحويل.

يوضح الشكل التالي العلاقة بين قيمة المخزون وقيمة السند المستقيم وسعر السند القابل للتحويل. تكون قيمة المخزون في البداية أقل من القيمة الاسمية ويفترض أن تنمو قيمة المخزون بمرور الوقت. تقترب قيمة السند المستقيم تدريجياً من القيمة الاسمية مع اقتراب السند من النضج. ينخفض سعر الطلب بمرور الوقت إلى القيمة الاسمية. مع ارتفاع قيمة السهم فوق سعر الطلب، تنخفض علاوة السندات القابلة للتحويل على قيمة السند ويقترب سعر السوق من القيمة القابلة للتحويل. يجب أن يكون سعر السوق للسند القابل للتحويل أعلى من قيمة السند المستقيم أو قيمة السهم الأعلى. وإلا يحدث المراجعة.

عندما يتم إصدار السندات القابلة للتحويل، يميل سعر السهم إلى الانخفاض. يتوافق هذا الدليل مع الرأي القائل بأن إصدار الأصول القابلة للتحويل هو إشارة سلبية للسوق. تدعم الأدلة الرأي القائل بأن السيارات القابلة للتحويل تصدر عندما يكون لدى الإدارة معلومات سلبية.

الشكل 4-2: العلاقة بين سعر السند القابل للتحويل وقيمة سهم الشركة المصدرة



أسئلة للمراجعة:

(1) أسئلة صح / خطأ True/False

خطأ	صح	السؤال
✓		1 وتختلف سندات الشركات عن السندات الحكومية بشكل كبير من حيث تاريخ استحقاقها
	✓	2 هناك علاقة عكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة المعمول بها في السوق
✓		3 السندات القابلة للاستدعاء هي سندات يُمكن للجهة المصدرة لها استرداد قيمته قبل موعد
✓		4 يكون السوق عميقاً إذا كانت كل أوامر الشراء أو البيع تؤثر في الأسعار
	✓	5 يكون السوق مرناً إذا كانت أسعار السوق تعكس القيم الحقيقية، وتتعدل الأسعار بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة وتعود بسرعة إلى الأسعار التوازنية الجديدة بسرعة
✓		6 مدة السند الصفري والذي لا يدفع أية كوبونات خلال حياته أصغر من المدة المتبقية حتى الاستحقاق
	✓	7 مع ثبات كل من الوقت المتبقي حتى الاستحقاق وعائد الاسترداد أو معدل الخصم، ترتبط مدة السند عكسياً بمعدل الكوبون عليه
✓		8 مع ثبات معدل الكوبون، تتخفف المدة عموماً بازدياد الوقت المتبقي حتى الاستحقاق

(2) أسئلة مقالية:

1. لماذا يتضمن حساب "القيمة الحالية" للسند خصماً؟
2. أي مما يلي يُرجح أن يُظهر أكبر تقلب في الأسعار في المدى القصير: سند قصير الأجل أم سند طويل الأجل؟
3. عندما تكون أسعار الفائدة في السوق 10 في المائة، ما هي العلاقة التي تتوقعها بين السعر وعائد السداد لسنتين بنسبة 8 في المائة، استحقاق واحد في ثلاث سنوات، والآخر يستحق خلال عشر سنوات؟
4. أعط سببين لماذا مؤسسات مثل البنوك تفضل الاحتفاظ بسندات قصيرة الأجل بدلاً من طويلة الأجل.

5. اشرح المصطلحات التالية: سعر غير نظيف، سعر نظيف، عائد فائدة، عائد استرداد.
6. هل السندات ذات العائد المرتفع استثمارات جيدة؟ معلقاً إجابتك.
7. افترض أن عائد استرداد يبلغ 8%. احسب مدة السندات التالية لكل قيمة اسمية قدرها 100 يورو. لمدة 12 % من مدة حساب سند الكوبون.
- (a) 10 سنوات، كوبون صفري.
- (b) 10 سنوات 8%.
- (c) 10 سنوات قسيمة 12%.
8. في السؤال 7 افترض أن الغلة تتغير من 8 إلى 9%. أوجد التغيير الدقيق في السعر وقارنه بالتغير في السعر المتوقع حسب المدة. اشرح الفرق. افترض قيمة تعادل 100 يورو.
9. احسب مدة محفظة تتكون من نسب متساوية من عشر سنوات ، وسندات كوبون صفرية ، وسند كوبون بنسبة 8% لمدة عشر سنوات ، بافتراض عوائد 89% حتى تاريخ الاستحقاق.
10. قررت إحدى الشركات على الفور رد إصدار السندات القابلة للاستدعاء الحالية. ما هي الظروف التي توجد فيها فائدة فورية للاسترداد؟ على ماذا تعتمد هذه المنفعة؟
11. كيف يمكن أن تكون السندات القابلة للاسترداد بدائل للسندات قصيرة الأجل؟
12. لدى الشركة سند دائم مستحق الدفع مستحق بقيمة اسمية 100 يورو وقسيمة سنوية 14 يورو. يمكن للشركة استرداد هذا بسند دائم جديد غير قابل للاسترداد به قسيمة بنسبة 8 في المائة. سعر الطلب لإصدار السندات القديمة هو 114 يورو. تبلغ تكاليف التعويم لإصدار جديد 2 في المائة من القيمة الاسمية. ما فائدة قصر النظر من رد الأموال؟

- Dunne P., Moore M., Portes R. (2006). *European Government Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency*, CEPR, London.
- Edwards A. K., Harris L. E., Piwowar M. S. (2007). Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency, *Journal of Finance*, No. 62(3), p. 1421–1454.
- Goldstein M. A., Hotchkiss E., Sirri E. (2007). Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds, *Review of Financial Studies*, No. 20(2), p. 235–273.
- Pagano M., Von Thadden E. (2008). The European Bond Markets under EMU, in X. Freixas, P. Hartmann, and C. Mayer (eds.), *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford University Press, Oxford, p. 488– 518.
- Wolswijk G., de Haan J. (2005). *Government Debt Management in the Euro Area: Recent Theoretical Developments and Changes in Practices*, ECB Occasional Paper No. 25.

الفصل الخامس: سوق الأسهم Equity Market

عنوان الموضوع: سوق الأسهم Equity market

كلمات مفتاحية: الإصدار الأولي للأسهم (IPO) Initial public offering، إعادة شراء الأسهم Stock repurchases، هامش البيع والشراء Bid-ask spread، أوامر السوق Market order، الأوامر المددة Limit order، البيع القصير Short sale، المتاجرة بالهامش Buying on margin، هامش الصيانة Maintenance margin.

ملخص الفصل:

يتناول هذا الفصل أسواق الأسهم التي تعمل على تسهيل عملية انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين الذين يرغبون بزيادة تمويلهم. كما يتطرق الفصل إلى تنظيم الأسواق سواء كانت منظمة أم غير منظمة، وكذلك الأسواق الأولية والثانوية. تباع الأسهم المُصدرة حديثاً في السوق الأولية عن طريق طرح عام أو مناقصة أو اكتتاب. بالإضافة إلى الأسهم العادية، هناك أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة. قد تكون أسواق الأوراق المالية مدفوعة بالأمر أو مدفوعة بالأسعار أو مزيج من هذين النظامين. في جميع أنظمة تداول الأسهم، يتم تحديد أسعار الأسهم من خلال العرض والطلب. الأنواع الرئيسية للأوامر هي أوامر السوق، والتي تقبل سعر السهم الحالي، والأوامر المحددة التي تحدد الحدود العليا لأسعار الشراء أو الحدود الدنيا لأسعار البيع. يشتري معظم المستثمرين الأفراد أدوات حقوق الملكية بشكل غير مباشر من خلال المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار. لذلك فإن معظم عمليات التداول في البورصات تتم من خلال مستثمرين مؤسسيين. بعض أنواع الاستثمار المؤسسي، مثل صناديق الاستثمار أو الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs)، تتداول أسهمها في البورصة مباشرة.

المخرجات والأهداف التعليمية:

- 1) التعرف على أسواق الأسهم
- 2) التمييز بين الأسواق الأولية والثانوية
- 3) فهم آليات عمل سوق الأسهم

4) التمييز بين الأنواع المختلفة للأسهم

مخطط الفصل:

1-5 سوق الأسهم *Equity Market*

2-5 أدوات حقوق الملكية *Equity instruments*

1-2-5 أسواق الأسهم الأولية *Primary equity market*

2-2-5 السوق الثانوية أو سوق التداول: *Secondary equity market*

3-2-5 أعضاء السوق *Stock exchange members*

4-2-5 سوق خارج البورصة *Over-the-counter (OTC) market*

3-5 هيكل السوق الثانوية ***Secondary market structure***

1-3-5 الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية *Spot and Forward Markets*

2-3-5 السوق الذي يُحركه الطلب *Order-Driven Market*

3-3-5 السوق الهجينة *Hybrid Market*

4-5 معاملات سوق الأسهم *Equity market transactions*

1-4-5 المتاجرة بالهامش *Margin trading*

2-4-5 البيع على المكشوف *Short Selling*

1-5 سوق الأسهم Equity Market

أسواق الأسهم هي نقطة الالتقاء للمشتريين والبائعين للأسهم. يمكن للأوراق المالية المتداولة في سوق الأسهم أن تكون إما أسهماً عامة (Public Stocks)، وهي الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية، وإما الأسهم المتداولة الخاصة (Privately Traded Stocks). وعادةً ما يتم تداول الأسهم الخاصة من خلال التجار أو الوكلاء (Dealers)، وهذا هو تعريف السوق خارج البورصة.

وتُسمى أيضًا سوق الأوراق المالية (Stock Market)، وهي السوق التي يتم فيها إصدار الأسهم وتداولها من خلال إما البورصات (Exchanges) وإما الأسواق خارج البورصة (Over-the-counter Markets). وهي أحد أكثر المجالات الحيوية في اقتصاد السوق لأنها تمنح الشركات إمكانية الوصول إلى رأس المال وتمنح المستثمرين شريحة من الملكية في شركة ذات إمكانية تحقيق مكاسب بناءً على أدائها المستقبلي.

أسواق الأسهم هو أحد القطاعات الرئيسية في الأسواق المالية حيث يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، الأسهم تحديداً. وتعد الأسهم إحدى أهم أدوات حقوق الملكية التي تصدرها الشركات بهدف جمع الأموال المستقرة والضرورية لحياة الشركة، بحيث يكون حامل السهم من مالكي الشركة وله الحق في جزء من أرباحها، ومن صافي قيمتها في حال التصفية. بالنسبة للمشاركين في سوق الأسهم، تعد الأسهم فرصة جيدة للاستثمار، من جهة، ومصدراً مستقراً للتمويل، من جهة أخرى، وبالتالي تعتبر هذه السوق ذات أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد ككل.

يمكن تلخيص أهمية واستخدامات الأسهم كجزء من حقوق المالية بالنقاط التالية:

يعد الإصدار الجديد للأسهم مصدراً مهماً للتمويل الخارجي للشركات؛ عند إصدار أسهم جديدة تحصل الشركة المصدرة للأسهم على رأسمال إضافي يضاف إلى رأسمالها الأساسي.

تؤدي الأسهم دوراً تمويلياً من الأموال المتولدة داخلياً (الأرباح المحتجزة)؛ حيث تساهم الأموال المتحصلة من إصدار أسهم جديدة في توليد المزيد من الأرباح، التي سيتم توزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء المتبقي، الذي يشكل بدوره مصدراً من

مصادر التمويل للشركة.

على الصعيد القانوني والمؤسسي تؤدي الأسهم دوراً هاماً كإثبات وكوسيلة للملكية .

ضمن عملية الادخار والاستثمار، وفي إطار تحليل الهيكل التمويلي للشركات، يمكن ملاحظة أن حجم الأرباح المحتجزة يشكل المصدر الرئيسي للأموال للشركات ويتجاوز حجم الأسهم المصدرة لزيادة رأس المال. إلا أن إصدار أسهم جديدة يبقى مصدرًا من مصادر التمويل للشركات لا يمكن الاستغناء عنه أو تجاوزه. في هذا الصدد لا بد من الإشارة إلى العوامل التي يتم تحديد درجة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي وبكل أساسي من خلال إصدار أسهم جديدة. بالإضافة إلى جملة من العوامل الأخرى ندرج العوامل المالية التالية:

- درجة توافر التمويل الداخلي ضمن احتياجات التمويل الإجمالية للشركة؛
- تكلفة مصادر التمويل البديلة؛
- سعر السوق الحالي لأسهم الشركة، والذي يحدد العائد على حقوق الملكية

كما ذكرنا سابقاً، تعد الأرباح المحتجزة المصدر الأساسي للتمويل في الشركات وهو مصدر تمويل داخلي، ولكن في حال عدم كفاية هذا المصدر، لسبب أو لآخر، كانخفاض ربحية الشركة أو انخفاض حجم الاهتلاكات المحتجزة، وفي حال كانت الشركة بحاجة إلى أموال إضافية لتمويل مشاريع استثمارية طويلة الأجل، تلجأ الشركات للبحث عن مصادر التمويل الخارجية، وعلى رأسها التمويل بحقوق الملكية وخصوصاً عن طريق إصدار أسهم جديدة وبالتالي دخول لشركاء جدد أو زيادة مساهمات الشركاء الحاليين أو كلاهما.

أسعار الفائدة المرتفعة تشكل حافزاً للشركات الباحثة عن مصدر تمويل خارجي للجوء إلى إصدار أسهم، في حين أن انخفاض أسعار الفائدة في السوق يشجع على استخدام أدوات الدين، مما يقلل الطلب على إصدارات الأسهم الجديدة . هذا ولا بد من الإشارة إلى أن التكاليف المرتفعة لإصدار الأسهم تجبر الشركات على البحث عن مصادر تمويل أخرى كالسندات أو غيرها من أدوات الدين. هذا وتجدر الإشارة إلى أنه خلال فترة نمو سوق الأوراق المالية، تشجع الأسعار المرتفعة فب السوق، تشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة، بحيث تتوفر إمكانية جذب حجم أكبر من الأموال من المساهمين في السوق.

5-2 أدوات حقوق الملكية Equity instruments

هي وثائق تعمل كإثبات من الناحية القانونية لامتلاك حصة من رأس مال الشركة وبالتالي من صافي قيمتها، أي جزء من حقوق الملكية في الشركة. ويتم إصدار أدوات حقوق الملكية عموماً لمساهمي الشركة ويتم استخدامها لتمويل الأعمال.

5-2-1 أنواع حقوق الملكية

يمكن تقسيم أدوات حقوق الملكية إلى فئات متعددة، وأكثرها شيوعاً هي:

1- الأسهم العادية (Common Stock) وهي واحدة من أدوات حقوق الملكية التي تقوم الشركات المساهمة العامة بإصدارها لجمع الأموال من المستثمرين. يتمتع المساهمون فيها بامتياز امتلاك أداة حقوق الملكية للشركة بالإضافة إلى حق التصويت في اجتماع المساهمين حسب نسبة الأسهم. وبالإضافة إلى ذلك، تكون لديهم حقوق اتخاذ القرار في القضايا المهمة مثل زيادة رأس المال لدفع الأرباح ودمج الأعمال، كما يمكن للمساهمين أيضاً التقدم بطلبات للحصول على أسهم جديدة عندما تقوم الشركة بزيادة رأس المال أو إصدار مخصص جديد للمساهمين.

تمثل الأسهم العادية ملكية جزئية للشركة وتعطي أصحابها الحق بجزء من تدفقات الدخل المستقبلية، المتمثلة بأرباح الشركة التي سيتقرر توزيعها ويشار إليها عادةً باسم توزيعات الأرباح، المساهمون العاديون يحق لهم الحصول على حصة من الأرباح التي تبقى بعد دفع حقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة، الأمر الذي يعني أن المساهمون العاديون لا يحصلون على نسبة عائد ثابتة. وفي حال تم تصفية الشركة، فلا يحق للمساهمين المطالبة بأي أصول متبقية إلا بعد دفع كافة الحقوق المترتبة على الشركة. لذلك، يواجه المساهمون العاديون مخاطر أكبر من أصحاب المصلحة الآخرين في الشركة (مثل حاملي السندات ومالكي الأسهم الممتازة والدائنون الآخرون). ومن ناحية أخرى، إذا زادت قيمة الشركة، يحقق المساهمون من حملة الأسهم العادية نوعان من العوائد هي عوائد استثمارية متمثلة في توزيعات الأرباح، وعوائد رأسمالية ناجمة عن ارتفاع قيمة السهم السوقية، مما يؤدي إلى أن تتجاوز عوائدهم العوائد المضمونة التي يحصل عليها حملة السندات

على سبيل امثال.

تتأثر العوائد التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية حجم الارباح التي تحققها الشركة من جهة وعلى بدرجة اعتماد الشركة التمويل باستخدام أدوات الدين من قروض وسندات وغيرها، من جهة أخرى. في ظل تزايد درجة الرفع المالي أي كلما ارتفعت نسبة التمويل بالديون، كلما ازدادت مدفوعات الفائدة الثابتة وقل حجم الربح الصافي بعد دفع الفوائد والضريبة والقابل للتوزيع على حملة الاسهم العادية. عندما تتجاوز الأرباح المحققة المستوى الضروري لدفع الفائدة، فإن الأرباح المتبقية تؤول إلى المساهمين. من ناحية أخرى، إذا انخفضت الأرباح إلى ما دون الحد المطلوب لخدمة مدفوعات الفائدة، لن يكون هناك أرباح للتوزيع أو للاحتجاز. فكلما ارتفعت نسبة الدين إلى حقوق الملكية، زاد التباين في توزيعات الأرباح للمساهمين. وبالتالي فإن الأسهم العادية في الشركات "ذات الرافعة المالية العالية" تعتبر عادةً أكثر خطورة من تلك نظيرتها في الشركات "ذات الرافعة المالية المنخفضة". لذلك تشترط القوانين الناظمة أن تلتزم لشركات بالإفصاح عن الخاصة بنسب المديونية وجميع المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركة في التقرير السنوي والحسابات وأن تعقد اجتماعاً عاماً سنوياً تخضع فيه القرارات المتعلقة بمصدر التمويل والهيكل التمويلي للشركة لموافقة المساهمين، من خلال التصويت.

يعتمد اتخاذ القرار حول نوع مصدر التمويل إن كان بإصدار أسهم (حقوق الملكية) أو من خلال مزيد من الديون على عدة عوامل:

السياسات الضريبية: في العديد من البلدان، تكون مدفوعات الفائدة معفاة من الضرائب، ولكن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة. وبالتالي فإن الاعفاء الضريبي للديون يشكل حافزاً للتمويل عن طريق الديون .

احتمالية الافلاس: زيادة مديونية الشركة، تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية على الشركة، الأمر الذي قد يتسبب في ضائقة مالية قد تؤدي إلى الإفلاس. وبالتالي تميل الشركات إلى تقليل نسبة مديونيتها للحد مخاطر الائتمان واللجوء إلى التمويل بحقوق الملكية وإصدار أسهم.

مشكلة الوكالة: عندما يتم تمويل الشركة عن طريق الديون، ينشأ نزاع متأصل بين أصحاب الديون وحملة الأسهم. يميل المساهمون لاتخاذ قرارات تشغيل واستثمار أكثر خطورة، على أمل تحقيق أرباح أعلى في حالة النتائج المتقابلة. تستند حوافز

المساهمون في اتخاذ هكذا قرارات بشكل أساسي على كون مسؤوليتهم محدودة بمساهماتهم. في حالة أسوأ النتائج، بالمقابل يعتبر حملة السندات أكثر تحفظاً تجاه المخاطر كونهم يحصلون على عائد ثابت مقابل ديونهم وبالتالي تعتبر قرارات حملة الاسهم في غير مصلحتهم كونها تعرضهم للخطر أكثر مما يتحملون.

تأثير الإشارات: إن جميع القرارات التي تتخذها الشركة وبشكل خاص عندما يتعلق الأمر بالهيكل التمويلي، تشكل إشارات للسوق حول السعر السوقي للسهم. فعندما تتخذ الشركة قراراً بإصدار أسهم، مثلاً، تكون بذلك قد أرسلت إشارات إلى السوق بأن السعر الحالي للأسهم مرتفع.

2- الأسهم الممتازة (*Preferred Stock*):

الأسهم الممتازة هي أداة مالية تمثل حصة ملكية في الشركة كما الاسهم العادية ولكنها لا تمنح حاملها الحق بالتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة. بالمقابل، تمنحه الحق في الحصول على مبلغ ثابت من أرباح الشركة وهذا يجعل هذه الأداة مشابهة للدين. ومع ذلك، فهي تشبه الأسهم العادية في أن حاملها يحصلون على مقابل حصتهم في الشركة فقط بعد الوفاء بحقوق اصحاب الدين وغيرهم من أصحاب الحقوق على الشركة. لذلك يطلق عليه أداة هجينة (*hybrid instrument*).

حملة الأسهم الممتازة هم من ملاك الشركة والمساهمين فيهل كما حال حملة الأسهم العادية، ويحصلون على الأرباح المحددة عندما تحقق الشركة أرباحاً صافية كافية تزيد عم التزامات الشركة تجاه حملة الديون واغياهم من أصحاب المصالح. لذلك، إذا لم تحقق الشركة ربحاً صافياً كافياً، تدفع منه أرباح الأسهم الممتازة، قد لا يحصل حملة هذا النوع من الأسهم على نصيبهم من الأرباح.

تشكل الأسهم الممتازة مصدراً جيداً للتمويل بالنسبة للشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، كونها تخفض من هذه الرافعة وبالتالي من مخاطر إفلاسها الأمر الذي يقلل من مستوى الفائدة الذي سيطلب منها لقاء حصولها على ديون جديدة. وغالباً ما تتمتع أرباح الأسهم الممتازة بإعفاءات أو تخفيضات ضريبية.

توفر أسواق الأسهم العديد من الأنواع من الأسهم الممتازة، وذلك لتلبية حاجات ورغبات أكبر شريحة من المستثمرين. فيما يلي شرح لأهم هذه الأنواع:

أ. الأسهم الممتازة المراكمة للأرباح *cumulative preference shares*:

النوع الأول من الأسهم الممتازة هو الأسهم الممتازة المراكمة للأرباح، وهي أسهم تحفظ لحاملها الحق في الحصول على أرباح السنة أو السنوات التي لم يتم توزيع أرباح عنها إلى سنوات لاحقة، بمعنى أن الشركة ملزمة بدفع الأرباح لهذه الأسهم عندما يكون هناك إمكانية لذلك. مثلاً، يفرض أن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة لم تقم بتوزيع أرباح السنة الماضية على حملة الأسهم، وكان من الممكن توزيع أرباح في السنة التالية، فإن حملة الأسهم الممتازة سيحصلون على أرباح موزعة عن سنتين، ومن ثم توزع أرباح حملة الأسهم العادية.

ب. الأسهم غير المراكمة للأرباح *Non-cumulative preferred shares*:

على عكس النوع الأول، هذا النوع من الأسهم لا يلزم الشركة بدفع الأرباح التي لم توزع عن سنوات سابقة، وبالتالي فإن الحق في التوزيعات عن السنوات السابقة والتي لم تدفع، يفقده حامل السند بشكل نهائي.

ج. الأسهم القابلة للاسترداد *A redeemable preferred share*:

على الرغم من أن معظم الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق وبالتالي فإنها لا تسترد من قبل الشركة، إلا أن هذا النوع من الأسهم له تاريخ استحقاق محدد، تقوم فيه الشركة المصدرة باسترداد الأسهم ودفع قيمتها الأساسية أي قيمتها الاسمية، لحملتها. في بعض الأحيان، تمنح الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد الشركة المصدرة الحق في استدعاء الأسهم من هذا النوع، دون أن يكون ذلك ملزماً. بالواقع، مثل هذا النوع من الأسهم يعطي المصدر خيار شراء، مقابل دفع أرباح موزعة أعلى للمستثمر. مثلاً، يفرض أن شركة ما أصدرت أسهم ممتازة وأسهم ممتازة قابلة للاستدعاء، فإن حملة النوع الثاني سيحصلون حكماً على نسبة أرباح وبالتالي على أرباح موزعة أعلى مما سيحصل عليه حملة النوع الأول.

د. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل *Convertible preferred shares*:

هذا النوع من الأسهم الممتازة يعطي الحق لحامله في تحويله إلى أسهم عادية وفق نسبة محددة مسبقاً، ودون أية تكاليف إضافية. في بعض الأحيان يكون من الممكن ممارسة هذا الحق مرهون بتحقيق شرط أو ظرف محدد، كأن لا تقوم الشركة المصدرة للسهم بتوزيع أرباح.

هـ. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح *Participating preferred shares*:

بخلاف الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة، يتمتع حامل هذا السهم بالحق في حصة إضافية من أرباح الشركة في حال تجاوزت الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية في الشركة حدود معينة.

5-2-2 أسواق الأسهم الأولية Primary equity market

هي أسواق إصدار الأسهم، بمعنى أنه عندما يتم بيع الأسهم للمرة الأولى من قبل الشركة المصدرة لعموم المساهمين، فإن عملية البيع هذه تتم فيما يسمى السوق الأولية. والأسهم المصدرة قد تكون مدرجة أو غير مدرجة في سوق الأسهم. وقد تكون عملية البيع عامة أو خاصة.

فيما يخص الإصدار العام *Public market*، يتم بيع الأسهم من خلال مؤسسات متخصصة عادة ما تكون بنوك استثمار أو غيرها من شركات الوساطة، أما الإصدار الخاص *Private placement market*، فيكون من خلال البيع المباشر للمستثمرين ودون تسجيل العملية لدى هيئة السوق. وبالطبع هناك قواعد وضوابط مختلفة لكل من النوعين.

1. سوق الإصدار للعموم *Primary public market*

عندما تلجأ الشركات إلى إصدار أسهم للعموم وإدراج هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية لأول مرة، فإنها تقوم بعملية تسمى بالطرح العام الأولي *Initial public offering* أو ما يسمى اختصاراً بـ *IPO*. وهذه العملية تسمح للشركات بزيادة رأسمالها من خلال الأموال التي سيدفعها المستثمرون في الأسهم الجديدة. فهذه العملية تقوم من خلالها الشركة الخاصة بطرح أسهمها

للجمهور بهدف جمع رأس المال من المستثمرين العامين، كما وتلجأ لها الشركات في حال رغبتها في التحوّل إلى شركة مساهمة عامة. وتختار الشركة التي تخطط لطرح أسهمها بنكاً أو مؤسسة مالية لتُجري عملية الاكتتاب، كما أنها تختار السوق الرئيسي -الأولي (Primary Market) الذي ستطرح فيه الأسهم.

استخدم مصطلح الاكتتاب الأولي العام بين المستثمرين على مرّ العقود، فقد كان الهولنديون أوّل من أجرى عملية الطرح الأولي العام عن طريق عرض أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية (Dutch East India Company) على الجمهور العام. ومنذ ذلك الحين، استخدمت الاكتتابات العامة كوسيلة للشركات لزيادة رأس مال الشركة من خلال بيع أسهمها للمستثمرين العامين.

في حال كانت الشركة مدرجة مسبقاً، ولها أسهم متداولة في السوق فإنها تلجأ إلى ما يسمى عملية طرح عام ثانوي (Secondary Public Offering) اختصاراً SPO ويُشار إليه أيضاً باسم اكتتاب الثانوي العام. وهي عملية إصدار أسهم جديدة لبيعها من قبل شركة سبق أن قدمت طرحاً عاماً أولاً (IPO). هناك نوعان من العروض الثانوية. النوع الأول هو العرض أو الطرح الثانوي غير المخفف (A Non-Dilutive Secondary Offering) وهو بيع الأوراق المالية المملوكة من قبل مساهمين رئيسيين، حيث يقوم مساهم أو أكثر في شركة ببيع كل أو جزء كبير من حيازاتهم. يتم دفع عائدات هذا البيع إلى المساهمين الذين يبيعون أسهمهم. وفي الوقت نفسه، ينطوي الطرح الثانوي المخفف (A Dilutive Secondary Offering) على إنشاء أسهم جديدة وتقديمها للبيع العام، وبالتالي زيادة رأس مال الشركة.

هناك العديد من الاختلافات الرئيسية بين العروض الثانوية غير المخففة والعروض الثانوية المخففة. وتعرف العروض الثانوية المخففة أيضاً باسم عروض المتابعة (Follow-on Offerings) أو العروض اللاحقة (Subsequent Offerings). إن الطرح الثانوي غير المخفف لا يؤثر، بشكل مباشر، في قيمة الأسهم المملوكة من قبل المساهمين الحاليين لعدم إصدار أسهم جديدة. أما الطرح الثانوي المخفف، فهو عندما تقوم الشركة نفسها بإصدار أسهم جديدة في السوق، مما يؤثر في قيمة الأسهم المدرجة. ويحدث هذا النوع عندما يوافق مجلس إدارة الشركة على زيادة عدد الأسهم بغرض بيع المزيد منها وزيادة رأسمال الشركة.

2. عملية التحوّل لشركة مساهمة عامة

قبل الطرح الأولي العام، يكون عدد المساهمين أو حملة الأسهم في الشركة الخاصة صغيرا نسبيا، يقتصر على مؤسسي الشركة، لكن عندما تبدي أو تفصح الشركة عن رغبتها في التحوّل إلى شركة مساهمة عامة، فهذا يعني أنها قد وصلت إلى مرحلة ترى فيها أنها ناضجة بما فيه الكفاية وقد حققت جميع الشروط اللازمة للإدراج وللعمل باللوائح والأحكام الصادرة عن الجهات ذات الاختصاص، وقادرة على الوفاء بالالتزامات والمسؤوليات المترتبة عليها اتجاه حملة الأسهم.

وعادة ما تصل الشركة إلى هذه المرحلة من النمو والتطور عندما تفوق قيمتها حدود معينة، إلا أنه يُمكن للشركات الخاصة التي تتمتع بأسس ومقومات صحيحة وقوية ودرجة ربحية كبيرة أن تتأهل للطرح الأولي العام، وذلك اعتمادًا على عوامل عدة، ولعل أهمها يتمحور حول القدرة التنافسية بين الشركات في الأسواق، وقدرة الشركة على تلبية متطلبات سوق الأوراق المالية.

يعد التحوّل من شركة خاصة إلى عامة بمثابة نقلة نوعية ومهمّة بالنسبة للمستثمرين ليحصلوا على الأموال والعوائد التي كانوا يتوقّعونها، حيث يُمكن للمساهمين الاحتفاظ بأسهمهم في السوق العام أو بيع جزء منها أو كاملها للحصول على العوائد. وفي الوقت ذاته، يتيح السوق المالي الفرصة لأكثر عدد من المستثمرين لشراء الأسهم في الشركة ودفع ما تحتاجه من رأس مال، فالسوق يشمل جميع الأفراد أو المستثمرين المهمّين في الاستثمار في الشركة، حيث أن عدد الأسهم التي تبيعها الشركة وأسعار بيع هذه الأسهم كلّها من العوامل التي تساهم في تحديد قيمة ملكية المساهمين الجديدة في الشركة، حيث أن هذه الملكية تمثّل الأسهم التي يمتلكها المستثمرون، سواءً أكانت الشركة خاصة أم مساهمة عامة.

أ. مرحلة ما قبل التسويق (Pre-marketing Phase)

تتألّف عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام من مرحلتين، الأولى هي مرحلة ما قبل التسويق (Pre-marketing Phase)، تليها المرحلة الثانية، وهي الطرح الأولي العام بحد ذاته، فعندما تكون الشركة راغبة بطرح أسهمها للعموم أي بالاكتتاب الأولي العام، فإنها ستبلغ المؤسسات المالية وأمناء الاكتتاب (Underwriters) عن طريق تقديم إعلان أو عبر إصدار بيان

عام تدعو فيه الجهات المهتمة للمشاركة في عملية الاكتتاب.

ثم تقوم الشركة بعملية الاختيار، حيث أنها قد تختار شركة واحدة أو عدة شركات لإدارة أجزاء مختلفة من عملية الاكتتاب بشكل مشترك، حيث أن المشاركين في عملية الاكتتاب يساهمون في كل جانب من جوانب الاكتتاب الأولي العام، مثل إعداد الوثائق والمستندات والإيداع والتسويق والإصدار.

ب. خطوات الطرح الأولي العام

1. تقديم العروض، تُقدّم مؤسسات الاكتتاب عروضها ومقترحاتها التي تناقش وتوضّح فيها خدماتها، مثل سعر الاكتتاب وعدد الأسهم والوقت أو الإطار الزمني المقدّر لإتمام عملية الاكتتاب.
2. اختيار جهة الاكتتاب، تختار الشركة الجهة أو المؤسسة المثلى، وتوافق بشكل رسمي على أحكام وشروط الاكتتاب من خلال توقيع اتفاقية مع الطرف الآخر (مؤسسة الاكتتاب المختارة).
3. تشكيل فرق لإجراء الطرح الأولي للاكتتاب العام، حيث يتألف الفريق الواحد من ممثلي شركة الاكتتاب المختارة والمحامين والمحاسبين القانونيين وخبراء هيئة الأوراق والاسواق المالية (*Securities and Exchange Commission*).
4. تجميع المعلومات الخاصة بالشركة، والالزمة لتوثيق الطرح الأولي للاكتتاب العام، وتشمل هذه المعلومات بيان التسجيل، وهو عبارة عن وثيقة رسمية تشمل تفاصيل عملية الطرح الأولي للاكتتاب العام، وتتألف من قسمين هما: نشرة الاكتتاب (*Prospectus*) والتي تتضمن معلومات عن نشاط الشركة، استثماراتها، مصادر تمويلها، قوائمها المالية عن السنوات السابقة، وتقدير لمخاطرها. كما يشمل بيان التسجيل معلومات عامة تخص التاريخ المتوقع لإجراء عملية الطرح ومعلومات سرية تخص عملية الطرح. نشرة الاكتتاب وبيان التسجيل يتم اعتمادهما أولاً من هيئة الأوراق والأسواق المالية ومن ثم توزيعها على المستثمرين المؤسسين، يتم بعد ذلك عقد الاجتماعات واللقاءات لتقديم الشركة والتعريف بها.

5. إنشاء المواد التسويقية اللازمة لإصدار الأسهم الجديدة، حيث يحدّد أمناء الاكتتاب والمسؤولين الوقت المتوقع لإصدار الأسهم لتقدير نسبة الطلب عليها وتحديد السعر النهائي لعملية الاكتتاب. ويُمكن لأمناء الاكتتاب مراجعة تحليلاتهم المالية طوال فترة التسويق، وقد تشمل هذه المراجعة تغيير سعر الطرح الأولي العام أو تاريخ الإصدار، وذلك بحسب ما يروونه مناسباً. ومن ثم تتخذ الشركة الخطوات الضرورية واللازمة لتلبية متطلبات الطرح الأولي العام، حيث ينبغي على الشركات أن تلتزم بالمعايير الموضوعية ومتطلبات سوق الأوراق المالية.
6. تأسيس مجلس للإدارة.
7. إجراء العمليات اللازمة لتقديم المعلومات المحاسبية والمالية كل 3 أشهر.
8. إصدار الشركة أسهمها، في التاريخ المتوقع للطرح الأولي العام، ويتم استلام رأس المال الذي جُمع من عملية إصدار الأسهم للمساهمين وتسجيله ضمن ملكية المساهمين الجديدة في الميزانية العمومية للشركة (*Balance Sheet*).
9. وضع البنود اللازمة لما بعد عملية الطرح الأولي العام، فقد تخصص مؤسسات الاكتتاب إطاراً زمنياً محدّداً لشراء عدد إضافي من الأسهم بعد مضيّ التاريخ الذي أُجري فيه الطرح الأولي العام. أو قد يخضع بعض المستثمرين للفترة الهادئة (*Quiet Period*)، وهي الفترة التي يحظر فيها وضع التوقعات أو إبداء الآراء حول قيمة الشركة.
- ج. تحديد سعر الاكتتاب:**

يتم تحديد سعر عرض الأسهم من قبل وكيل الاكتتاب الرئيسي الذي يسمى أيضاً، الضامن الرئيسي، حيث يأخذ في الاعتبار ظروف السوق والصناعة السائدة. خلال الجولات الترويجية، يقوم الضامن الرئيسي ببناء تصور واضح حول عملية الاكتتاب من خلال جمع مؤشرات حول العدد المطلوب من الأسهم من قبل المستثمرين وأسعار العروض المحتملة. ودراسة العوامل التي تؤثر في حجم الطلب على الاكتتاب، ونجاحه.

عندما يتعلق الأمر بعملية الإصدار الأولي للعموم يكون الدور الذي تلعبه أسواق الأسهم دوراً محدوداً في تأمين الأموال الجديدة للشركات. وذلك بسبب عدم تناظر المعلومات (*information asymmetry*)، عادة ما تفضل الشركات، اللجوء إلى

التمويل الداخلي أي الأرباح المحتجزة، على التمويل الخارجي. قدم مايرز وماجلوف (*Myers and Majluf*) في عام 1984 نظرية ترتيب الاختيار أو التفضيلات، والتي تنص على أن الشركات تتبنى تسلسلاً هرمياً لأفضليات التمويل. فإذا ما كانت هناك حاجة إلى تمويل خارجي، تفضل الشركات للجوء أولاً إلى التمويل بالديون، في حين أن إصدار أسهم وزيادة حقوق الملكية يشكل الملاذ الأخير للشركات. الدراسات والإحصاءات التي قام بها الباحثان وغيرهما، حول مصادر تمويل الشركة تدعم هذا الرأي. من ناحية أخرى، بينت الدراسات أنه وخلال فترات نمو أسواق الأسهم وزيادة أسعار الأسهم، يميل سوق الاكتتاب العام إلى الازدهار بشكل كبير، في حين أن الانخفاض في أسعار الأسهم يعقبه انخفاض في صافي إصدار الأسهم العامة.

من بين العوامل الأخرى، المؤثرة في عمليات الطرح الأولي، نجد أن الدورة الاقتصادية تلعب دوراً مهماً في قرار الشركة بإصدار الأسهم. من حيث المبدأ، تستخدم حقوق الملكية وبشكل خاص الأسهم، لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، الأمر الذي يرتبط بشكل واضح بالدورة الاقتصادية. في عام 2003، ربط شيلر (*Shiller*) توقيت إصدار الأسهم برغبة المستثمرين، وبين كيف يكون لتداول المستثمرين بتطور الدورة الاقتصادية تأثيراً في تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي التأثير في كمية الأسهم المصدرة. على سبيل المثال، الزيادات المفردة في النفور من المخاطرة التي تؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها يمكن أن ترفع تكلفة حقوق الملكية، مما يمنع الشركات من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة.

3. إيجابيات الطرح الأولي للاكتتاب العام

لا شك أن الهدف الرئيسي من عملية الطرح الأولي العام يتمثل في جمع رأس المال للشركة، إلا أن هناك إيجابيات أخرى مثل:

- تحصل الشركة على فرصة لتوسيع قاعدة المستثمرين والمساهمين المحتملين بهدف جمع رأس المال.
- يساعد ملاك الشركة أي المساهمون المؤسسون على تنويع استثماراتهم من خلال بيع جزء من مساهمتهم في الشركة وشراء استثمارات أخرى على شكل أسهم وسندات في شركات أخرى.
- يسهل الطرح الأولي صفقات الاستحواذ (تحويل الأسهم).

- يعزّز الطرح الأولي شفافية ومصداقية الشركة من خلال صياغة التقارير ربع السنوية، وهذا بدوره يساعد في تعزيز التصنيف الائتماني للشركة .
- يُمكن للشركة جمع أموال إضافية في المستقبل من خلال عمليات الطرح الثانوية (*Secondary Offerings*)، وذلك لأنها تملك إمكانية الوصول للأسواق العامة من خلال الطرح الأولي للاكتتاب العام الأمر الذي يعزز الاستقلال المالي للشركة.
- يساعد في تقييم الشركة، إذ يعتبر سعر السهم السوقي أساساً جيداً لذلك.
- يُمكن للشركات المساهمة العامة جذب المزيد من الموظفين الأكفاء والمهنيين كما يساهم في ضبط أدائهم
- يحسّن صورة الشركة أمام الجمهور ويعزّز سمعتها، وهذا بدوره يساعد الشركة في تحقيق مبيعات وأرباح أكبر.

4. سلبيات الطرح الأولي للاكتتاب العام

- قد تواجه الشركة مجموعة من الصعوبات والسلبيات عند تحويلها لشركة مساهمة عامة، مما يدفعها لاختيار استراتيجيات بديلة، حيث تشمل السلبيات الرئيسية كلاً مما يلي:
- تعدّ عملية الطرح الأولي العام مكلفة، حيث أن التكاليف التي تُفرض على الشركة لقاء ذلك كبيرة، كما أنها غير مرتبطة بالأعمال الاعتيادية واليومية التي تقوم بها الشركة. مثل عمولة وكيل الاكتتاب والنفقات القانونية وغيرها من النفقات.
 - يُصبح من الواجب على الشركة أن تُفصح عن معلوماتها المالية والمحاسبية والضريبية وغيرها من المعلومات اللازمة الأخرى، كما أنه قد يتوجّب عليها أن تكشف عن بعض الأسرار والطرق والأساليب المتبعة في العمل، والتي بدورها قد تساعد الشركات المنافسة الأخرى .
 - قد يترتّب على الشركة تكاليف قانونية ومحاسبية وتسويقية كبيرة، حيث أن بعض هذه التكاليف تُفرض على الشركة بشكل مستمر.
 - يترتّب على إدارة الشركة جهد أكبر لتقديم التقارير اللازمة.
 - قد تكون هناك خطورة في عدم جمع الشركة للمال الكافي، وذلك في حال عدم قبول السوق لأسعار الطرح الأولي العام.

- قد تفقد الشركة قدرتها على السيطرة، كما قد تنشأ بعض المشاكل والخلافات نتيجة حصول المساهمين الجدد على حقوقهم في التصويت، وهذا بدوره يؤثر على القرارات التي تتخذها الشركة من خلال مجلس الإدارة.
- قد يكون هناك خطر في حدوث بعض المشاكل القانونية أو التنظيمية.
- فصل الإدارة عن الملكية واحتمال حدوث مشكلة الوكالة. وكذلك تباين مصالح الإدارة والمساهمون الخارجيون.
- قد تحدث تقلبات في أسعار الأسهم الخاصة بالشركة، وقد يشكّل هذا الأمر ارتباكاً للإدارة، حيث يُمكن تحديد القيمة استناداً إلى أداء الأسهم بدلاً من الاعتماد على النتائج المالية الحقيقية .
- قد تؤدي الاستراتيجيات المتبعة لتضخيم قيمة أسهم الشركة (مثل اقتراض مبالغ كبيرة لإعادة شراء الأسهم) إلى العديد من المخاطر، وهذا بدوره يؤثر على استقرار الشركة.
- قد تؤدي الإجراءات الإدارية الصارمة التي يتبناها مجلس الإدارة إلى استقالة المسؤولين الأكفاء القادرين على تحمّل ومواجهة المخاطر.

5-2-3 السوق الثانوية أو سوق التداول: Secondary equity market

أدوات حقوق الملكية يتم تداولها بين المستثمرين في السوق الثانوية. والسوق الثانوية هي المكان الذي يقوم فيه المُستثمرون بشراء وبيع الأوراق المالية التي يمتلكونها بالفعل والتي سبق إصدارها. وبالرغم من أن الأوراق المالية تُباع في الأساس في السوق الأولي (**Primary Market**) عند إصدارها للمرة الأولى، إلا أن نجاح عملية الإصدار الأولي يتوقف بشكل كبير على قدرة السوق الثانوية على توفير امكانية تسييل وتسعير الأوراق المالية بشكل فعال وكفاء. مع الإشارة إلى أن العمليات التي تتم في السوق الثانوية لا تؤدي إلى زيادة تمويل أو تغيير في هيكلية الشركة مصدرة السهم، إذ أن عمليات التداول تتم لتسوية أوضاع مشتري الورقة وبائعها وفق ما تقتضي مصالحهم وتوقعاتهم الاستثمارية.

تصنف الأسواق الثانوية إلى نوعين أساسيين هما السوق المنظمة (**Organized Market**) والسوق غير المنظمة (**Unorganized Market**) أو ما يعرف بأسواق خارج البورصة (**Over-the-Counter (OTC)**) وتعتبر بورصة نيويورك للأوراق المالية (**New York Stock Exchange**) أكبر الأسواق المنظمة على مستوى العالم وبورصة نازداك

(NASDAQ) من أهم أسواق خارج البورصة. بصرف النظر عن الهيكل القانوني، إلا ان هناك اختلافات جوهرية في عمليات أسواق الأوراق المالية حسب نوعها. أهم هذه الاختلافات تكمن في إجراءات التداول. يتم التداول في الأسواق الثانوية بين المستثمرين، غالبًا من خلال وسطاء متخصصين - وسطاء وتجار الأسهم (*stock brokers and dealers*)، الذين يشترون أو يبيعون الأوراق المالية لصالح عملائهم.

يشكل تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية الوسيلة التي يتم من خلالها تحويل الأسهم أو السندات المشتراة؛ اصلاً في السوق الأولية من قبل المستثمرون لتمويل الشركات المصدرة، إلى نقود. هذه الأصول يمكن إعادة بيعها بسهولة وبتكلفة منخفضة في السوق الثانوية الأمر الذي يشجع المستثمرين على شراء الأسهم في السوق الأولية، كونهم قادرون على بيعها فيما بعد في السوق الثانوية بسهولة ودون عناء أو تكلفة تذكر. يعتبر السوق الثانوي الفعال أساساً مهماً للسوق الأولية الناجحة. إذا ما كانت تكاليف المعاملات في السوق الثانوية مرتفعة، فإن العائدات من بيع الأوراق المالية سوف تنخفض، وسيكون الحافز للشراء في السوق الأولية أقل، مم سيحد من نجاح السوق الأولية. كما أن تكاليف المعاملات المرتفعة في السوق الثانوية قد تميل إلى تقليل حجم التداول وبالتالي تقليل السهولة التي يمكن بها تنفيذ مبيعات السوق الثانوية وبالتالي من سيولة الأوراق المالية. نتيجة لذلك فإن نجاح السوق الأولية في تأمين مصادر تمويل للشركات الراغبة في فتح رأسمالها وإصدار أسهم يتوقف على قدرة السوق الثانوية في توفير إمكانية تداول وتسييل الأوراق المالية بسهولة ويسر ودون تكبد عناء ذلك أو دفع تكاليف مرتفعة، الأمر الذي يساعد في تحفيز مستوى النشاط في السوق الأولية وبالتالي على المستوى الإجمالي للاستثمار في الاقتصاد.

1. الأسواق المنظمة أو البورصات **Organized exchanges**

هي أماكن مركزية محددة يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، وهذه الأوراق تتضمن الأسهم العادية والممتازة وكذلك السندات والمشتقات على الأسهم والسندات أيضاً. تداول أدوات حقوق الملكية في هذه السوق يتطلب أن تكون مدرجة فيها، بمعنى أن تلي هذه الأوراق شروط الإدراج المحددة من قبل السوق، مثل حد أدنى من الإيرادات، حد أدنى من رأس المال، قيمة سوقية محددة أو أكبر منها، نسبة محددة من الأسهم الحرة أو القابلة للتداول، وغيرها من الشروط التي تتطلبها

السوق.

أ. فوائد إدراج الأوراق المالية وعقباتها:

من الفوائد التي تتحقق نتيجة إدراج الورقة المالية للتداول في السوق الثانوية نورد ما يلي:

- إدراج الورقة المالية في سوق التداول يشجع المستثمرين على الاستثمار أكثر في الشركة.
- إدراج الورقة المالية في سوق التداول يدفع المستثمرين للقبول بعوائد أقل وبالتالي يخفض تكاليف التمويل على الشركات.
- يوفر سوق التداول سعر سوقي للورقة المالية المدرجة، ما يشكل أساساً لتقييم الشركة.
- إدراج الورقة المالية في سوق التداول، يسهل عمليات الاستحواذ حيث يمكن للشركة المستحوذة أن تلجأ إلى شراء الأسهم من السوق بشكل مباشر.
- إدراج الورقة المالية في سوق التداول، يؤدي إلى زيادة الإفصاحات وبالتالي شفافية المعلومات حول الشركة وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال.

على الرغم من فوائد إدراج الأوراق المالية، إلا أن هناك بعض الأمور التي تعد من عقبات الإدراج، مثل:

- تكلفة عملية الادراج، إذ أن عملية الإدراج تتصلب الكثير من الخطوات والإجراءات المكلفة.
- تتطلب عملية الإدراج عدد من الوثائق وإعادة تقييم وتدقيق معدة وفق معايير المحاسبة والتدقيق الدولية وهي أمور ذات تكلفة مرتفعة.
- عملية الادراج تتطلب المزيد من الشفافية الأمر الذي قد يتسبب في إضعاف موقف الشركة أمام المنافسين والشركات في حال المستحوذة

ب. السماسرة ودورهم

يؤدي الوسطاء والسماسرة في الأسواق المالية دوراً هاماً في أداء السوق لدورها. بعض شركات الوساطة تقوم بصناعة السوق، حيث تحتفظ بمخزون كبير من أسهم شركة أو شركات محددة، وتقوم ببيعها وشراؤها حيث تتحمل مخاطر تقلبات أسعارها. بالمقابل يقوم الوسطاء بتسهيل لقاء العارضين والطالبيين لورقة مالية مقابل عمولة محددة وعليه يمكن القول أن الـ *Dealer* أو التاجر هو الوسيط الذي يشتري ويبيع الأوراق المالية كأصيل لحسابه الخاص، وليس كوسيط لعملائه. وقد يعمل كوسيط أو صانع سوق. أما الوكيل (*Broker*) فهو الوسيط الذي ينفذ أوامر شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن عملائه مقابل عمولة. يبقى التجار على أهبة الاستعداد لشراء الأسهم بسعر العرض (*bid price*) والبيع بسعر الطلب (*ask price*) وبالتالي تحقيق ربح من متوسط الهامش (*average spread*)، وعندما تنخفض أسعار الأسهم، يواجه تجار الأسهم خطر فقدان قيمة مخزون الأسهم، وهذا ما يشكل الخطر الأساسي للتاجر. ولمواجهة هذه المخاطر والاستفادة من اتجاهات تحركات الأسعار المختلفة، يقوم التجار باتخاذ موقف (*positioning*) حسب توقعاته لحركة أسعار الأسهم فإذا كان يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم، فإنه يشتري السهم ويتخذ مركزاً طويلاً (*long position*) وبهذا فإنه يحقق الربح، إذا تحققت توقعاته وقام ببيع السهم بسعر أعلى. في حال كانت توقعاته انخفاض سعر السهم، فإنه يحاول الاستفادة من مركز قصير (*short position*) حيث يقوم بعملية البيع على المكشوف، حيث يتم اقتراض الأوراق المالية وبيعها على أمل شراء هذه الورقة المالية مرة أخرى في وقت لاحق بسعر أقل. من خلال قيام التاجر بالبيع بسعر مرتفع والشراء بسعر منخفض فإنه سيستفيد من الفرق بين سعري البيع والشراء.

في حال كانت توقعات تاجر الأسهم خاطئة، فإن عليه أن يغلق المركز الذي سبق وأن اتخذه بسعر غير مناسب، وعليه تحمل خسائر إغلاق هذا المركز، وهنا قد تظهر مخاطر إفلاسه، الأمر الذي يستدعي هيئة الأوراق والأسواق المالية والجهات الأخرى ذات العلاقة للتدخل وفرض شروط تحد من هذه المخاطر وتبعد خطر الإفلاس حفاظاً على استقرار السوق وتجنبيه مثل هذه الهزات.

تجار الأوراق المالية يعملون في ظل رفع مالي عالي جداً، وعادةً ما تشكل حقوق ملكية التاجر ورأسماله الخاص نسبة صغيرة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يتاجر بها، ويتم تمويل الفرق من خلال الديون بمختلف أنواعها مثل القروض المصرفية أو اتفاقيات إعادة الشراء (REPO)

4-2-5 أعضاء السوق Stock exchange members

هناك عدة أنواع من أعضاء البورصة نبين أهمهم فيما يلي:

أ. وسطاء العمولة - أو السماسرة بعمولة: Commission brokers

هم كيانات وأشخاص يقومون بعمليات السمسرة وينفذون أوامر البيع والشراء لصالح المستثمرون مقابل رسوم محددة. هذه هي أكبر مجموعة من المشاركين في السوق، وتعمل كوكلاء للمقرضين أو مشتري الأوراق المالية. قد يجدون أفضل سعر لمن يرغب في شراء أو بيع الأوراق المالية. والسمسرة هي مهنة يحترفها شخص يسمى السمسار (Broker) أو (Middleman) حيث يقوم بدور الوسيط بين البائع والمشتري، بغرض التقريب بينهما وإتمام الصفقات التجارية المختلفة بشكل سريع وسهل، مقابل الحصول على مبلغ من المال عند انتهاء الصفقة من كلا الطرفين يسمى (العمولة) (Commission).

وتُعتبر السمسرة مهنةً هامة نظراً إلى أنها تلبي حاجة الناس الذين لا يعرفون طرق المساومة في البيع والشراء، إضافة إلى عدم قدرة البعض على معرفة عيوب ومحاسن ما يشترونه، أو لا يستطيعون البحث عنه، أو لعدم وجود وقت لعمليات البيع والشراء.

ويمكن للسمسار العمل بشكل فردي أو من خلال مكاتب متخصصة في أعمال الوساطة أو السمسرة (Brokerage Firm) فعلى سبيل المثال، إذا طلب أحد المستثمرين من شركة سمسرة أن تقوم بتداول الأسهم، فإن هذا المستثمر سيدفع رسوماً مقابل أتعاب الشركة التي تقوم بعمليات التداول هذه. توجد العديد من شركات الوساطة على الإنترنت، وتوفّر هذه الشركات موقعاً إلكترونيًا لجميع المستثمرين الذين يرغبون بإجراء معاملاتهم، حيث يمكن للعملاء التواصل فيما بينهم عبر البريد الإلكتروني أو الهاتف لإجراء عمليات التداول أو لطرح الأسئلة. وعادةً ما توفّر هذه الشركات خدماتها بأسعار معقولة،

ويعود السبب في ذلك إلى عدم تقديمها أية مشورات استثمارية.

ب. وسطاء الصفقات الصغيرة *Odd-lot brokers*

مجموعة من الوسطاء الذين ينفذون صفقات تقل عن 100 سهم. حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بتقسيم ما يسمى اللوت أو المجموعة (مضاعفات 100 سهم) إلى عقود فردية صغيرة والعكس بالعكس مقابل رسوم .

ج. التاجر المسجل *Registered trader*

هي الجهة أو الشخص الذي يمتلك مقعداً في البورصة ويتداول على حسابه الخاص. حيث إن حجم الصفقات الكبير وضرورة التنفيذ السريع للأوامر يتطلب من المتداولين تغطية استثماراتهم الكبيرة ومتابعتها في صالة البورصة.

د. المتخصصون *Specialists*

هم صناع السوق المتخصصون بالتداول بورقة مالية محددة مدرجة في السوق المنظمة. والغرض من وجودهم هو تقليل تقلب أسعار الأوراق المالية. فعندما يكون هناك الكثير من أوامر البيع، يتعين على المتخصصين أن يضطلعوا بدور المشتريين لمنع الأسعار من الانخفاض لفترة. عندما يكون هناك الكثير من أوامر الشراء، يتعين على المتخصصين أن يقوموا بدور البائعين لمنع الارتفاع المؤقت في الأسعار.

هـ. وسيط الإصدار *Issuing intermediary*

هي الجهة التي تتولى إصدار أوراق مالية جديدة نيابة عن المصدر. ويعمل بيت الإصدار كوكيل للمقترض في الأسواق المالية .عادة ما يتم تنفيذ هذه المهمة من قبل البنوك الاستثمارية.

و. صانع السوق *Market Maker*

هو الكيان الذي يقوم بإدخال عروض الأسعار وتعديلها من أجل الشراء والبيع والتنفيذ والحصول على أوامر أو طلبات واضحة. وهو يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية ويضع سعراً يمكن عنده شراء وبيع كل ورقة مالية. عادة ما يتم صنع السوق من قبل أقسام الأوراق المالية في البنوك الكبرى. يجب على صانعي السوق العمل وفقاً للوائح البورصة المحددة،

والتي تمت الموافقة عليها من قبل الجهة المنظمة لعمل السوق مثل هيئة الأوراق والأسواق المالية (*Securities and Exchange Commission*).

تختلف حقوق ومسؤوليات صانعي السوق باختلاف البورصة ونوع الأداة المالية التي يتم تداولها، مثل الأسهم أو الخيارات. النوع الأكثر شيوعاً لصانع السوق هو مكتب الوساطة (*Brokerage House*) الذي يُوفّر حلول الشراء والبيع للمستثمرين في محاولة للحفاظ على سيولة الأسواق المالية. يمكن أن يكون صانع السوق أيضاً وسيطاً فردياً، ولكن نظراً لحجم الأوراق المالية اللازمة لتسهيل حجم المشتريات والمبيعات، تعمل الغالبية العظمى من صنّاع السوق نيابة عن المؤسسات الكبيرة . يشير مُصطلح صنّع السوق (*Making a Market*) إلى الاستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية لمجموعة مُحدّدة من الشركات لشركات الوساطة التجارية التي هي شركات أعضاء في تلك البورصة. يعرض كل صانع سوق عروض أسعار شراء وبيع لعدد مضمون من الأسهم. وبمجرد استلام الطلب من المشتري، يقوم صانع السوق على الفور ببيع مركزه للأسهم من مخزونه الخاص، لإكمال الطلب. باختصار، يعمل صانع السوق على تسهيل عملية الشراء والبيع للمستثمرين والتجار .

ز. المراجح *Arbitrageur*

هو ذاك الشخص الذي يشتري ويبيع الأصول المالية من أجل تحقيق ربح من فروقات الاسعار. تحدث الانحرافات عندما يتم تسعير نفس الأصل بشكل مختلف في سوقين في نفس الوقت. نظراً لأن الأسواق المالية على دراية جيدة وتنافسية عالية، فعادة ما تكون فروقات الاسعار صغيرة جداً ولا تدوم طويلاً. عادة ما تكون الحالات الشاذة معروفة، وبالتالي لا يوجد خطر من المراجعة، مما يجعلها مختلفة عن المضاربة.

ح. المتحوط *Hedger*

هي الجهة أو الشخص الذي يشتري أو يبيع أصلاً مالياً لتجنب مخاطر انخفاض قيمة العملة أو تغير أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية في السوق.

4-2-5 سوق خارج البورصة (OTC) market

سوق خارج البورصة (OTC) هو سوق لتداول الأدوات المالية، وهي بشكل عام أوراق مالية غير مدرجة. وهذه الأسواق عبارة عن شبكات من المتعاملين الذين يصنعون الأسواق للأوراق المالية الفردية. يتم في هذا السوق تداول الأسهم العادية التي قد تكون مدرجة أو غير مدرجة. سوق خارج البورصة هي تتكون أساساً من مجموعة من تجار الأوراق المالية. وهي ليست بورصة منظمة، وعادة ما يتم التداول فيها من خلال الوسائل الإلكترونية.

يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق خارج البورصة وهما:

السوق غير المنظمة: وهي سوق تتم فيها عمليات التداول دون أية ضوابط وتتم بين الأفراد، وفي هذه الأسواق لا يوجد قيود على عملية البيع والشراء بين المتعاملين حيث أنها تتم خارج البورصات المنظمة.

السوق المنظمة: النوع الثاني من أسواق خارج البورصة هي الأسواق شديدة التنظيم، وهي أسواق تتخصص عادة بتداول ورقة مالية محددة. إحدى أهم هذه الأسواق وأكبرها عالمياً هي سوق نازداك (NASDAQ). التداول في هذا النوع من الأسواق يتم عبر شبكات الأنترنت، حيث يعلن صناع السوق عن أسعار شراء وبيع الأوراق المالية المتخصصة فيها، وتتم العمليات ما بين المستثمرون وصناع السوق عبر وسطاء ماليون، وهناك سوق خاصة ضمن هذا النوع من الأسواق تسمى أسواق الطوابق العليا (*The upstairs market*) وهي أسواق للصفقات الكبيرة تتعامل بها كبرى المؤسسات المالية وتكون احجام الصفقات كبيرة جداً.

الفرق بين السوق الأولي (Primary Market) والسوق الثانوي (Secondary Market)

عندما تُصدر الشركة الأسهم أو السندات للمرة الأولى وتبيعها مباشرة للمستثمرين، فإن صفقة البيع هذه تتم عبر السوق

الرئيسي أو الأولي، وكما وضعنا سابقاً، أشهر صفقات البيع وأكثرها شيوعاً هي الطرح الأولي للاكتتاب العام (*Initial Public Offering IPO*)، حيث أن صفقة الاكتتاب الأولى بين المستثمر والشركة المصدرة تتم عبر إحدى البنوك الاستثمارية في السوق الرئيسي، وجميع العائدات التي يتم جمعها من عملية بيع الأسهم في السوق الأولي تذهب إلى الشركة المصدرة، بعد احتساب وخصم الرسوم الإدارية للبنك.

وعندما يقرّر هؤلاء المستثمرون بيع حصصهم من الأسهم في الشركة، فإنّ بإمكانهم إتمام ذلك عبر السوق الثانوي، فجميع صفقات البيع والشراء بين المستثمرين تحدث في السوق الثانوي، وجميع العوائد الناتجة عن صفقات البيع تذهب للمستثمر الذي يبيع الأسهم، وليس للشركة المصدرة للأسهم أو البنك الاستثماري الذي يُجري عملية الاكتتاب.

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق الرئيسي بشكل مسبق، بينما يتم تحديدها في السوق الثانوي استناداً إلى مجموعة من العناصر الأساسية مثل العرض والطلب (*Supply and Demand*)، فإذا رأى أغلبية المستثمرين أن قيمة الأسهم ستزداد، فإنهم يهرعون لشرائها، وبالتالي ترتفع الأسعار، أما في حال عدم تحقيق الأسهم لمكتسبات وعوائد كافية، فإن أسعار الأسهم تنخفض نظراً لانخفاض نسبة الطلب عليها.

لابد من التنويه إلى أن تداول أدوات حقوق الملكية بين المستثمرين في السوق الثانوية، لا تؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة مصدرة الأسهم، ولا تستفيد مباشرة من البيع .

يتم تصنيف الأسواق الثانوية أيضاً إلى عدة أشكال وفق ما يلي:

ويُشار إليه أيضاً باسم (السوق الثانوي) (*Secondary Market*). وهو السوق غير المركزي الذي يتداول فيه الأعضاء أو المشاركون الأوراق المالية غير المدرجة، ولا يوجد مكان مركزي لإجراء عمليات التداول، فالسوق نفسه يتألف من جميع المشاركين الذين يتداولون الأوراق المالية بين بعضهم، ويعدّ سوق (*Spot Forex*) من الأمثلة على أسواق التداول خارج البورصة.

يُمكن أن يحدث هذا النوع من التداول بين الوسيط والتجار الذين يقدمون أسعاراً ثنائية للأسهم التي يتداولون بها. ويعدّ نظام الأسعار الآلي للجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية (ناسداك) (*NASDAQ*) من الأمثلة على أسواق التداول خارج

البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يعرض الوسطاء والتجار أسعارهم من خلال نظام إلكتروني، ويتعين على التجار التواصل بشكل مباشر مع الوسيط للحصول على عرض سعر ثابت وتنفيذ الصفقة.

يتميز سوق التداول خارج البورصة بالميزات والخصائص التالية:

1. يوجد تنافس شديد بين المزودين أو الموردّين المختلفين لمحاولة اكتساب صفقات كبيرة لصالحهم .
2. تتميز أسواق التداول خارج البورصة (*OTC*) بأن أسعار المعاملات والتحويل تعدّ منخفضة مقارنةً بأسواق التداول الاعتيادية .
3. تختلف أسعار الأوراق المالية في أسواق التداول خارج البورصة (*OTC*) باختلاف عمليات التداول والشركات المتداولة، كما تختلف جودة تنفيذ عمليات التداول باختلاف الشركات المتداولة، مما يعني أن الصفقات لا تتم بأفضل الأسعار .
4. أسواق التداول خارج البورصة معرضة لخطر التحايل بسبب عدم وجود سوق مركزي للتداول، حيث تتعامل الأطراف مع بعضها بعضًا بشكل مباشر .

3-5 هيكل السوق الثانوية:

تتميز الأسواق المالية فيما بينها من خلال تنظيم عمليات التداول والآلية التي تتم من خلالها هذه العمليات وخصائصها، وبالتالي يمكن التفريق بين عدد من الأسواق الثانوية وفق الآتي:

1-3-5 الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية:

يمكن التمييز بين سوق المعاملات الحاضرة وسوق المعاملات المستقبلية، بالنسبة للسوق الحاضرة (*Cash markets*) فهي أسواق التسوية الفورية للمعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، حيث تتم عملية التبادل في السوق الحاضرة بين البائع والمشتري في الوقت نفسه، حيث يسلم البائع الأوراق المالية محل الصفقة ويستلم فوراً قيمتها النقدية. ولهذا السبب يُعرف أيضًا باسم (السوق الفورية) لأن المعاملات بأقرب وقت ممكن، وفي هذا الصدد تسعى الأسواق إلى تسريع عملية نقل ملكية الأوراق المالية وتسجيلها باسم المشتري خلال أقل من ثلاثة أيام. بالمقابل سوق العقود الآجلة التي تتم فيها عملية التبادل في تاريخ

مستقبلي محدد، كأن تتم تسوية جميع المعاملات على سبيل المثال في نهاية فترة (شهر). بمعنى أن نظام التسوية دوري، حيث يتم تحديد السعر في وقت المعاملة ويبقى عند هذه القيمة على الرغم من تغير سعر السوق حتى حلول وقت التسوية. من أجل ضمان تنفيذ الصفقات، يجب إيداع وديعة. مثل هذا النظام لا يمنع المضاربة على المدى القصير.

قد تحدث معاملات السوق النقدية في السوق المنظمة أو أسواق خارج البورصة (OTC). بالمقابل، يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة، مع الإشارة إلى أن بعض أنواع العقود الآجلة والمسماة المستقبلية (Futures) تتم في سوق الـ OTC.

5-3-2 الأسواق المستمرة وأسواق المزادات:

الأسواق المستمرة هي الأسواق التي تتم فيها المعاملات طوال جلسة التداول بحيث يضمن صناع السوق سيولة السوق في أي وقت. سوق التاجر هو السوق الذي ينشر فيه التجار علناً أسعار العرض والطلب في وقت واحد، وتصبح هذه التزامات ثابتة لإجراء المعاملات بأسعار حجم معاملات معين. يخاطب المستثمرون التجار الذين يقدمون أفضل سعر (عرض أسعار). سوق المزاد هو سوق يتم فيه مطابقة العرض والطلب للأوراق المالية بشكل مباشر ويتم تشكيل السعر كسعر توازن. يسمح نظام المناذاة المفتوح للوسطاء بالتفاوض بصوت عالٍ حتى يتم تحديد السعر، وهو توازن أوامر البيع والشراء. في سوق مزاد المناذاة، يتم وضع جميع الأوامر في دفتر الطلبات حتى المزاد ويتم تنفيذها بسعر واحد. تتطلب السيولة أن تتم مثل هذه الصفقات مرة أو عدة مرات خلال اليوم. تهدف إجراءات التداول هذه إلى تحديد سعر المزاد الذي يزيد حجم التداول.

تسمى الآلية التي يتفاعل من خلالها المشترون والبائعون في السوق والتي تحدد سعر الأوراق المالية وكميات تداولها بهيكل السوق، ويمكن التمييز بين نوعان من هياكل السوق المالية وهما:

- (1) السوق الذي يُحرّكه الطلب *Order-Driven Market*
- (2) السوق الذي تُحرّكه الأسعار *Quote-Driven Market*

5-3-2 السوق الذي يُحركه الطلب *Order-Driven Market*

هو السوق الذي تقوده الأوامر والطلبات الواردة، والتي يعرض فيه جميع المشترين والبائعين الأوراق المالية التي يرغبون بشرائها أو بيعها، والأسعار التي يرغبون في شراء أو بيع تلك الأوراق المالية بها. حيث يسمح هيكل هذا السوق للمشتريين والبائعين بإرسال طلباتهم من خلال وسيط معتمد، وهذا لأخير يرسل هذه الأوامر إلى موقع مركزي، حيث تتم مطابقة الطلبات ويتم تنفيذ المعاملة في حال تقاطعت الأسعار وكانت الكميات مناسبة.

هناك أشكال مختلفة من الأسواق التي يحركها الطلب. في أسواق الطلب (*Call market*)، يتم تحديد السعر عدة مرات في لحظات محددة. بهذه الطريقة، يتم جمع الطلبات ويتم المزاد في الوقت المحدد. يستخدم هذا النوع من المزادات على نطاق واسع في العروض العامة الأولية للأسهم (والإصدارات الجديدة للسندات الحكومية). في الفترة الأخيرة لم تعد آلية سوق الطلب مستخدمة في الأسواق الثانوية للأسهم والسندات، وتم استبدالها بأنظمة تداول مستمرة (*continuous auction markets*). في أسواق التداول المستمرة، يرسل المستثمرون أوامر الشراء أو البيع للوسطاء عبر أنظمة تداول مؤتمتة ومحوسبة عادة، حيث تتم مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، وفي حال تعذر تنفيذ جميع الأوامر، يتم إعطاء الأولوية للأمر الأقدم الذي لم ينفذ. هذه الأسواق التي تحركها الطلبات هي أسواق منظمة جداً من خلال قواعد تفصيلية واضحة ودقيقة تنظم عملية المزاد لضمان عملية تداول منظمة وعادلة.

إن التقدم التكنولوجي دعم بشكل كبير تطوير الأسواق التي يحركها الطلب، ولا سيما لتداول الأسهم. حيث أن تطور البرمجيات ساعد في تطوير قواعد التداول الذكية وكذلك تطوير أجهزة الكمبيوتر السريعة سهل المطابقة الفورية للأوامر. تستخدم مجموعة من بورصات الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم (مثل بورصات باريس وفرانكفورت) أنظمة إلكترونية تعتمد على الأوامر، والتي تسمح بتخزين جميع الأوامر في دفتر الطلبات المركزي، ومن ثم تتم مطابقة الطلب القادم الجديد على الفور مع الطلبات المقدمة مسبقاً من دفتر الطلبات، كما ويمكن للمتداول عرض جميع الطلبات المقدمة والتنبؤ بالتداولات التي سيتم تنفيذها في حالة إدخال أمر جديد. يشكل أعلى سعر لأمر شراء وأقل سعر لأمر بيع في الواقع أسعار العرض والطلب في السوق.

يعد السوق الذي تقوده الطلبات الأكثر ملائمة لعمليات التبادل، بحيث سيتم تنفيذ الطلبات بمجرد العثور على طرف آخر مناسب لكل مشتر أو بائع. وبعبارة أخرى، لن ينفذ أمر الشراء إلا إذا وجد البائع الذي يرغب في البيع بالسعر المُحدد. تؤمن الأسواق التي يُحركها الطلب التدفق المستمر لأوامر الشراء والبيع من المشاركين في السوق. في الأسواق التي يُحركها الطلب، يُمكن للمتداولين الاختيار بين طلبات السوق (*market orders*)، التي تتطلب السيولة، والطلبات المُحددة (*limit orders*) التي تُوفر السيولة.

من أهم ميزات المشاركة في السوق التي يُحركها الطلب: هي الشفافية، بحيث يتم عرض دفتر الطلبات (*order book*) بشكل كامل على المُستثمرين الذين يرغبون في الوصول إلى أي معلومات خاصة بالطلبات.

ومن ناحية أخرى، قد لا يكون للسوق الذي يُحركه الطلب نفس درجة السيولة التي يتمتع بها السوق الذي تُحركه الأسعار (*Quote driven markets*)، وذلك لأن المُتخصصين وصُنّاع السوق في السوق الذي تُحركه الأسعار عليهم أن يتعاملوا من خلال العروض المُعلنة (*bid*) وطلبات الأسعار (*ask prices*).

3-3-5 السوق الذي تُحركه الأسعار *Quote-Driven Market*

ويُسمى أيضاً (*Quoted Market*) أو (*Price-Driven Market*) وهو السوق يقوم بها صناع السوق بتقديم عروض لبيع وأخرى لشراء ورقة مالية بأسعار محددة. بالنسبة للمُشتري، سيكون السعر المُقدّم هو السعر الذي يرغب البائع في البيع به. وبالنسبة للبائع، سيكون السعر المُقدّم هو السعر الذي يرغب البائع في الشراء به. وعادةً ما يكون سعر الشراء المعروض أقل من سعر البيع، بحيث يكون الفارق هو الربح الذي يحققه صانع السوق أو الوكيل.

تتطلب هذه الأسواق القليل من التنظيم والقواعد، ولكنها تتطلب آليات لنشر عروض أسعار التجار وتنظيم سلوك المتعاملين. عادة ما تزود البورصات التجار أو صناع السوق بامتياز الوصول إلى بعض الإجراءات الإدارية أو معلومات السوق. مقابل هذه الامتيازات، يقع على عاتق التجار التزامات معينة، مثل تقديم عرض أسعار "ثابت" وطلب أسعار يضمن تحقيق عمليات

تداول تصل إلى أحجام محددة . تطبق *NASDAQ* نظامًا نموذجيًا يحركه السعر ، حيث يقوم نظام آلي بنشر أسعار الأسهم للتجار ، الذين يضعون أوامر شراء مكافئة وأوامر بيع. ومع ذلك، عند نشر الأسعار ، لا يعرف المتداولون أي الصفقات سيتم إنشاؤها.

3-3-5 السوق الهجينة *Hybrid Market*

Bottom of Form

هي عبارة عن بورصة الأوراق المالية التي تسهل التداول من خلال مزيج من منصة التداول الإلكتروني المؤتمتة (*Automated Electronic Trading Platform*) ونظام سمسار أو وسيط صالة البورصة (*Floor Broker System*) التقليدي. تمنح الأسواق المهجنة للوسطاء (السماسرة) خيارا بين المشاركة في البورصة عبر نظام سمسار قاعة البورصة التقليدي أو نظام التبادل الإلكتروني الأوتوماتيكي الأسرع.

تستخدم السوق المهجنة كلاً من نظامي سمسار قاعة البورصة التقليدي ونظام التداول الإلكتروني الأوتوماتيكي. ويمكن للمستثمرين اختيار الطريقة التي يريدون من خلالها تقديم طلباتهم. إن الميزة الرئيسية للتداولات الإلكترونية هي السرعة، فهي تستغرق أقل من ثانية واحدة للتنفيذ، في حين أن متوسط تداول سمسار قاعة البورصة يستغرق عادةً حوالي تسع ثوان.

هيكل السوق الهجينة وبنيتها تدمج نظامين أو أكثر، على سبيل المثال، هيكل السوق المبنية على الأسعار وتلك القائمة على الأوامر. مثلاً قامت بورصة نيويورك بتطوير نظاماً يدمج نظام التداول التقليدية (المناداة) مع تداول المزاد الإلكتروني. كذلك طورت سوق يورونيكتست *Euronext* نظام تداول تحركه الأوامر مع دفتر أوامر إلكتروني مركزي. كما تمكّن يورونيكتست الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة من توظيف صانع سوق معين ليكون بمثابة "مزود السيولة" لأسهمها. تجمع بورصة لندن بين التداول الإلكتروني الذي تحركه الأوامر مع توفير السيولة من قبل صناع السوق .

غالبًا ما تتم مقارنة هيكل السوق من وجهة نظر الشفافية والسيولة. على الرغم من التوقعات بنفس أسعار السوق في كل من الأسواق التي تحركها الأوامر والأسواق التي تحركها الأسعار ، فإن الأسواق التي تحركها الأسعار في الواقع تميل إلى أن

تكون أكثر تجزئة بمعنى وجود أكثر من سعر، حيث يتقدم التجار بطلبات تتضمن أسعارًا مختلفة للعرض والطلب، ويمكن توفير معلومات عن الطلبات المنفذة مع بعض التأخير (للسماح للتجار ببعض الوقت لتفريغ الصفقات الكبيرة في السوق). نتيجة لذلك، تميل الأسواق التي يحركها الطلبات إلى أن تكون أكثر شفافية من الأسواق التي تحركها عروض الأسعار. كما يمكن أن تتفاوت السيولة وفق الهيكل المتبع أيضًا. يمكن للمستثمرين التداول فورًا في الأسواق المستمرة التي يحركها الطلب، ولكن يتعين عليهم انتظار تثبيت السعر التالي في سوق الطلب. ومع ذلك، يعتمد السعر على توافر عدد كافٍ من الطلبات، أي السيولة. وبالتالي قد يفضل المستثمرون التفاوض على السعر بشكل فردي مع التجار في الأسواق التي تعتمد على عروض الأسعار. قد تتأخر أيضًا المعلومات المتعلقة بالمعاملات في الأسواق الميمنة في الأسعار.

4-5 معاملات سوق الأسهم Equity market transactions

هامش الشراء-البيع Bid-ask spread

هو المبلغ الذي يتجاوز فيه سعر الطلب سعر العرض لأحد الأوراق المالية المتداولة في السوق. وهذا الهامش هو في الأساس الفرق بين أعلى سعر يرغب المشتري بدفعه مقابل شراء الورقة المالية وأدنى سعر يرغب البائع في قبوله لبيع نفس الورقة. فعندما يتم تداول ورقة مالية في السوق، يقوم التاجر، الذي يعمل كصانع سوق، بتحديد السعر الذي يكون مستعدًا للبيع عنده - سعر العرض (*Ask price*) - والسعر الذي يكون على استعداد للشراء به - سعر العرض (*Bid price*). في حال تمت الصفقة، يدفع المشتري سعر الطلب ويتلقى البائع سعر العرض. يكون سعر الطلب دائمًا أعلى من سعر العرض. يسمى فرق السعر بين سعري العرض والطلب بالهامش ويمثل ربح التاجر :

$$\text{الهامش} = \text{سعر الطلب} - \text{سعر العرض}$$

مثال: بفرض أن صانع سوق يعرض سهم شركة ما بحيث يكون جاهز لشراء السهم بـ 49.8 ل.س وبيعه بـ 50 ل.س وعليه فإن الهامش يكون:

$$50 - 49.8 = 0.2$$

وبالتالي فإن نسبة الهامش تكون $50 \times 0.2 = 0.4\%$. بمعنى لو أن مستثمر قام بشراء السهم فإنه سوف يدفع 50 ل.س وبفرض أنه قام ببيع السهم قبل أ، يتغير السعر فإنه سيحصل على 49.8 ل.س أي سيكون معدل خسارته 0.4% والذي يشكل بالمقابل معدل ربح لصانع السوق.

بالنسبة للتاجر أو صانع السوق، يمكن اعتبار هامش العرض والطلب على أنه السعر الذي يجب أن يحصل عليه لقاء تقديم خدماته للمستثمرين. من ناحية أخرى، يمكن اعتبار الهامش كتعويض عن التكاليف والمخاطر التي يتحملها. عادة ما يحتفظ التاجر بمخزون من الأوراق المالية خلال اليوم ليتمكن من البيع والشراء على الفور، ومن خلال هذا الهامش يتمكن التاجر من تغطية تكاليف الاحتفاظ بمخزونه (على سبيل المثال، تكاليف الفائدة لتمويل مخزون الأوراق المالية) والمخاطر (على سبيل المثال، قد تتحرك الأسعار أثناء احتفاظه بالأوراق المالية).

من وجهة نظر المستثمرين، يقدم التجار (في دورهم كصانع سوق) خدمتان مهمتان هما:

إمكانية تنفيذ صفقة فوراً من المخزون الذي لديه، دون الحاجة إلى انتظار ظهور الطرف المقابل

الحفاظ على استقرار الأسعار في حالة عدم وجود أوامر بيع أو شراء مقابلة.

يتحمل صانع السوق مخاطر تقلبات الأسعار وخصوصاً بالنسبة للأسهم التي يكون تداولها غير منتظم وسيولتها منخفضة، مثل الأسهم في الشركات الصغيرة، لأن المراكز يتم الاحتفاظ بها لفترات أطول بين الصفقات. إذا تم الاحتفاظ بالأسهم لفترة طويلة، فإن مخاطر الخسائر من انخفاض الأسعار تكون أكبر. نتيجة لذلك، تميل فروق أسعار هذه الأسهم إلى أن تكون مرتفعة نسبياً.

التجار لديهم إمكانية التفاوض على أسعار خاصة للمعاملات الكبيرة. يمكن أن يكون الهامش أكبر للمعاملات الكبيرة بشكل خاص (أي الصفقات المجمع) لتغطية مخاطر السعر لمثل هذه الصفقات قبل أن يتمكن التاجر من بيع (أو شراء) الأوراق المالية المشتراة (المباعة) إلى (من) التجار الآخرين في السوق. وبالتالي يتأثر الهامش بالعوامل التالية:

تكاليف الأوامر: تكاليف معالجة الأوامر، بما في ذلك تكاليف المقاصة وتكاليف تسجيل المعاملات؛

تكاليف المخزون: تشمل تكاليف الاحتفاظ بقائمة جرد لأسهم معينة؛

المنافسة: كلما زاد عدد صناع السوق، زادت منافستهم وقل الفارق؛

الحجم: كلما زاد حجم التداول، زادت سيولة الأسهم، وقلت مخاطر تغير سعر السهم؛

المخاطرة: كلما كانت عمليات الشركة أكثر خطورة، كلما كانت أسهمها أكثر تقلبًا، وكلما كانت فروق الأسعار أعلى.

إصدار الأوامر والطلبات:

المستثمر الذي يريد شراء أو بيع الأسهم في البورصة لديه إمكانية تقديم أنواع مختلفة من الأوامر من خلال الوسيط. الذي يتعامل معه.

أمر السوق (Market order) هو الأبسط والأكثر شيوعًا. يتطلب أن يتم تداول الأسهم بأفضل الأسعار المتاحة. السعر الأكثر ملاءمة هو أقل سعر يمكن الحصول عليه للشراء وأعلى سعر متاح للأسهم المبيعة. حيث تتم الصفقة بالسعر المعمول به لحظة تنفيذ الأمر في السوق. وعليه يمكن تعريف أمر السوق على أنه أمر شراء أو بيع ورقة مالية على الفور بأفضل سعر يمكن الحصول عليه.

الأمر المحدد (Limit order) في هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حدًا للسعر الذي يمكن عنده شراء الأسهم أو بيعها. وبالتالي فهي تحدد أقصى سعر شراء أو أدنى سعر بيع. يتم إدراج الأوامر المحددة والتي لا زالت المعلقة في سجل الأوامر الخاص، والذي يسمح بالتنفيذ التلقائي للعملية عند مطابقة طلبان متقابلان. من الناحية العملية، تبقى الأوامر في السجل الخاص حتى يتم سحبها من قبل المستثمرين، أو تنفيذها نتيجة وصول أوامر جديدة ملائمة. وعليه يمكن تعريف الأمر المحدد على أنه أمر شراء أو بيع لورقة مالية بسعر محدد أو أفضل منه لصالح صاحب الأمر، أي أقل لأمر شراء وأعلى لأمر بيع. لهذا النوع من الأوامر أنواع عديدة منها:

أمر شراء محدد Buy limit order (أمر إيقاف الشراء **stop buy order**) وهو الأمر الذي يحدد ويضمن أن عملية الشراء يجب أن تتم فقط إذا كان السعر في السوق عند مستوى معين أو أقل منه.

أمر حد البيع Sell limit order (أمر إيقاف الخسارة *stop loss order*)، وهو الأمر الذي يحدد حدًا أدنى لسعر البيع بحيث لا تتم عملية التداول ما لم يتم الحصول على هذا السعر أو أعلى منه.

أمر الإيقاف Stop order: هو أمر يصبح أمر سوق في حال وصل السعر السوقي للورقة المحددة إلى حد معين، فهذا الأمر ينطوي على بيع الأسهم عند انخفاض سعرها إلى مستوى محدد، أو الشراء عند ارتفاع السعر إلى مستوى معين. تهدف أوامر الإيقاف إلى حماية أرباح المستثمرين في السوق، أو الحد من خسائرهم. حيث انهم يسعون إلى التأكد من أن سعر البيع لن يكون منخفضاً جداً، أو أن سعر الشراء ليس مرتفعاً للغاية.

مثال: وصل أمر سوق لشراء ورقة مالية إلى الوسيط، وقام هذا الأخير بالاطلاع على سجل الأوامر في السوق وتبين له وجود الأوامر التالية المتعلقة بالورقة المالية:

طلبات البيع		طلبات الشراء	
السعر	الكمية	السعر	الكمية
58	1000	49	2000
54	3000	48	500
52	1000	47	1000

بأي سعر سينفذ الطلب؟

البعد الآخر للأوامر هو طول الفترة الزمنية التي يبقى فيها الأمر سارياً

الأمر تنفيذ أو إلغاء (*Fill-or-kill*): إذ يجب إلغاء الأمر إذا لم يكن من الممكن تنفيذه على الفور.

الأمر المفتوح (*Open order*): وهو أمر يظل ساري المفعول حتى يتم إلغاؤه من قبل المستثمر. كما يمكن للمستثمر تحديد المدة التي يمكن أن يبقى فيها الأمر مفتوحاً مثل يوم أسبوع أو شهر.

1-4-5 المتاجرة بالهامش *Margin trading*

الأمر الطبيعي هو أن يقوم المستثمر بتوظيف أمواله في الأوراق المالية، إلا أن يمكن للمستثمرين الاقتراض النقدي لشراء الأوراق المالية واستخدام الأوراق المالية نفسها كضمان. تُسمى المعاملة التي يقترض فيها المستثمر لشراء الأسهم باستخدام الأسهم نفسها كضمان تداول الهامش أو الشراء بالهامش. فالتداول بالهامش هي عملية يقترض بموجبه المستثمر أموالاً أو أسهماً من وسيط لتمويل صفقاته، بحيث يتم توفير الأموال المقترضة لشراء الأسهم الإضافية من قبل الوسيط، الذي يقترضها بدوره من أحد البنوك أو يمولها من مصادره الخاصة. يسمى سعر الفائدة الذي يفرضه البنك على الوسيط مقابل الأموال التي اقترضها لهذا الغرض، سعر فائدة الوسيط أو فائدة الأموال تحت الطلب (*broker call rate*). يقوم الوسيط بدوره بتحميل المستثمر المقترض هذه الفائدة بالإضافة إلى رسوم الخدمة .

عملية المتاجرة بالهامش، عملية تتطلب تنظيمًا عاليًا ولها متطلباتها، لذلك تحدد لوائح الأسواق المالية متطلبات هذه العملية وشروطها، بحيث لا تسمح للوسطاء بإقراض أكثر من نسبة محددة من القيمة السوقية للأوراق المالية. على الرغم من أن المتاجرة بالهامش تساعد في تنشيط السوق فإن الهدف من تقييد عملية المتاجرة بالهامش هو الحد من عمليات المضاربة المفرطة وضمان استقرار أكبر في الأسواق.

تضمن متطلبات الهامش قواعد تضمن للمستثمرين إمكانية تغطية مراكزهم في حالة انخفاض قيمة استثماراتهم في الأسهم، وذلك بغية الحد من احتمال إفلاسه والتخلف عن سداد قرض الوسيط.

بداية، من أجل شراء الأسهم بالهامش، يجب على المستثمرين إنشاء حساب مع الوسيط، وهذا الحساب يسمى حساب الهامش (*margin account*). وأن يودع في هذا الحساب مبلغاً من النقود ويسمى هذا الإيداع الأولي بالهامش الأولي (*initial margin*). بمعنى أنه يتوجب على المستثمر الراغب بالمتاجرة بالهامش إجراء إيداع يسمى الإيداع الهامشي (*Margin deposit*) وهو عبارة عن مبلغ المال أو الأوراق المالية التي يجب إيداعها كضمان للمراكز التي يمكن أن يتخذها المستثمر مستقبلاً. وهذا الهامش قابل للاسترداد.

تحدد لوائح البورصة متطلبات الهامش الأولي، وهي نسبة من إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية والتي يجب على

المستثمر دفعها كحصة من قيمة الأسهم التي ينوي شراءها، ويتم دفع الباقي من قيمة هذه الأسهم من خلال الاقتراض من الوسيط. كما وأن لوائح السوق تحدد الحد الأدنى من هامش الصيانة (*maintenance margin*) وهو الحد الأدنى لنسبة حقوق الملكية في حساب هامش المستثمر إلى إجمالي القيمة السوقية لمحفظته، وذلك بهدف حماية حقوق الوسيط، حيث أن تتغير القيمة السوقية للأسهم. يؤدي إلى تغير نسبة الهامش الأولي نتيجة تغير قيمة المحفظة وثبات قيمة القرض، فالهدف من هامش الصيانة هو الحد من احتمالية التخلف عن السداد.

مثال

بفرض أن مستثمر ما اشترى 200 سهم بسعر 30 ل. س للسهم الواحد وبالتالي فإن القيمة الكلية للأسهم هي 6000 ل.س، وبفرض أنه سيمول العملية بهامش 50% وكان هامش الصيانة (*maintenance margin*) 30%.

إن شراء أسهم بـ 6000 ل.س بهامش 50%، يعني أن على المستثمر دفع مبلغ 3000 ل.س نقداً وأن يقترض 3000 ل.س من الوسيط. إضافة إلى ذلك، يجب على المستثمر الاحتفاظ بهامش 30%. بمعنى إذا انخفض سعر السهم ليصبح 21.43 ل.س، فإن القيمة السوقية للمحفظة تصبح 4286 ل.س (21.43 ل.س × 200 سهم). وكون هذه المحفظة ممولة بجزء منها بقرض يبلغ 3000 ل.س، تكون قيمة حقوق الملكية للمستثمر أو مساهمته في المحفظة تساوي 1286 ل.س (4286 ل.س - 3000 ل.س)، أو 30% من قيمة الحساب (1286 ل.س / 4286 ل.س = 30%). إذا انخفض سعر السهم إلى أقل من 43,21 ل.س، فيجب على المستثمر زيادة مساهمته وإيداع المزيد من النقود أو الأوراق المالية لرفع مستوى حقوق الملكية إلى 30%.

مثال:

بفرض أن المستثمر سعيد لديه 59500 ل.س يرغب في استثمارها ويفكر بشراء أسهم الشركة المتحدة بسعر 5,59 ل.س للسهم الواحد. بالمبلغ الذي يمتلكه يمكنه شراء 1000 سهم (بدون العمولات). لنفترض أن الوسيط الذي يتعامل معه المستثمر يمكنه أن يقرضه 59500 ل.س إضافية بحيث يمكن لسعيد شراء 1000 سهم إضافية. وبالتالي استثمار 119000 ل.س، وشراء 2000 سهم.

سيتم استخدام الـ 2000 سهم كضمان للقروض البالغ 59500 ل.س، وسيتعين على المستثمر سعيد دفع فائدة على المبلغ المقرض. من خلال اقتراض الأموال، ينشئ المستثمر رافعة مالية بنسبة 100%. على المستثمر سعيد، أن يدرك العواقب المرتبطة بتغيير سعر الأسهم السوقي، حيث أنه سوف يستفيد نتيجة ارتفاع سعر الأسهم ضعف الاستفادة في حال استثمار ماله الخاص فقط ولكنه سيتحمل خسائر بنفس النسبة في حال انخفاض سعر الأسهم في السوق (مقارنة بعدم اقتراض الأموال). بفرض أن سعر السهم ارتفع إلى 68.5 ل.س للسهم الواحد، وبغض النظر عن العمولات وتكلفة الاقتراض، فسوف يحقق المستثمر ربحاً قدره 9 ل.س بالسهم الواحد، أي 18000 ل.س بالنسبة لكامل الإسهام. لو لم يقترض المستثمر 59500 ل.س لشراء 1000 سهم إضافية، سيكون ربحه 9000 فقط. إذا انخفض سعر الشركة إلى 5.52 ل.س لكل سهم، فعند الاقتراض لشراء 1000 سهم إضافي، سيخسر المستثمر 7 ل.س لكل سهم على 2000 سهم بدلاً من 7 ل.س لكل سهم على 1000 سهم فقط.

يتأثر العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بنسبة الاستثمار التي تأتي من الأموال المقرضة. يتم تحديد العائد على الأسهم المشتريات بالهامش وفق المعادلة التالية:

$$R = \frac{(SP - INV - L + D)}{INV}$$

حيث:

SP هو سعر بيع الأوراق المالية في السوق

INV هو الاستثمار الأولي من قبل المستثمر لا يشمل الأموال المقرضة

L مدفوعات القروض على الأموال المقرضة بما في ذلك مدفوعات رأس المال والفوائد،

D توزيعات الأرباح على السهم.

بفرض أن مستثمر قرر شراء أسهم لشركة ما باستخدام المتاجرة بالهامش، وبفرض أن سعر السهم في السوق كان 60 يورو للسهم الواحد. بفرض أن الشركة توزع أرباحاً سنوية بمقدار 3 يورو لكل سهم. الوسيط الذي يتعامل معه المستثمر طلب من المستثمر تمويل 50% الاستثمار الكلي. أي أن المستثمر عليه أن يدفع 30 يورو نقدًا مقابل كل سهم وأن يقترض المبلغ المتبقي من الوسيط بفائدة 10% سنويًا. بفرض أنه بعد عام كان سعر السهم في السوق 90 يورو للسهم الواحد .

مما سبق يكون العائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمر يساوي:

$$R = \frac{(90 - 30 - 33 + 3)}{30} = 100\%$$

في حال انخفاض سعر السهم إلى 40 يورو وتم بيعه بهذا السعر، فسيكون العائد على مدار عام مساويًا لـ

$$R = \frac{(40 - 30 - 33 + 3)}{30} = -66.7\%$$

إذا انخفض حساب الهامش الخاص بالمستثمر عن الحد الأدنى لهامش الصيانة (والذي سيحدث إذا انخفض سعر السهم)، فإن المستثمر ملزم بإيداع نقود إضافية. يتلقى المستثمر نداء هامش من الوسيط يحدد الرصيد الإضافي المتوقع وضعه في حساب الهامش الخاص بالمستثمر. إذا فشل المستثمر في دفع نقود إضافية، فسيكون للوسيط سلطة بيع الأوراق المالية لحساب المستثمر. بسبب نداءات الهامش المحتملة، فإن الحجم الكبير من الإقراض بالهامش يعرض سوق الأسهم لأزمة محتملة. عندما يحدث هبوط كبير مفاجئ في السوق، يتم إرسال العديد من نداءات الهامش. قد يجبر هذا المستثمرين على بيع حصصهم، إذا لم يكن لديهم نقود كافية للتحويل من أجل الوصول إلى هامش الصيانة المطلوب. تمثل مثل هذه المبيعات ضغطاً إضافياً على أسعار الأسهم وتضخم التأثير السلبي في السوق.

5-4-2 البيع على المكشوف Short Selling :

عندما يتوقعون انخفاض سعر ورقة مالية، فإنه يلجأ إلى ما يسمى البيع على المكشوف، حيث يضع المستثمر أمراً لبيع الورقة المالية التي لا يملكها في تلك اللحظة، بمعنى أنه يقوم ببيع الورقة المالية على المكشوف (أو بيع الأسهم على المكشوف). في هذه الحالة يلجأ المستثمر إلى اقتراض الأوراق المالية من الوسيط أو من مستثمر آخر، ومن ثم يتم تسليم الأسهم المقترضة إلى المشتري لتنفيذ عملية البيع. على المستثمر، فيما بعد ولتغطية المركز القصير الذي اتخذه مسبقاً، أن يقوم بشراء الأوراق المالية وإعادته إلى الطرف الذي أقرضه إياها. بالنسبة للمستثمر الذي أقرض الأسهم لا يتأثر وضعه نتيجة إقراضها، حيث أن المستثمر الذي قام بالبيع على المكشوف واقترض الأوراق المالية، مُطالبٌ بدفع أية أرباح نقدية تم توزيعها على الأسهم التي اقترضها من الوسيط خلال فترة حيازته لها.

في حال تحققت توقعات المستثمر وانخفض سعر السهم فإنه سيقوم بشراء السهم من السوق بالسعر الجديد ويعيده للمقرض، وبالتالي فإنه سيحقق أرباح ناجمة عن بيعه للسهم بسعر أعلى من سعر شراءه. مع الإشارة إلى أن ربحه سيكون أقل، إذا كان عليه أن يدفع للمستثمر الذي اقترض منه السهم، أرباح أو تعويضاً عن فترة الاقتراض أو لو أن الشركة وزعت أرباح خلال هذه الفترة.

بالمقابل تمثل مخاطر البيع على المكشوف في أن سعر السهم قد يزيد بمرور الوقت، مما يجبر المتاجر على المكشوف، على دفع سعر أعلى من السعر الذي سبق وان باع به السهم في البداية.

هذا ويمكن استخدام البيع على المكشوف كأداة تحوط، من خلال اللجوء إلى عملية البيع على المكشوف لأوراق مالية يمتلكها، حيث يلجأ إلى بيع كمية مساوية للكمية التي يمتلكها على المكشوف بهدف التخلص من خطر انخفاض قيمة هذا السهم مستقبلاً، ويمكن أن يكون التحوط كلياً أو جزئياً.

ومن إيجابيات البيع على المكشوف رفع مستوى السيولة في السوق ذلك أن المقرض للأسهم يكون في العادة مستثمراً طويلاً الأجل لا يقوم بتدوير الأسهم، في حين أن عملية البيع المكشوف ينتج عنها عملياً بيع وشراء لاحق لهذه الأسهم المقترضة الراكدة من دون عملية البيع المكشوف.

تقدم السوق والمؤسسات المالية العديد من الدراسات والاحصائيات حول عمليات البيع على المكشوف، ويتم استخدام العديد من المؤشرات لقياس مركز البيع على الأسهم:

نسبة المراكز القصيرة: وهي نسبة عدد الأسهم التي يتم بيعها على المكشوف حالياً مقسومة على إجمالي عدد الأسهم في التداول. تظهر الإحصائيات أن هذا المقياس في أغلب الأحيان يكون بحدود 5،0-2%. وفي حال زيادة هذه النسبة عن 3% يعتبر ذلك مؤشراً على وجود عدداً كبيراً من المراكز القصيرة في السوق، مما قد يشير إلى أن عدداً كبيراً من المستثمرين يتوقعون انخفاض سعر السهم.

نسبة الفائدة القصيرة لأسهم معينة: وهو نسبة عدد الأسهم التي تم بيعها على المكشوف مقسوماً على متوسط حجم التداول اليومي لنفس السهم خلال الفترة الأخيرة. كلما ارتفعت النسبة، ارتفع مستوى البيع على المكشوف. تعكس النسبة 20 أو أكثر مستوى مرتفعاً بشكل غير عادي من عمليات البيع القصير أو على المكشوف، مما يشير إلى أن العديد من المستثمرين يعتقدون أن سعر السهم مبالغ فيه حالياً. بالنسبة لبعض الأسهم، قد تتجاوز هذه النسبة 100 في نقاط زمنية معينة.

نسبة الفائدة القصيرة للسوق. هي نظيرة النسبة السابقة ولكن على مستوى السوق ككل، وكلما ارتفعت النسبة، ارتفع مستوى نشاط البيع على المكشوف في السوق بشكل عام.

لوائح تداول الأسهم:

تهدف لوائح سوق الأوراق المالية إلى ضمان معاملة عادلة لجميع المستثمرين في السوق. ويتم تنظيم تداول الأسهم من قبل لجان سوق الأوراق المالية. من الطبيعي أن يكون تطوير الأسواق المالية ونجاح الإصدارات الجديدة للأوراق المالية مرتبطاً

ارتباطاً عضوياً بوجود أسواق أسهم ثانوية فعالة وعادلة.

يشير تحليل العوائد التاريخية للأسهم المدرجة في الأسواق المتطورة إلى أن متوسط العائد على الأسهم كان أعلى بنسبة 6% تقريباً من العائد على أذون الخزانة، الذي يعتبر معدل خالي من المخاطر والذي يبلغ في المتوسط إلى 1% فقط سنوياً. إن الفرق بين العائد على الأسهم والمعدل الخالي من المخاطر هو مقياس علاوة المخاطرة على الأسهم. إن مقدار علاوة المخاطرة هذه لا تبررها مخاطر السوق المالية، حتى لو افترضنا أن كل المستثمرين ينفرون بشكل مبالغ به من المخاطرة. فالدراسات أظهرت أنه يمكن تبرير 35،0% فقط من عوائد الأسهم على أنها علاوة مخاطر. يُطلق على مثل هذا المبالغة المستمرة في تسعير علاوة المخاطرة لغز علاوة رأس المال. وعليه يمكن تعريف لغز علاوة الأسهم على أنه المبالغة المستمرة في تسعير علاوة المخاطرة على الأسهم. إذا كان لغز علاوة الأسهم ناتجاً عن سوء تسعير الورقة المالية، فهذا يعني وجود فرصة للمراجعة. بمعنى أنه يمكن للمستثمر أن يكسب من خلال الاقتراض بسعر أذون الخزانة والاستثمار في الأسهم. قد تقلل القيود على الاقتراض وتكاليف المعاملات من ربح المراجعة هذا، دون أن تلغيه. إن الحرص على ضمان التداول العادل والأخلاقي في سوق الأوراق المالية يتطلب فرض قواعد ناظمة على سلوك الأفراد والمؤسسات الاستثمارية. لذلك تقوم البورصات بمراقبة جميع المعاملات في البورصات كما ويتم استخدام الأنظمة المحوسبة لاكتشاف عمليات التداول غير المعتاد أو الشاذة. إضافة إلى ذلك يتم التحقيق في أي سعر أو حجم تداول غير طبيعي لسهم معين أو ممارسات تداول غير عادية للمشاركين في السوق. هذا ويتم فرض لوائح إضافية حول إلزامية ممارسات حوكمة الشركات على الشركات المدرجة من خلال قوانين حوكمة الشركات. وتتطلب اللوائح الإفصاح عن البيانات المالية، مع ضرورة وجود أغلبية من الأعضاء المستقلين (وليس موظفي الشركات) في مجالس إدارتها. تهدف هذه المتطلبات إلى الحد من تضارب المصالح الحالي أو المحتمل بين الإدارة والأقلية بالإضافة إلى غالبية المساهمين، مع تركيز الإدارة على تعظيم قيمة الأسهم لمساهمي الشركة. كما يتم وضع قيود على حركة أسعار الأسهم في حالة هبوط السوق .

يمكن لإدارة السوق المالية أن تفرض قيود على التداول عندما تصل أسعار الأسهم أو مؤشرات الأسهم إلى مستوى عتبة معين. إن وضع مثل هذه القيود يكون ضرورة ملحة أثناء الأزمات في سوق الأسهم، على سبيل المثال بورصة نيويورك في

تشرين أول من عام 1987 فرضت هذه القيود وتلتها الأسواق الأخرى فيما بعد. عندما يغمر صناع السوق بأوامر البيع، لا يمكن لأسعار أن تعكس القيمة العادلة حيث أن قيمتها السوقية ستخفض بشكل كبير نتيجة العرض لزائد نتيجة الذعر بين المستثمرين الذين سيحاولون التخلص من الورقة المالية بأسرع وقت مما يزيد من عرضها مقابل احجامهم عن شرائها مما يؤدي إلى تقاوم انخفاض الأسعار. نتيجة لهذه التجربة، من أجل توفير الوقت للمشاركين في السوق لإعادة حساباتهم والحصول على معلومات اضافية وتحليلها، تلجأ الأسواق إلى وقف التداول مؤقتاً وعلى مراحل.

في بورصة نيويورك هناك ثلاثة مستويات من الحدود للتغيير اليومي لمؤشر متوسط داو جونز الصناعي نسبة إلى مستوى الإغلاق السابق: المستوى الأول هو - 10% ، والمستوى الثاني - 20% ، المستوى الثالث هو - 30%. عند الوصول إلى عتبة المستوى الأول، يكون هناك توقف قصير في التداول لمدة 30 أو 60 دقيقة. إذا تم الوصول إلى عتبة المستوى الثاني، يتم إيقاف التداول لفترة أطول قليلاً لمدة تتراوح من ساعة إلى ساعتين. أما إذا وصل التغيير إلى عتبة المستوى الثالث، فيتم وقف التداول ليوم واحد. هذا وتتبع معظم أسواق العالم هذا الأسلوب.

قد يتم فرض وقف التداول على أسهم معينة إذا اعتقدت البورصات أن المشاركين في السوق يحتاجون إلى مزيد من الوقت لتلقي واستيعاب المعلومات الواردة إلى السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر السهم. مثلاً، يتم فرض وقف التداول هذا على الأسهم المرتبطة بعمليات الاندماج والاستحواذ وتقارير الأرباح والدعاوى القضائية والأخبار المهمة الأخرى. الغرض من عملية الايقاف هو التأكد من أن السوق لديه معلومات كاملة قبل التداول. قد يستمر التوقف لبضع دقائق أو ساعات أو عدة أيام ويتم استئناف التداول بعد أن تكون هناك قناعة بأن السوق أصبح لديه معلومات كاملة.

أسئلة الفصل:

(1) أسئلة صح / خطأ True/False

خطأ	صح	السؤال
✓		1 يعد الإصدار الجديد للأسهم مصدراً مهماً للتمويل الداخلي للشركات
	✓	2 تؤدي الأسهم دوراً تمويلياً من خلال توليد الأرباح المحتجزة
✓		3 انخفاض اسعار الفائدة في السوق يعزز الطلب على إصدارات الأسهم الجديدة
✓		4 يحصل المساهمون العاديون على نسبة عائد ثابتة
	✓	5 يحصل حملة الأسهم الممتازة على نسبة عائد ثابتة
	✓	6 الأسهم الممتازة المراكمة للأرباح، وهي أسهم تحفظ لحاملها الحق في الحصول على أرباح السنة أو السنوات التي لم يتم توزيع أرباح عنها إلى سنوات لاحقة
✓		7 التاجر المسجل هو شخص يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحساب وكيله
	✓	8 المتخصصون هم صناع السوق المتخصصون بالتداول بورقة مالية محددة مدرجة في السوق المنظمة

أسئلة مقالية:

- (1) ناقش مفهوم المعلومات غير المتماثلة.
- (2) صف كيف تؤثر التفاعلات بين المشتريين والبائعين على القيمة السوقية للشركة.
- (3) لماذا تشارك الشركات في الاكتتابات الأولية؟
- (4) ما هو خطر إصدار الكثير من الأسهم في الاكتتاب العام؟
- (5) ما هو دور البنك الاستثماري الذي يخدم المكنتب في الاكتتاب العام؟
- (6) ما هي العوامل التي تؤثر على سعر العرض في الاكتتاب العام؟
- (7) لماذا تقوم الشركة بعمل عرض ترويجي قبل طرحها للاكتتاب العام؟
- (8) اشرح سبب ارتفاع سعر سهم الشركة عندما تعلن أنها تعيد شراء أسهمها.
- (9) اشرح الفرق بين أمر السوق والأمر المحدد.
- (10) كيف يمكن أن تؤثر متطلبات الهامش على العائد المحتمل والمخاطر الناتجة عن الاستثمار في الأسهم؟
- (11) ما هو هامش الصيانة؟
- (12) كيف سيتأثر عائد الأسهم باستثمار أولي أقل ومبلغ قرض أعلى؟
- (13) اشرح العلاقة بين نسبة الأموال اقترضت والعائد.
- (14) صف عملية البيع على المكشوف.
- (15) ما هو برنامج التداول؟

- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova, and C. Monnet (2008), Measuring European Financial Integration, in: X. Freixas, P. Hartmann, and C. Mayer (eds.), Handbook of European Financial Markets and Institutions, Oxford University Press, Oxford, p.165–194.
- European Central Bank (2006), Equity Issuance in the Euro Area, Monthly Bulletin, May, p.89–99.
- Fama, Eugene F. (1965), “Random Walks in Stock Market Prices,” Financial Analysts Journal, No. 21 (5), p.55–59.
- Fama, Eugene F (1990), “Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity,” Journal of Finance, No. 45 (4), p.1089–108.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” Journal of Finance, No. 47 (2), p.427–65.
- Foucault, T. and A. J. Menkveld (2008), Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems, Journal of Finance, No. 63, p.119–158.
- Kazarian, E. G. (2006), Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues, IMF Working Paper 06/241.
- Levy H. (1978). Equilibrium in imperfect market. A constraint on the number of securities. American Economic Review, No. 68, September, p. 643-658.
- LSE, NYSE, OMX, Nasdaq, Euronext . . . Why Stock Exchanges Are Scrambling to Consolidate, (2006), Knowledge@Wharton, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” Journal of Financial Economics, No. 20, p.293–315.
- Myers and Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have, Journal of Financial Economics, No. 13, 187–221.
- Schich S., Wehinger G. (2003). Prospects for Stock exchanges// Financial market Trends, No. 85, OECD.
- Shiller (2003). From Efficient Markets to Behavioral Finance, Journal of Economic Perspectives, No. 17, p.83–104.
- Serifsoy, B. and M. Weiß (2007), Settling for Efficiency – A Framework for the European Securities.

الفصل السادس: كفاءة الأسواق المالية وتقييم الأسهم

عنوان الموضوع: كفاءة الأسواق المالية وتقييم الأسهم، Financial Market Efficiency and Stock Valuation

كلمات مفتاحية: مؤشرات سوق الأسهم *Stock market indexes*، حجم السوق *Market size*، سيولة السوق *Market liquidity*، عمق السوق *Depth of the market*، اتساع السوق *Breadth of that market*، كفاءة الاسواق المالية *Stock market efficiency*

ملخص الفصل:

في هذا الفصل نتناول مفهوم كفاءة الأسواق المالية من حيث المفهوم والأنواع والمستويات، وكفاءة السوق هي إحدى أهم الخصائص التي يجب أن يتمتع بها السوق للقيام بوظائفه بشكل أمثل. كما يتناول الفصل أسلوب التحليل الأساسي للتعقب بسعر السهم وخطوات التحليل وكذلك أهم نماذج تقييم الأسهم.

المخرجات والأهداف التعليمية:

1. فهم خصائص سوق الأسهم وأهم مميزاته
2. فهم مؤشرات السوق ومدلولاتها
3. التعرف على كفاءة السوق وأنواعها ومستوياتها.
4. معرفة المفاهيم الأساسية للتحليل الأساسي وخطواته.
5. التعرف على نماذج تقييم الأوراق المالية الأساسية.

مخطط الفصل:

1-6 خصائص سوق الأسهم *Equity market characteristics*

1-1-6 المؤشرات الخاصة بالأسهم *Stock indexes*

2-1-6 مؤشرات سوق الأسهم *Stock market indexes*

2-6 كفاءة الاسواق المالية *Stock market efficiency*

1-2-6 مفهوم كفاءة الأسواق المالية *The concept of financial market efficiency*

2-2-6 خصائص كفاءة الاسواق المالية *Characteristics of markets efficiency*

3-2-6 أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية *Types of market's efficiency*

4-2-6 مستويات الكفاءة *Levels of Financial Market Efficiency*

5-2-6 نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية *Information System and Stock Markets*

6-2-6 كيفية التحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية *How to achieve efficiency in the stock market*

7-2-6 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية *Requirements for the efficiency of the stock market*

3-6 تقييم الأسهم *Stock valuation*

1-3-6 التحليل الأساسي *Fundamental analysis*

2-3-6 أدوات تحليل ظروف الصناعة *Industry analysis tools*

3-3-6 نماذج تقييم الأسهم العادية *Common Equity Valuation Models*

1-6 خصائص سوق الأسهم Equity market characteristics

تتميز كل سوق مالي عن الأسواق الأخرى بمجموعة من الخصائص مثل مؤشر خاص بها أو مؤشر خاص بالأسهم وغيرها وفيما يلي سنتطرق لأهم هذه الخصائص.

1-1-6 المؤشرات الخاصة بالأسهم:

يرتبط تداول الأسهم في السوق الثانوية بتغيرات أسعار الأسهم. ويراقب المستثمرون عروض الأسعار الأسهم المتوفرة في المواقع المتخصصة كموقع السوق ومواقع شركات التداول. على الرغم من اختلاف التنسيق، إلا أن معظم المواقع توفر معلومات متماثلة، حيث توفر البورصات المعلومات التالية:

القيمة السوقية للسهم (*stock price quotations*)، وكذلك القيمة السوقية للشركة المصدرة (*market capitalization*) والتي يمكن حسابها بضرب عدد الأسهم المصدرة بسعر السهم السوقي.

عائد السهم (*Earnings per share*) هو صافي أرباح المساهمين العاديين مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة.

حجم الأسهم المتداولة (*volume*) في اليوم السابق

سعر الإغلاق (*closing price*) أو عروض أسعار الأسهم بأخر سعر أو في الجلسة السابقة

توزيعات الأرباح السنوية (*dividend*) وهي حصة السهم الواحد من الأرباح الصافية للمساهمين العاديين.

نسبة السعر إلى العائد (*price/earnings ratio*) هي معكوس عائد السهم ولكنها لا تعد من نسبة مئوية وتسمى أيضاً مضاعف الأرباح .

إذا كانت نسبة السعر إلى العائد (*P/E*) مرتفعة بالنسبة لشركة ما، فقد يدل ذلك إلى أن السوق يببالغ في تسعير سهم هذه الشركة لسبب ما، لسبب غير الأرباح الحالية. وتدل الدراسات إلى أن تقدير الأرباح المستقبلية من المرجح أن تنمو بسرعة أكبر من المعتاد وأن السعر ارتفع نتيجة لذلك. بنفس المنطق يمكن الحكم على أسهم شركة أخرى في نفس القطاع بأنها "رخيصة" إذا كانت نسبة السعر إلى الربحية منخفضة، ودون مبرر.

6-1-2 مؤشرات سوق الأسهم Stock market indexes

مؤشرات سوق الأوراق المالية هي مقاييس لأداء محافظ الأوراق المالية، وهذه المحافظ يتم تشكيلها لتمثيل سوق الأوراق المالية ككل أو جزء معين من السوق كمؤشرات فرعية. تشمل المؤشرات المعروفة مؤشر داو جونز الصناعي وستاندرد آند بورز 500 في الولايات المتحدة. مؤشر *FTSE 100* في المملكة المتحدة؛ مؤشر *Nikkei 225* في اليابان. مؤشر *DAX* في ألمانيا؛ *CAC 40* في فرنسا.

تمتلك أسواق الأوراق المالية مؤشراً واحداً على الأقل، وفي البلدان التي لديها أسواق أسهم متطورة جداً (خاصة الولايات المتحدة) لكل سوق العديد من المؤشرات. هذا ويمكن تصنيف المؤشرات من خلال:

عدد الأسهم المدرجة؛

طريقة ترجيح أسعار الأسهم؛

طريقة حساب المتوسط.

من حيث عدد الأسهم يمكن أن يختلف عدد الأسهم المكونة للمؤشر من عدد صغير إلى مجموعة واسعة من جميع الأسهم المتداولة في السوق وقد يضم المؤشر جميع الأسهم المدرجة. تتميز المؤشرات التي تعتمد على عدد صغير من الأسهم بسهولة الحساب؛ لكنهم تعاني من ضعف تمثيل سوق الأوراق المالية ككل .

من حيث ترجيح أسعار الأسهم؛ فهناك طرق عدة للترجيح، فقد يؤخذ سعر السهم في حساب المؤشر دون ترجيح كما في حالة مؤشر فايننشال تايمز للأسهم العادية، وقد يكون الترجيح بالقيمة كما هو الحال على سبيل المثال في مؤشر فايننشال تايمز للأسواق المالية (*Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100*)، وأخيراً قد يكون المؤشر مرجح بالسعر مثل مؤشر داو-جونز للصناعة (*Dow Jones Industrial*)

في حالة المؤشرات غير المرجحة، فإن جميع الأسهم لها نفس الوزن في المؤشر وبالتالي لها تأثير متساو بغض النظر عن أحجام الشركات المصدرة لها، بحيث يتم حساب متوسط العوائد اليومية الناجمة عن تغير سعر السهم كل يوم وفي

هذه الحالة يعبر المؤشر عن متوسط تغير أسعار الأسهم في يوم واحد. التغيرات في أسعار الأسهم التي تبدأ من تاريخ تأسيس واحتساب قيمة المؤشر هي التي تؤثر في حركته التي تعبر عن متوسط حركة الأسهم. في مثل هذه المؤشرات يتم الحساب على مرحلتين الأولى حساب متوسط تغير أسعار الأسهم في يوم واحد؛ والثانية، تجميع ومراكمة وتعديل المعدلات اليومية يوم بعد يوم.

مثال:

بفرض أن متوسط أسعار الأسهم ارتفع بنسبة 10% في اليوم الأول وفي اليوم الثاني ارتفع بنسبة 20%. ينتج عن هذا ارتفاع بنسبة 32% خلال اليومين: $1.32 = 1.2 \times 1.1$. وبالتالي فإن المؤشر غير المرجح يساوي 1.32.

استخدامات المؤشرات:

للمؤشرات عدة استخدامات منها:

أ. قياس ومراقبة تحركات السوق.

توفير وسيلة للتحقق من التغيرات في الثروة الإجمالية وقياسها بمرور الوقت .

تعد المؤشرات إحدى مؤشرات النشاط الاقتصادي، وعلى وجه الخصوص، لحركة ونشاط الأسواق المالية، التي يمكنها أن توفر مؤشرات على التغيرات المستقبلية المحتملة في مستوى النشاط في الاقتصاد ككل.

أنها توفر وسيلة لتقييم أداء مديري الصناديق من خلال توفير معايير يمكن مقارنة أداء مديري بها.

استخدامها من قبل نماذج سوق رأس المال، ولا سيما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (لمعدلات الخصم للمشاريع الرأسمالية، وتقدير معدلات العائد المطلوبة على الأسهم) .

تعتبر المؤشرات المرجحة بالقيمة والمتوسط الحسابي من المؤشرات الرئيسية. ولقياس قيمة سوق الأوراق المالية، يجب أن يعكس المؤشر بدقة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكونة له والتي يفترض أن تعبر بشكل أمثل عن السوق ككل.

مثال:

لنفترض أن مؤشر ما مكون من ثلاثة أسهم فقط والجدول التالي يبين أسعارها وعدد كل منها

السهم	السعر	العدد	القيمة	الاجمالية	السعر	القيمة	الاجمالية	الجديدة
		(مليون)	(مليون)		الجديد	(مليون)		
أ	50	10	500		57.5	575		
ب	100	10	1000		100	1000		
ج	200	5	1000		200	1000		
المجموع	350		2500		357.5	2575		

بفرض أن المؤشر قبل التغير كان 100 نقطة. الآن لو افترضنا أن سعر السهم (أ) ارتفع بنسبة 15% خلال اليوم بينما لم يطرأ أي تغير على أسعار السهمين الآخرين.

نتيجة لهذا التغير فإن قيم المؤشر سوف تتغير.

في حال كان المؤشر غير مرجح يتم جمع نسبة التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم وقسمتها على عدد الأسهم. أي $15\% = 3\% = 5\%$. من ثم نعكس هذا التغير على قيمة المؤشر فيصبح $100 \times (1+5\%) = 105$ نقطة.

الآن بفرض أن السهم ج هو الذي ارتفع سعره بمعدل 15% مع بقاء أسعار لسهمين (أ) و (ب) على حالهما، تبقى النتيجة ذاتها أي أن المؤشر سيصبح 105 أيضاً.

من المثال السابق نلاحظ ان قسمة السهم وعدد الأسهم المدرجة وبالتالي قيمة الشركة محيدة تماماً عند حساب المؤشر غير المرجح، الأمر الذي يعني أن المؤشر قد لا يعكس حقيقة التغير في السوق. لذلك تلجأ معظم الأسواق إلى حساب مؤشرتها عن طريق ترجيح التغيرات إما بالأسعار أو بالقيمة السوقية للشركات.

من المثال السابق، لو كان المؤشر مرجح بالأسعار، نلاحظ أن قيمة الأسهم مجتمعة في البداية كان 350 وبعد ارتفاع سعر السهم الأول تصبح 357.5 (200+100+57.5) وعليه فإن نسبة التغير الكلي في لمؤشر ستكون $350/357.5 = 1.021$.

وبالتالي تصبح قيمة المؤشر $102.1 = 1.021 \times 100$ نقطة

أما في حال كان المؤشر مرجح بقيمة الشركة، نلاحظ أن قيمة الشركات الثلاث الكلية هي 2500 مليون قبل التغير في سعر سهم الشركة (أ) وتصبح بعد التغير 2575 مليون وعليه فإن نسبة التغير تكون $(2500/2575) 1.03$ وعليه تصبح قيمة المؤشر 103 نقط.

ب. مؤشر سوق الأسهم *Stock market indicators*

إضافة على المؤشر العام للسوق، هناك مجموعة من المؤشرات التي تهدف إلى تسهيل عملية المقارنة ما بين الأسواق، فيما يلي نبين أهم هذه المؤشرات.

حجم السوق *Market size*:

هو مقياس يعبر عن حجم السوق ويسمى أيضاً رسملة السوق (*market capitalization*) وهو يعطي مؤشر عن حجم السوق وأهميته بالنسبة لباقي الأسواق المحلية والدولية. وكلما زاد حجم السوق كلما زادت أهميته وقدرته على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والخارجية. حيث يمكن للأسواق الكبيرة أن تكون نقطة جذب للمستثمرين الأجانب الذي يعدلون من استراتيجياتهم الاستثمارية للاستفادة من التنوع الدولي.

سيولة السوق *Market liquidity*

مؤشر يعبر عن قدرة المستثمرين على تسييل استثماراتهم بسرعة، الأمر الذي يساهم في تعزيز قدرتهم على الاستفادة من

فرص المراجعة عند ظهورها. كما أن نقص سيولة السوق يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة المعاملات على المستثمرين، وبالنسبة للمستثمرين الذين يعتمدون على مؤشرات دولية للمقارنة، فإنهم سيبعدون عن الاستثمار في الأسواق ذات السيولة المنخفضة نتيجة لذلك. هذا وتقاس درجة سيولة الأسواق المالية بمقياسين هما، حجم المبادلات (*transaction volume*)، ومعدل الدوران (*turnover ratio*).

بالنسبة لحجم المبادلات أو التداول فهو تعبير عن حجم العمليات التي يتم تنفيذها خلال مدة محددة، كجلسة تداول، أو يوم أو أسبوع وهكذا. أما بالنسبة لمعدل الدوران فهو معدل يقيس نسبة إجمالي عمليات التداول السنوية إلى حجم السوق.

تقلبات الأسعار *Price volatility*

هو مقياس هام جداً بالنسبة للأسواق الثانوية، وقد يكون كذلك أيضاً بالنسبة للسوق الأولي. التقلبات المرتفعة تعني أن مشتري الورقة المالية في السوق الأولي سيكونون عرضة لمخاطر مرتفعة للخسائر نتيجة لاضطرارهم على بيع هذه الأوراق المالية في السوق الثانوية بأسعار منخفضة، الأمر الذي يحد من رغبة المستثمرين على شراء الأوراق المالية الجديدة، ما سينعكس سلباً على نجاح عمليات الإصدار.

هناك عاملان أساسيان يؤثران في تقلبات الأسعار في السوق الثانوية وهما:

عمق السوق *Depth of the market*

يقوم هذا المقياس على درجة استجابة المستثمرين لأي تغير في سعر الورقة المالية، من حيث سعيهم إلى تداول الورقة المالية عند تغير السعر، كأن تحدث زيادة في أوامر البيع عند حدوث أي ارتفاع في سعر الورقة المالية، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من هذا الارتفاع ليبقى في حدوده الدنيا المقبولة. بالمقابل تحدث زيادة واضحة وفورية في طلبات الشراء عند انخفاض سعر الورقة المالية ليبقى هذا الانخفاض في حدوده الدنيا.

مما سبق يمكن القول أن السوق يكون عميق، عندما تتولد طلبات وأوامر تؤدي إلى الحد من تقلبات أسعار الأوراق المالية. وبالتالي فإن السوق المالية العميقة تكون سوق قليلة التقلبات.

اتساع السوق *Breadth of that market*

يعكس مفهوم اتساع السوق عدد وتنوع المتعاملين بالسوق، عندما يكون هناك عدد كبير من المتعاملين في السوق وبتجاهات متفاوتة وتوقعات متباينة، لن يكون هناك تباين وتغير كبير في أسعار الأسهم، مقارنة في حال كان عدد المستثمرون قليل، أو كانت توقعاتهم متماثلة ولديهم نفس الرؤية والتوقعات تجاه مستقبل حركة السوق وبالتالي تكون أوامرهم متماثلة لبيع أو شراء الورقة الأمر الذي يعزز من الاتجاه السعر. السوق الواسع هو سوق كبير غير متجانس يتميز باستقرار الأسعار النسبي

التركيز (*Concentration*)

يُطلق عليها أيضاً درجة التركيز ويمكن قياسها استناداً إلى القيمة السوقية لسهم أو لقطاع صناعة أو لسوق معينة، وكذلك لمجموعات اسواق في منطقة ما. هذا مقياس مهم للمستثمرين المهتمين بمعرفة ما إذا كان السوق يتكون من عدد كبير من الشركات المتنوعة، أو يركز على عدد قليل من الشركات. يتردد المستثمرون في الاستثمار في الشركات الصغيرة، خوفاً من أنها توفر سيولة ضعيفة. إلى جانب ذلك، يسهل على المستثمرين تتبع أداء مؤشر السوق (بناءً على أوزان القيمة السوقية)، إذا هيمنت عليه بعض الإصدارات الكبيرة. حيث يوفر السوق الذي يهيمن عليه عدد قليل من الشركات الكبيرة فرصاً أقل لتتبع المخاطر واستراتيجيات المحافظ النشطة.

تكاليف تنفيذ المعاملات *Transaction execution costs*

تحتل تكاليف المعاملات حيزاً هاماً عند تنفيذ استراتيجية الاستثمار. حيث إن قياس تكاليف التداول يواجه صعوبات متعددة لتعدد أنواع التكاليف، بشكل عام تتكون تكاليف المعاملات والتداول من التكاليف الصريحة والتكاليف الضمنية. بالنسبة لتكاليف التداول الصريحة هي التكاليف المباشرة للتداول، مثل عمولات الوسيط والرسوم والضرائب، والتكلفة الصريحة الرئيسية هي رسوم العمولة، وهي الرسوم التي يتم دفعها للوسيط لتنفيذ الأمر. وهذه التكاليف قابلة للتفاوض بالكامل وتختلف

بشكل منهجي حسب نوع الوسيط وآلية سوق الأوراق المالية. قد يتم تحديد رسوم العمولة، اعتماداً على سعر السهم وعدد الأسهم المشمولة بالأمر. وبالإضافة إلى العمولات، تشمل التكاليف الصريحة الأخرى رسوم الحفظ، وهي الرسوم التي تتقاضاها مؤسسة تحتفظ بأوراق مالية في خزينتها لصالح المستثمر، ورسوم التحويل، التي تتكون من الرسوم المرتبطة بنقل أصل من مالك إلى آخر.

تمثل تكاليف المعاملات غير المباشرة أو الضمنية، تكاليف الفرصة البديلة للفشل في التنفيذ الأمر في الوقت المناسب أو عدم تنفيذه بالمطلق. وفي حين ترتبط التكاليف المباشرة برسوم محددة قابلة للحساب مسبقاً، فإن الأمر يختلف عندما يتعلق الأمر بالتكاليف الضمنية. تشمل تكاليف التداول الضمنية، تكاليف تأثير المعاملات (*impact costs*)، وتكاليف التوقيت (*timing costs*) وتكاليف الفرصة البديلة (*opportunity costs*)، وفيما يلي شرح مبسط لهذه التكاليف غير المباشرة.

ترتبط تكلفة تأثير المعاملة بالتغير في سعر الورقة المالية في السوق نتيجة الخلل بين العرض والطلب والذي قد تسببه المعاملات وخصوصاً الكبيرة منها. حيث أن الصفقات الكبيرة؛ وخصوصاً تلك التي تتجاوز عدد الأسهم التي يرغب صانع السوق في تداولها بأسعار العرض والطلب المعروضة، قد تحرك الأسعار في اتجاه معين. بمعنى أن الصفقات الكبيرة قد تزيد من سعر أوامر الشراء وتخفيض سعر أوامر البيع. يمكن وصف هذا الأثر على أنه التغير في السعر الناجم عن المعاملات ويعبر عنه بالانحراف في سعر المعاملة عن السعر الذي كان سيسود إذا لم تحدث المبادلات.

بالنسبة لتكلفة توقيت الصفقة، فإنها تقاس بتغير السعر بين الوقت الذي أصدر فيه المستثمر أمر التداول على الورقة المالية، والوقت الذي نفذت فيه الصفقة.

فيما يتعلق بتكلفة الفرصة البديلة فهي "تكلفة" الأوراق المالية التي لم تنفذ أوامر تداولها كلياً أو جزئياً. هذه التكاليف هي النتيجة الطبيعية للتأخر في تنفيذ أوامر التداول. على سبيل المثال، إذا تحرك السعر كثيراً قبل إتمام الصفقة، فلن يقوم مدير الاستثمار بالتداول. من الناحية العملية، يتم قياس هذه التكلفة على الأسهم غير المتداولة بناءً على الفرق بين سعر السوق في وقت اتخاذ القرار وسعر الإغلاق بعد 30 يوماً.

رسوم العمولة والتكاليف الأخرى المباشرة محسوبة وواضحة؛ مقابل ذلك، فإن تكاليف الفرصة البديلة وتكاليف التوقيت هي

تكاليف غير محسوبة وغير مرئية. يمكن أن تنشأ تكاليف الفرصة لسببين. أولاً، إذا تم تنفيذ بعض الأوامر بشكل متأخر، وتحرك السعر ضد مصلحة المستثمر خلال وقت التأخير. وثانياً، تحمل بعض الأوامر تكلفة الفرصة البديلة لأنها تُنفذ جزئياً فقط أو لم يتم تنفيذها على الإطلاق.

لتخفيض التكاليف يمكن للمستثمرين اللجوء إلى عدة طرق منها أن يحاول الوكيل تنفيذ الأمر بمقاطعته مع أمر معاكس لعمل داخلي، أو يرسل الأمر لوكيل آخر لتنفيذ أمر مقابل بتكاليف منخفضة، أو يتفاوض مدير الاستثمار على رسوم عمولة تنافسية ويختار وسيطاً على أساس قدرته على تقليل إجمالي تكاليف التنفيذ. وأخيراً يمكن استخدام العقود الآجلة، في حال كان هناك تكلفة فرصة مرتبطة بالتأخير في تنفيذ الصفقة، حيث يمكن لمدير الاستثمار استخدام العقود الآجلة للتحكم وتثبيت الأسعار أثناء تنفيذ الصفقة.

6-2 كفاءة الأسواق المالية Stock market efficiency:

لا يحب المستثمرون المخاطرة ويجب تعويضهم عن تحمل المخاطر، فكلما زادت المخاطر، زاد التعويض الذي يطلبه المستثمرون سؤال مهم حول الأسواق المالية، والذي يؤثر في الاستراتيجيات المختلفة التي يمكن للمستثمرين اتباعها، هذا السؤال هو: هل يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد على الأصول المالية يتجاوز ذلك الضروري لتعويضهم عن المخاطر؟ يشير الاقتصاديون إلى هذا التعويض الزائد في أسواق الأسهم كعائد غير طبيعي. إذا تم تحديد استراتيجية يمكنها أن تولد عوائد غير طبيعية، فإن السمات التي تؤدي إلى تنفيذ مثل هذه الاستراتيجية يشار إليها على أنها شذوذ في السوق. يشار إلى هذه المشكلة المتعلقة بمدى كفاءة السوق المالية في تسعير الأصول المتداولة في تلك الأسواق، باسم كفاءة السوق. يُعرّف السوق الذي يتسم بالكفاءة المعلوماتية بأنه سوق مالي تعكس فيه أسعار الأصول جميع المعلومات العامة المتاحة بسرعة. فسرورقة المالية يتحدد بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق، وحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت وبشكل مستمر، فإنها تؤدي إلى تغير الأسعار وكلما كانت السوق أكثر كفاءة كلما أدى ذلك إلى تخفيض فرصة تحقيق أرباح استثنائية.

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الاسواق المالية وعلاقتها بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً خاطئاً، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية.

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتحرك أسعار الأسهم تبعاً لطبيعة المعلومة فإذا كانت مؤقتة ترتفع الأسعار والعكس بالعكس، يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت قوائم مالية أو إفصاحات، أو معلومات تنشر على وسائل الاعلام، وكذلك تاريخ حركة السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن العوائد المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً، وإن السوق الكفاء هو السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة الى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم.

1-2-6 مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد، حيث عرف *Delkaoui* " السوق الكفاء بأنه السوق الذي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها". أما *Eugene Fama* فعرف السوق الكفاءة بأنه " السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة

السوقية لأوراقها المالية".

وعليه يمكن تعريف السوق الكفاء على أنه ذاك السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين المستقبلية بشأن الأرباح و المخاطر المرافقة لها، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها سوف تكون متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وغير مبالغة فيها.

وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم ، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها، وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.

وانطلاقاً مما سبق يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب :

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.

- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة الى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

وعليه حتى يمكن القول بأن السوق المالي يؤدي دوره يجب أن يتصف هذا السوق بالكفاءة بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وبحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي.

وخلاصة القول أنه لا يكون السوق كفوء إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم الى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي الى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة ، ويتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فعلى سبيل المثال تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق في أي وقت كل المعلومات عن هذه الأوراق، وهذا يجعل السوق الكفاء سوقاً عادلاً، فالأسعار تعكس الصيغة الحقيقية للأوراق المالية، وبذلك يستطيع المستثمر العادي معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة، بما يجعله تلقائياً يتجه نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة، وهذا يؤدي في النهاية الى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.

2-2-6 خصائص كفاءة الاسواق المالية:

إن كفاءة السوق تقتضي أن تكون جميع المعلومات المتاحة معكوسة بالفعل في سعر الورقة المالية، لذلك يجب على المستثمرين أن يتوقعوا الحصول على العائد الضروري لتعويضهم عن تكلفة الفرصة البديلة والتضخم المتوقع والمخاطر. الأمر الذي يعني عدم وجود امكانية لتحقيق عوائد غير عادية.

على المستثمر أن يقوم بتقييم أثر كل معلومة جديدة وتحويلها إلى تدفق نقدي، الأمر الذي سينعكس في السعر، وبشكل

مباشر. في الواقع العملي تكون ردود أفعال المستثمرين إما مبالغ فيها أو مخففة عن المستوى الذي يجب أن تكون عليه. ولكن هذا لا يعني أن السوق غير كفاء، إلا إذا كانت الظاهرة تدل على انحراف دائم في السوق، حيث يتمكن المستثمرون من تحقيق عوائد عالية جداً.

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أية قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- مرتفعاً في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً يفوق ما يحققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة مستثمر فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للجهة المصدرة للورقة المالية لحساب القيمة الحقيقية لها.

6-2-3 أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، وعلى بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة
- رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة زمنية مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب) المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

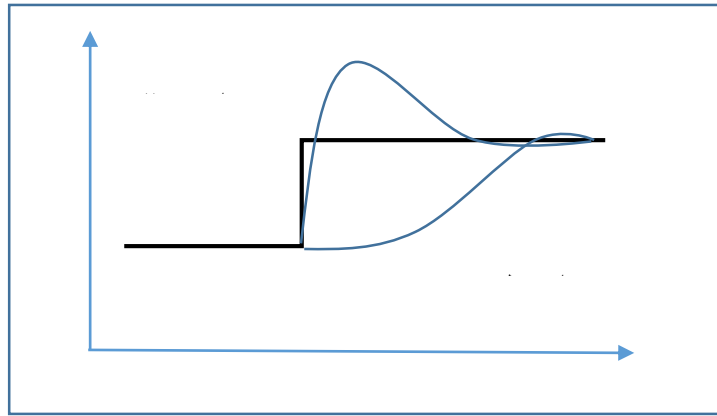
الشكل التالي يوضح ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية. حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق:

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

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن

القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لا يمكن يحقق للمستثمرين أرباح فيتصف السوق في مثل هذه السعر الحقيقي فقد يستغرق تعديل السعر مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق. أما في حال الاستجابة المبالغ بها فبمقدورها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم بتعديل ذلك تدريجياً.

الشكل 6-1: الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة



6-2-4 مستويات الكفاءة

ينتج عن الاختلاف في قدرة وسرعة استجابة الأسواق المالية على استيعاب المعلومات المتاحة وانعكاسها في القيمة السوقية للأوراق المالية، تباين في درجة كفاءة الأسواق. وبحسب فاما (1970)، هناك ثلاثة مستويات من الكفاءة هي :

أولاً: مستوى الكفاءة الضعيف

عندما تكون كفاءة السوق ضعيفة فإن أسعار الأصول الحالية تعكس جميع الأسعار السابقة وتحركاتها التاريخية، أي جميع المعلومات المتعلقة بتاريخ التداولات على الورقة المالية. بعبارة أخرى، يلجأ المستثمرون إلى المعلومات التاريخية حول حركة أسعار الورقة المالية بغية تحديد سعر اليوم وحركته المستقبلية. وبالتالي لا يمكن للمستثمر استخدام نفس المعلومات للتنبؤ

بسعر الغد مع الاستمرار في تحقيق ربح غير طبيعي. تشير الدراسات العملية إلى أن معظم أسواق الأسهم العالمية هي أسواق ضعيفة الكفاءة، بمعنى آخر، ليس هناك امكانية للتفوق على السوق من خلال استخدام المعلومات التاريخية عن حركة أسعار الأسهم. ضمن الاسواق المالية التي تعكس قيم الأصول فيه كافة المعلومات التاريخية المتاحة أو المتوفرة عن تلك الأصول، لا يمكن استغلال المعلومات التاريخية عن الأصول من أجل تحقيق عوائد إضافية، حيث أن التحليل الفني الذي يعتمد على استخدام البيانات التاريخية يعد دون جدوى في التنبؤ بأسعار الأصول في المستقبل.

يُطلق على هذه الرؤية القائلة بأن تغيرات الأسعار لا يمكن التنبؤ بها فرضية السير العشوائي. وفقًا لذلك، يتم التنبؤ بتغيرات الأسعار من خلال دراسة التوزيع الاحتمالي لمتوسط الأسعار أو العوائد والذي من المفترض ألا يتغير بمرور الوقت. ومع افتراض ثبات التوزيع الاحتمالي للعوائد يعني أن السوق تتمتع بكفاءة من المستوى الضعيف. ويستمر الشكل الضعيف من الكفاءة، على الرغم من أن توزيع الأسعار يتغير بمرور الوقت.

ثانيًا: السوق متوسط الكفاءة

يشير المستوى المتوسط للكفاءة أو الشكل شبه القوي لكفاءة السوق إلى أن أسعار الأسهم الحالية تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور. الفرق بين المعلومات العامة والمعلومات المتعلقة بالسوق هو أن المعلومات العامة تشمل أيضًا الإعلانات والأخبار عن الأحداث المتعلقة بالشركة وكذلك الأحداث الاقتصادية والسياسية. وبالتالي، إذا استخدم المستثمرون استراتيجيات استثمار قائمة على استخدام المعلومات المتاحة للجمهور، فإنهم لن يتمكنوا من تحقيق أرباح غير عادية. وهذا لا يعني أن الأسعار تتغير على الفور لتعكس المعلومات الجديدة، بل يعني أن المعلومات يتم احتسابها بسرعة في أسعار الأسهم. وكون الاسواق المالية التي تعكس أسعار الأوراق والأصول المالية فيها كافة المعلومات والمتوفرة سواء المعلومات في النطاق العام أو المعلومات التاريخية، وقد تتضمن المعلومات التي تتضمنها قوائم الدخل أو قوائم المركز المالي، والتي يتم نشرها بصفة مستمرة وفقًا لقواعد الإفصاح المالي. كما أن سعر الأصول هنا في هذه الاسواق المالية تقوم بعكس كافة المعلومات التاريخية والحالية عن الأصول، حيث أن التحليل الأساسي الذي يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات يصبح غير مجدي في تحقيق عوائد إضافية. إلا أن اختبار الكفاءة المتوسطة أو شبه الكاملة يطرح مشكلتين خطيرتين.

أولاً: يجب اختيار نموذج لمحددات أسعار الأسهم.

ثانياً: يجب أن تميز اختبارات النموذج بين المعلومات المتوقعة وغير المتوقعة. يجب إدراج المعلومات المتوقعة بالكامل بالفعل في أسعار الأوراق المالية. فقط المعلومات أو المفاجآت غير المتوقعة لها تأثير على أسعار الأسهم. تدعم الأدلة العملية فكرة أن أكبر أسواق الأسهم العالمية هي في معظمها ذات كفاءة شبه قوية. وهذا بدوره يعني أن التحليل الدقيق للشركات التي تصدر الأسهم لا يمكن أن ينتج عنه عوائد غير طبيعية باستمرار.

ثالثاً: السوق قوي الكفاءة

فيما يعد السوق قوي الكفاءة ضمن الاسواق المالية التي تقوم بعكس قيمة الأصول المالية التي تحتوي على المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة في النطاق العام، بجانب المعلومات الخاصة، كما أن هذه المعلومات الخاصة تشير إلى المعلومات التي تعتبر سرية ولم يتم الكشف عنها لدى العامة.

الشكل القوي لكفاءة السوق يفترض أن أسعار الأصول تعكس جميع المعلومات العامة والخاصة. بمعنى آخر، لدى السوق (الذي يشمل جميع المستثمرين) معلومات عن كل شيء يخص الشركات المصدرة للأوراق المالية وعن الأوراق المالية، بما في ذلك المعلومات التي لم يتم نشرها للجمهور. يشير الشكل القوي إلى أنه لا يمكنك تحقيق عوائد غير طبيعية من التداول على المعلومات الداخلية، حيث تكون المعلومات الداخلية هي المعلومات، والتي لم يتم نشرها بعد. المطلعين على هذه المعلومات (أعضاء مجلس الإدارة، كبار المساهمين) هم مجموعة من المشاركين في السوق، الذين يشاركون في الإدارة ولديهم إمكانية الوصول إلى المعلومات غير العامة وتحقيق أرباح استثنائية من خلال توظيف المعلومات الداخلية إلا أن مثل هذه الممارسات تعتبر غير قانونية. على الرغم من ذلك يُسمح لهم بشراء وبيع الأوراق المالية للشركة التي يستثمرون فيها، لأغراض الاستثمار طويل الأجل فقط، وتسمى هذه المعاملات بالتداول من الداخل ويجب الإفصاح عنها للجنة البورصة وللجمهور.

أظهر تحليل سوق الأسهم أنه عندما يجري المطلعون عمليات بيع وشراء على أسهم الشركة، عادة ما تكون نتائجهم جيدة.

لذلك، أصبحت التقارير الداخلية إلى لجنة البورصة مصدراً هاماً للمعلومات بالنسبة للمستثمرين الخارجيين.

في عمليات الدمج والاستحواذ، يميل سعر أسهم الشركات المستحوذ عليها إلى الارتفاع بشكل ملحوظ قبل الإعلان العام عن الصفقة. يُفترض أن بعض المطلعين قد يستفيدون من المعلومات غير العامة. مجموعة أخرى من الأبحاث اهتمت بتحليل أرباح صناديق الاستثمار أظهرت أن الصندوق المتوسط يكسب معدلات عائد عادلة عند مستويات معينة من المخاطر. لكن في بعض الدراسات توقع الخبراء أن أسعار الفائدة تتجاوز أسعار الفائدة الحالية. وأظهرت الدراسات أن سعر الفائدة الحالي هو أفضل توقع لسعر الفائدة للفترة القادمة من توقعات الخبراء. هذا ولم تتجح مكاتب الدراسات والاستشارات الاستثمارية في تحقيق عائد أكبر من العائد العادل. هذا الدليل يتوافق مع فرضية كفاءة السوق.

بشكل عام، لا تدعم الدراسات التجريبية الشكل القوي لكفاءة السوق. وفي الواقع، تشير دراسات الأحداث إلى أن العكس هو الصحيح؛ حيث من الممكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال الحصول على المعلومات الداخلية وتوظيفها عند اتخاذ القرار الاستثماري. وبالتالي، فإن أسواق الأسهم المختلفة، كما تشير الأدلة التجريبية، شبه قوية بشكل أساسي، ولكنها ليست قوية الكفاءة.

بالنسبة لمصدري الأوراق المالية، كلما كانت كفاءة السوق أعلى كلما حصلوا على أسعار أقرب إلى القيمة العادلة للأوراق المالية التي يصدرونها. ويجب أن يتوقع المُصدرون أن يدفع المستثمرون سعراً لتلك الأسهم يعكس قيمتها. هذا يعني أيضاً أنه إذا تم الكشف عن معلومات جديدة حول المُصدر للجمهور (على سبيل المثال، فيما يتعلق بمنتج جديد)، يجب أن يتغير سعر الورقة المالية لتعكس تلك المعلومات الجديدة.

ومن هنا ينبغي العلم أن مدى كفاءة الاسواق المالية خلال هذه المستويات عموماً، تعبر عن مدى انضباط السوق المؤسسي وقوة إلزام التشريعات القانونية بشكل صارم في تنفيذها لمهامها، خاصة وأن الأسواق القوية من حيث الكفاءة، تساهم بشكل كبير على ضبط السوق المؤسسي

5-2-6 نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر إن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة، ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. أهمية المعلومة بشكل كبير في السوق الكفاء، والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "قواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق وراق المالية فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل، المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، ، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ لنشاطات المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة عن النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط." وكننتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:

كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى

ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق بها أحياناً أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية... الخ

زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلاً من الضروري مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصاله للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعاً بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتالية حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

كيفية الإفصاح عن المعلومات: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم

ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة
- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية
- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية

مصادر المعلومات المالية:

تتمثل مصادر المعلومات الخاصة بالأسواق المالية في:

- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.
- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.

قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر "on line" للتعرف على التغيرات في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم "دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر" التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

6-2-6 كيفية تحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساسا فيما يلي:

أولا: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة هنا طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ثانيا: في ظل المناخ تنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج التحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعاً: وحتى نقول إن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارةً غير سارةً.

خلاصة القول إنه لا يكون السوق كفاً إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

6-2-7 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر

الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال

الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون سعر فائدة معقول. ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:

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

كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية: "ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة وبدون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

أ- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

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

ج- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم

عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل و التي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

د- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة و بشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

هـ- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

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

3-6 تقييم الأسهم Stock valuation

من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، يقوم المستثمرون بتقييم الأسهم، حيث يبحثون عن الأسهم مقومة بأقل من قيمتها للاستثمار بها كونها تباع بأقل من قيمتها العادلة وبالتالي من المتوقع ارتفاع سعرها في المستقبل، وكذلك وبيع الأوراق المالية التي تكون أسعارها في السوق أعلى من قيمتها العادلة لتوقعهم انخفاض اسعارها قريباً، وعند أول عملية تصحيح يقوم فيها السوق. هناك طريقتان لتقدير قيمة السهم والحصول على المعلومات المفيدة في اختيار الأسهم وتوقيت شراء الأسهم وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني.

6-3-1 التحليل الأساسي Fundamental analysis

لتحليل الأساسي هو إحدى طرق تقييم الأسهم، والذي يتضمن تحليل عمليات الشركة لتقييم آفاقها الاقتصادية. يعتمد على الخصائص المالية الأساسية (مثل الأرباح) للشركة والقطاع الصناعي التي من المتوقع أن تؤثر على قيم الأسهم. يعتمد التحليل على البيانات المالية للشركة من أجل التحقيق في الأرباح والتدفقات النقدية والربحية والرافعة المالية. يشمل التحليل الأساسي تحليل خطوط الإنتاج الرئيسية، والتوقعات الاقتصادية للمنتجات (بما في ذلك المنافسين الحاليين والمحتملين)، والصناعات التي تعمل فيها الشركة. ينتج عن هذا التحليل توقعات نمو الأرباح. بناءً على توقعات نمو الأرباح، يتم تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام واحد أو أكثر من نماذج تقييم حقوق الملكية. حيث تعتمد القيمة العادلة للورقة المالية على حساب القيمة الحالية.

يمكن القول إن القيمة العادلة أو السوقية لأي ورقة مالية ما هي إلا القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتولدة عنها. وبالتالي فإن حساب القيمة العادلة يتطلب أولاً التنبؤ بالتدفقات النقدية التي تولدها الورقة المالية مستقبلاً. والقيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي، يتم الحصول عليها عن طريق خصم التدفق النقدي المستقبلي باستخدام معدل العائد المطلوب في السوق. وهناك نماذج مختلفة لتقدير القيمة الأساسية لأسهم يتمثل أحد الأساليب في تقدير الأرباح المتوقعة ثم الضرب في نسبة السعر / الأرباح المتوقعة. وهناك نهج آخر يقوم على تقدير قيمة أصول الشركة.

تتم مقارنة القيمة العادلة المقدره بسعر السوق لتحديد ما إذا كان السهم مسعراً بشكل عادل في السوق، أو رخيص (سعر السوق أقل من القيمة العادلة المقدره)، أو باهض الثمن (سعر السوق أعلى من القيمة العادلة المقدره). التحليل الأساسي التقليدي له العديد من القيود، من حيث كونه لا يحدد عوامل الخطر المرتبطة الأسهم وكيف تؤثر عوامل الخطر هذه على تقييمه. في سوق كفاء من المستوى القوي، يتم دائماً تسعير جميع الأوراق المالية بشكل صحيح. فسعر السوق يساوي القيمة الأساسية للأوراق المالية. في سوق غير كفاء، تتحرف أسعار السوق عن القيمة الأساسية. يهدف المحللون الماليون إلى اكتشاف القيمة الأساسية قبل بقية المشاركين في السوق قبل أن تقترب أسعار السوق من القيمة الأساسية من أجل تحقيق الأرباح. إن تصرفات هؤلاء المستثمرين الباحثين عن الربح تدفع السوق نحو الكفاءة.

التحليل الأساسي هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وكذلك ظروف المنشأة ذاتها. ويهدف التحليل الأساسي إلى الكشف عن معلومات تفيد في التنبؤ بمستقبل أرباح الشركة التي تمثل العنصر الأساسي في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركة.

يستند التحليل الأساسي إلى مدخلين أو أسلوبين، الأول هو التحليل من الكلي إلى الجزئي أو التحليل من الأعلى إلى الأسفل (*Top-Down Analysis*) ويتضمن ثلاثة مراحل، الأولى هي تحليل الظروف الاقتصادية الكلية بغية التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية وتأثيرها المحتمل على الأسواق المالية وعلى المنشأة والنتائج التي ستحققها. المرحلة الثانية هي تحليل ظروف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة لمعرفة آفاقها وتطوراتها في ظل التطورات الاقتصادية المتوقعة. المرحلة الأخيرة، هي تحليل واقع الشركة بهدف معرفة مستقبلها ومقارنتها بالشركات المنافسة في القطاع نفسه.

المدخل الثاني هو التحليل من أسفل إلى أعلى (*Bottom-Up Analysis*) وهو يقوم على نفس المراحل السابقة ولكن بشكل معكوس.

أ . تحليل الظروف الاقتصادية:

يشمل تحليل الظروف الاقتصادية على تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم. فضمن السياسة المالية تعتبر الضريبة ذات آثار إيجابية وسلبية على أداء المنشآت وأسعار أسهمها، حيث أن تخفيض معدل الضريبة على الأرباح من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. كما يعتبر الانفاق الحكومي أيضاً ذو آثار إيجابية وسلبية على الشركات. أما فيما يخص السياسة النقدية، ولا سيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة من شأنه تحفيز وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج وأرباح الشركات. عندما يتعلق الأمر بمعدلات التضخم، فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار. أما تحليل الناتج القومي، فيعتبر أيضاً عاملاً حاسماً، حيث أن الإعلان عن زيادة في

النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

ب. تحليل ظروف الصناعة:

تعد عملية تحليل الصناعة والقطاع لصناعي المرحلة الثانية من مراحل التحليل الأساسي، وتبدأ بتعريف الصناعة، والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة، وطبيعة المنتج الذي تقدمه، وطبيعة المنافسين، وتصنيف القطاع الصناعي من حيث كونه متنامي، أو مرتبط بدورة قطاعية أو اقتصادية وغيرها، وكذلك تبيان مدى تدخل الحكومة في القطاع ومساهمتها فيه،... إلخ.

الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة:

- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح
- التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر.
- مدى الاستقرار في نمو المبيعات عبر الزمن.
- دراسة مقاييس الربحية والنسب المالية.

حجم الطلب والعرض:

من المهم للمحلل أن يتعرف على طبيعة الطلب على منتجات الصناعة واتجاه تغيرها نموها زيادة أو نقصاناً أو ثباتاً. تحديد الطاقة الإنتاجية المحتملة للقطاع وقدرته على تغطية الطلب وأية زيادة محتملة في الطلب.

ينبغي أيضاً التعرف على إمكانية الصناعة في تمويل التوسع إذا ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الطلب، فإن ذلك يفسح المجال لدخول منافسين جدد، وبالتالي احتدام المنافسة مما قد يترك آثاراً عكسية على ربحية المنشآت الموجودة وعلى أسعار أسهمها.

ظروف المنافسة:

للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول منافسين جدد. دراسة موانع دخول منافسين جدد، وهي تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف، مزايا الحجم الكبير.

طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:

تحليل نصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستحوذ على حصة كبيرة من دخل الفرد بالمتوسط على المستوى الوطني. لا بد من معرفة العلاقات بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين وطلبهم لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب.

تأثير الحكومة:

مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة وقدرتها على تنمية علاقات دولية مثمرة تساعد في تطوير الصناعة. مساهمة الحكومة في الصناعة وتقديمها مساعدات مالية أو تسهيلات ضريبية وتشجيع الاستثمار.

العلاقة بين أسعار أسهم والأرباح.

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

2-3-6 أدوات تحليل ظروف الصناعة:

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

أولاً: دورة حياة الصناعة: تمر حياة الصناعة بدورة من عدة مراحل، أولها، مرحلة الظهور وولادة منتج جديد حيث المبيعات

تكون في حدودها الدنيا، مع وجود حالة من عدم التأكد بشأن المنتج ومدى إدخال تحسينات عليه، من خلال إجراء المزيد من الدراسات والبحوث، وحملات لترويج. في هذه المرحلة هناك احتمال كبير لتحقيق خسائر. في المرحلة الثانية وهي مرحلة النمو السريع، والتي تترافق بظهور نماذج وأشكال جديدة من المنتج وتزايد حجم المبيعات، وبالتالي الأرباح ومزيد من الاستثمارات، ودخول شركات جديدة مما يزيد من العرض وزيادة المنافسة وخصوصاً السعرية الأمر الذي يفضي إلى انخفاض هامش الربح وانخفاض معدل نمو المبيعات، لتدخل الصناعة في المرحلة الثالثة وهي مرحلة النضوج، حيث يكون هناك اشباع في السوق ويكون معدل نمو الصناعة أقل من معدل نمو الناتج القومي ويصبح النمو مرهوناً بتغيرات خارجية كتغير أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في الدخول إلى أسواق جديدة. في هذه المرحلة تشتد المنافسة السعرية وتتنخفض هوامش الأرباح. وتصل الصناعة في مرحلة الاستقرار التي تتسم باستقرار المنتج وتضاءل فرص الاستثمارات الجديدة.

إن تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل من تصنيف الصناعة وفق المراحل التي تمر بها هذه الصناعة، بغية اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه، مع توخي الحذر في اتخاذ القرار بالاستثمار حسب المرحلة التي وصلت إليها الصناعة، فالاستثمار في مرحلة النمو يعد قراراً صائباً من حيث المبدأ مع ضرورة الانتباه إلى أن أسعار الأسهم قد تكون أعلى من القيمة العادلة في مثل هذه المرحلة، لذا من الأفضل وخصوصاً للمستثمر قليل الخبرة الاستثمار في مرحلة النضوج أو الاستقرار على الرغم من أن العوائد ستكون أقل من المعدلات في فترة النمو.

التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في هذا الطلب والتي تعد الأساس في التنبؤ بمبيعات الصناعة. ومن الأساليب الشائعة في تقدير حجم الطلب هو أسلوب تحليل الانحدار المتعدد والذي يبين العلاقة التاريخية بين حجم الطلب والعوامل المؤثرة به من خلال المعادلة التالية:

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

حيث:

D_x حجم الطلب على السلعة

a قيمة ثابت المعادلة

P_x سعر وحدة المنتج

Y دخل المستهلك

P_z أسعار سلعة أخرى مكاملة أو بديلة

b, b_2, b_3 معاملات الانحدار الواجب تقديرها.

باستخدام المعادلة السابقة يمكن للمحلل التنبؤ بحجم الطلب المستقبلي.

التنبؤ بمعدل نمو الربحية:

للتنبؤ بمعدل الربحية يجب توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ومن تم دراسة تطوراتها ومن خلال دراسة تحليل الانحدار، الأمر الذي يسهل عملية التنبؤ بمعدل نمو الربحية في المستقبل.

تحليل المركز المالي للمنشأة:

يقوم تحليل المركز المالي للمنشأة على:

- تحليل قوائمها المالية، الميزانية العمومية، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية.
- تحليل النسب المالية، كنسب السيولة ونسب النشاط، نسب الربحية والعائد.
- تحليل المخاطر: كمخاطر النشاط والتقلبات في المبيعات ودرجة الرفع المالي، ونسب تغطية الفوائد وغيرها من النسب.

- تحليل ربحية السهم، حيث أن ربحية السهم تعد من أهم النسب التي يعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري وتقاس على النحو التالي:

$$Y = \frac{R - D}{n}$$

حيث R هي صافي الربح بعد الضريبة، و D هي توزيعات الأسهم الممتازة إن وجدت، و n هي المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المصدرة.

كما يمكن تحليل الأسهم العادية باستخدام المؤشرات التالية:

ربحية السهم، وهي نسبة صافي الربح القابل للتوزيع على الأسهم العادية إلى عدد الأسهم العادية.

صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد: وتساوي ناتج قسمة صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد على عدد الأسهم

مضاعف الربحية: وهو ناتج قسمة القيمة السوقية للسهم على ربحية السهم الواحد.

3-3-6 نماذج تقييم الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية الملكية في الشركة التي تطرحها. ويحصل حامل السهم العادي على دخل فقط بعد أن يتم الدفع لكل المستحقين الآخرين. وبالتالي فإن قيمة السهم العادي تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيحصل عليها حامل السهم. وهناك عدة نماذج لتقييم الأسهم العادية.

أ. نموذج تقييم الأسهم لفترة محددة:

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

حيث:

D_t هي التوزيعات السنوية لكل فترة t .

P_n هي سعر السهم العادي في نهاية الفترة المحددة n .

K_s هي معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

مثال: ما هي القيمة الحالية بفرض أن الأرباح المتوقع توزيعها نهاية السنة ستكون 3.8 ل.س وأن سعر السهم سيكون في نهاية السنة سيكون 32 ل.س ن وكان معدل العائد المطلوب من المستثمر 12%؟

$$P_0 = \frac{3.8}{1 + 0.12} + \frac{32}{1.12} = 31.96$$

نموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_s)^t}$$

ب- نموذج تقييم الأصول الرأسمالية والمخاطر:

وهو ما يعرف برمز (CAPM) اختصار لجملة *pricing modal capital asset* وهو يعمل على معرفة مخاطر الأوراق المالية، من خلال معرفة حساسية عائد الورقة المالية ومقارنتها بما يحدث من تغير على عائد السوق. إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعد من أهم النظريات في عالم التمويل؛ لأنه يقوم على انعكاس العلاقة بين المخاطر والعائد في بيئة الأسواق الكفؤة، وذلك من خلال توسيع المحافظ الاستثمارية الكفؤة في السوق بشكل عام وتحديد وتقييم الأوراق المالية بشكل خاص. ويعود تطوير هذا النموذج (CAPM) إلى كل من شارب (*sharp*)، ولينتر (*linter*) وموسني (*mossin*). وإن لهذا النموذج مجموعة من الافتراضات التي تتصف في الأغلب بعدم وجودها في الواقع، ولكن هل من الممكن بمساعدة هذه الافتراضات بناء نموذج تستطيع من خلاله تفسير سلوك وأسعار الأوراق المالية في السوق المالي؟

الافتراضات التي يقوم عليها النموذج (CAPM)

- 1- إن المستثمرين لا يمكن أن يؤثروا على الأسعار على نحو كل شخص بمفرده.
 - 2- إن جميع المستثمرين مسؤولين عن قراراتهم، لذلك يخططون لفترة اقتناء واحدة لتحقيق مكاسبهم من العائد الذي يتوقعونه.
 - 3- جميع المستثمرين يملكون الوعي الكافي بالسوق، ولذلك هم يقومون بتشكيل محافظ استثمارية كفؤ تحقق لهم عائد متوقع بأقل مخاطر ممكنة.
 - 4- إن جميع المستثمرين يفترضون أن السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة مما يمكنهم من الاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر، وأنه لا يوجد ضرائب، وأن جميع الاستثمارات يمكن إتمام عملية بيعها وشرائها وتبادلها بدون تكاليف وبأسرع وقت ممكن.
 - 5- جميع المستثمرين هم في نفس مستوى المحفظة الاستثمارية، بحيث لا يستطيع كل منهم أن يؤثر على الأسعار في السوق.
 - 6- إن جميع المستثمرين لديهم المعلومات المطلوبة في نفس الوقت وبنفس الدرجة، مما يجعلهم قادرين على تحليل الورقة المالية بنفس الطريقة ولهم نفس التوقعات.
- ومن هنا يتضح أن نموذج (CAPM) يبين أن المستثمر يسعر الأداة المالية (الاسهم، السندات) بناءً على العائد المتوقع منها والذي يكون فيه نسبة المخاطرة مساوية للصفر، بالإضافة إلى معرفة علاوة المخاطر المناسبة أو عن طريق استخدام (بيتا).

ما المقصود ب(بيتا) β ؟

يعد بيتا (β) مقياساً للمخاطر النظامية ومؤشر لدرجة حساسية عائد أصل معين في الاستجابة للتغير في عائد السوق.

المخاطر النظامية:

هي أقرب إلى ما يسمى بمخاطر السوق أو مخاطر التنويع، وهي المخاطر الناجمة عن العوامل التي تؤثر في السوق بشكل عام. وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والكساد والتضخم وارتفاع معدلات أسعار الفائدة. ويتم قياسها بمعامل بيتا كما ذكرنا في الأعلى باستخدام المعادلة التالية:

$$\beta = \rho_{i,m} \sigma_m \sigma_i$$

حيث أن :

β هو معامل بيتا للسهم و $\rho_{i,m}$ هو معامل الارتباط بين عائد السهم i وعائد السوق، و σ_i هو الانحراف المعياري لعائد السهم i ، و σ_m الانحراف المعياري لعائد السوق.

ولا بد أن نذكر بأن معامل بيتا للسوق يساوي دائماً واحد صحيح. ويتضح خلال المعادلة أعلاه أن البيتة تعتمد على ثلاث متغيرات هي:

1-التغير في عائد السهم من خلال الانحراف المعياري.

2-التغير في عائد السوق من خلال الانحراف المعياري.

3-الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

وبشكل خاص فإن معامل بيتا يقيس حساسية التغير في عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.

ومن الدلائل التي توضحها بيتا: β

1-إذا فرضنا معامل بيتا لسهم معين يساوي (1) صحيح فإن هذا يعني أن التغير في عائد هذا السهم الناتج عن التغير في عائد السوق يكون مساوي تماماً للتغير في عائد السوق على اعتبار أن معامل بيتا للسوق يساوي واحد صحيح.

2-أما إذا افترضنا أن معامل بيتا سهم معين هو 0.50 فإن مخاطر هذا السهم ستكون نصف مخاطر عائد السوق وبالتالي

تعتبر المخاطرة السوقية لهذا السهم متدنية.

3-أما إذا افترضنا أن معامل بيتا أكبر من واحد ستكون مخاطر السهم ضعف مخاطر السوق، بمعنى أن مخاطرته السوقية تكون مرتفعة.

معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث R_i معدل العائد المطلوب، و R_f معدل العائد خالي المخاطرة، و β = معامل بيتا و R_m معدل عائد السوق.

مثال:

سهم شركة الملكية للطيران يملك بيتا 0.7 ومعدل العائد من المستثمرين على السوق 6.5 ومعدل العائد خالي المخاطر 2%

المطلوب :

احسب معدل العائد المطلوب من المستثمرين على سهم شركة الملكية للطيران.

الحل :

$$R_i = 4.61 = 2\% + 0.7 (6.5 - 2\%)$$

أسئلة الفصل:

1. عرف كل من: سيولة السوق، عمق السوق، اتساع السوق.
2. عدد أنواع كفاءة السوق وأشرحها.
3. قارن بين مستوى الكفاءة الضعيف وشبه القوي
4. اشرح مفهوم مستوى الكفاءة القوية، وهل يمكن للمستثمر تحقيق أرباح استثنائية في حال وجودها، ولماذا؟
5. ما هي متطلبات كفاءة السوق؟
6. عدد أنواع مؤشرات السوق وأشرح طرق احتسابها
7. اشرح خطوات التحليل الأساسي

المراجع المستخدمة في الفصل

- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova, and C. Monnet (2008), Measuring European Financial Integration, in: X. Freixas, P. Hartmann, and C. Mayer (eds.), Handbook of European Financial Markets and Institutions, Oxford University Press, Oxford, p.165–194.
- European Central Bank (2006), Equity Issuance in the Euro Area, Monthly Bulletin, May, p.89–99.
- Fama, Eugene F. (1965), "Random Walks in Stock Market Prices," Financial Analysts Journal, No. 21 (5), p.55–59.
- Fama, Eugene F (1990), "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity," Journal of Finance, No. 45 (4), p.1089–108.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1992), "The Cross–Section of Expected Stock Returns," Journal of Finance, No. 47 (2), p.427–65.

Foucault, T. and A. J. Menkveld (2008), Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems, *Journal of Finance*, No. 63, p.119–158.

Kazarian, E. G. (2006), Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues, IMF Working Paper 06/241.

Levy H. (1978). Equilibrium in imperfect market. A constraint on the number of securities. *American Economic Review*, No. 68, September, p. 643–658.

LSE, NYSE, OMX, Nasdaq, Euronext . . . Why Stock Exchanges Are Scrambling to Consolidate, (2006), Knowledge@Wharton, Wharton School, University of Pennsylvania.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, No. 20, p.293–315.

Myers and Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have, *Journal of Financial Economics*, No. 13, 187–221.

مراجع الكتاب:

1. Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova, and C. Monnet (2008), Measuring European Financial Integration, in: X. Freixas, P. Hartmann, and C.
2. Bernanke B., Blinder A. (1992). The FF rate and the channels of monetary transmission, *Journal of Banking and Finance*, No. 16, p. 585-623.
3. Culbertson J.M. (1957). The Term Structure of Interest Rates, *Quarterly Journal of Economics*, November, p. 489-504.
4. Dunne P., Moore M., Portes R. (2006). European Government Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency, CEPR, London.
5. Edwards A. K., Harris L. E., Piwowar M. S. (2007). Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency, *Journal of Finance*, No. 62(3), p. 1421–1454.
6. Estrella A., Mishkin F. S. (1996). The yield curve as a predictor of U.S. recessions. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance.
7. European Central Bank (2006), Equity Issuance in the Euro Area, *Monthly Bulletin*, May, p.89–99.
8. European Central Bank (2007). Euro Money Market Survey, ECB, Frankfurt am Main.
9. European Central Bank (2008). The Analysis of the Euro Money Market from a Monetary Policy Perspective, *ECB Monthly Bulletin*, February.

10. Fabozzi F. J., Modigliani F., (2007). *Capital Markets: Institutions and Instruments*. Prentice-Hall International.
11. Fama, Eugene F (1990), "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity," *Journal of Finance*, No. 45 (4), p.1089–108.
12. Fama, Eugene F. (1965), "Random Walks in Stock Market Prices," *Financial Analysts Journal*, No. 21 (5), p.55–59.
13. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, No. 47 (2), p.427–65.
14. Favero C. A., Kaminska I., Söderström U. (2005). The predictive power of the yield spread: Further evidence and a structural interpretation. CEPR Discussion Paper, No. 4910.
15. *Financial Markets and Institutions*, Oxford University Press, Oxford, p. 488– 518.
16. Financial Stability Forum (2008). *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, FSF, Basel.
17. Foucault, T. and A. J. Menkveld (2008), *Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems*, *Journal of Finance*, No. 63, p.119–158.
18. Goldstein M. A., Hotchkiss E., Sirri E. (2007). *Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds*, *Review of Financial Studies*, No. 20(2), p. 235–273.
19. Hartmann P., Manna M., Manzanares A. (2001). *The Microstructure of the Euro Money Market*, ECB Working Paper 80.
20. Howells P., Bain K. (2008). *Financial Markets and Institutions*. Financial Times, Prentice Hall.
21. International Capital Market Association (2007). *European REPO Market Survey*, Number 12, conducted December 2006, Zürich, ICMA.
22. Kane E.J. (1970). The term structure of interest rates: An attempt to reconcile teaching with practice, *Journal of Finance*, Vol.25, May, p. 361-374.
23. Kazarian, E. G. (2006), *Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues*, IMF Working Paper 06/241.
24. Levy H. (1978). Equilibrium in imperfect market. A constraint on the number of securities. *American Economic Review*, No. 68, September, p. 643-658.
25. LSE, NYSE, OMX, Nasdaq, Euronext . . . *Why Stock Exchanges Are Scrambling to Consolidate*, (2006), Knowledge@Wharton, Wharton School, University of Pennsylvania.
26. Madura J. (2008). *Financial Markets and Institutions*. Prentice-Hall International.
27. Mayer (eds.), *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford University Press, Oxford, p.165–194.
28. Mishkin F. S., Eakins S. G. (2006). *Financial Markets and Institutions*. Addison-Wesley.
29. Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, No. 20, p.293–315.

30. Myers and Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have, *Journal of Financial Economics*, No. 13, 187–221.
31. Pagano M., Von Thadden E. (2008). The European Bond Markets under EMU, in X. Freixas, P. Hartmann, and C. Mayer (eds.), *Handbook of European*
32. Ron U. (2002). A practical guide to swap curve construction. Chapter 6 in F. J. Fabozzi (ed.) *Interest Rate, Term Structure, and Valuation Modeling*. New York, John Wiley
33. Schich S., Wehinger G. (2003). Prospects for Stock exchanges// *Financial market Trends*, No. 85, OECD.
34. Seifert, W.G., Schleitner, A.K., Mattern, F., Streit, C.C., Voth, H.J. (2000). *European Capital Markets*, Macmillan.
35. Serifsoy, B. and M. Weiß (2007), *Settling for Efficiency – A Framework for the European Securitie.*
36. Shiller (2003). From Efficient Markets to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives*, No. 17, p.83–104.
37. Valdez, S. (2006). *Introduction to Global Financial Markets*, Palgrave Macmillan.
38. Wolswijk G., de Haan J. (2005). *Government Debt Management in the Euro Area: Recent Theoretical Developments and Changes in Practices*, ECB Occasional Paper 25.