

المحور الرابع: كفاءة بورصة الأوراق المالية

ودورها في تقييم المؤسسات

تمهيد

المحاضرة الأولى: الإطار النظري للأسواق المالية

المحاضرة الثانية: الأدوات التي تتداول في الأسواق المالية

المحاضرة الثالثة: مداخل تحليل الأوراق المالية

المحاضرة الرابعة: طرق تقييم السندات والأسهم

دراسة حالة لتقييم المؤسسات المسعرة في البورصة (بورصة عمان)

تمهيد:

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

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

كما أن تقلبها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة، وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء من أسواق الأوراق في الولايات المتحدة الأمريكية أو الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى الأسواق المالية الناشئة.

المحاضرة الأولى: الإطار النظري للأسواق المالية

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحًا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

1- سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى:

1.1- تعريف السوق وتصنيفاته: بالرغم من تعدد الأسواق تبعًا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها، فالسوق في اللغة يقصد به: " المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون، وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان، وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها"⁽¹⁾.

ويوجد أسواق لمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيفها كما يلي⁽²⁾:

- من حيث طبيعة السلعة: يمكن التمييز بين الأسواق الآتية:

- سوق المال والنقد: هو السوق الذي يتعامل بالقروض متوسطة الأجل طويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات والأسهم.

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

(1) شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.

(2) المرجع نفسه، ص 242.

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

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

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

- من حيث توحيد السعر: تنقسم الأسواق إلى نوعين هما⁽¹⁾:

- سوق كاملة: هي التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة.

- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر شروط السوق الكاملة.

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

- سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عددًا كبيرًا جدًا من المتعاملين، يتعامل كل منهم في

حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على

سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى، والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح

العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الخروج والدخول من السوق متاحة للجميع⁽²⁾.

- سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع وبيّنتاج احد لسلعة ما لا يتوافر

له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج

(1) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 38.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، سياسات اقتصادية: تحليل جزئي وكلي، مكتبة الزهراء الشرق، مصر، 1997، ص 16.

الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم، فإنه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره⁽¹⁾.

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

- سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الانتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق⁽²⁾.

2.1- تعريف السوق المالية: هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية؛ أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما: أسواق النقد، أسواق رأس المال.

فالسوق النقدية يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق⁽³⁾.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك المديونية، تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، بحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد.

(1) سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص326.

(2) سيد محمد أحمد السيريتي، مرجع سابق، ص 333.

(3) F.leroux, *Marchés internationaux des capitaux, Montréal., 2ème édition, 1995, P03.*

أما سوق رأس المال فهو المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كأوراق المالية، القروض بأنواعها، ...الخ، فهو بتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم بحاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين⁽¹⁾.

3.1- تعريف سوق الأوراق المالية: يعرف سوق الأوراق المالية على أنه: " أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين، ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"⁽²⁾

فهو: " عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها"⁽³⁾؛ أي أنه: " السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"⁽⁴⁾، فهو إذن: " ميكانيكية تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول"⁽⁵⁾.

من خلال التعاريف السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي: " سوق الأوراق المالية يتعامل بالأوراق المالية أسهمًا وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى " البورصة" أما السوق غير المنظم فإنه

⁽¹⁾ Ibid.

⁽²⁾ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 272.

⁽³⁾ عبد الباسط، وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، الأردن، 1996، ص 25.

⁽⁴⁾ المرجع نفسه، ص 27

⁽⁵⁾ محمد سويلم، مرجع سابق، ص 273.

يتكون من عدد من التجار والسماسرة، ويشارك كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

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

وتنقسم أسواق الأوراق المالية إلى:

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

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

2- خصائص سوق الأوراق المالية ووظائفها:

1.2- خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها⁽²⁾:

- سوق الأوراق المالية تنسم بكونها أكثر تنظيمًا من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرًا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين هناك، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في

(1) Shall Helly.c, *Introduction to Financial Management*, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, P27.

(2) Shall Helly.c, *op.cit*, P29.

معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية، وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

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

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

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتمن خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي⁽¹⁾:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرًا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيًا إلا أن مخاطرها كبيرة؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيًا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2.2- وظائف سوق الأوراق المالية: يمكن تلخيصها في النقاط التالية⁽²⁾:

(1) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997، ص 32.

(2) مرجع نفسه، ص 50.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛
- يضمن سوق الأوراق المالية للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، وتسهل عملية النمو لها، كما تسمح الدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء؛
- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية، وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل به.
- فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدًا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب الاستثمار فيها⁽¹⁾.
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار⁽²⁾.
- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية وتعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية؛

(1) منير إبراهيم هندي، رسمية قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، مصر، 1997، ص 45.

(2) المرجع نفسه، ص 48.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار إقتصادي؛

- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها⁽¹⁾؛

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

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

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

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

(1) المرجع نفسه، ص 39.

3- تنظيم سوق الأوراق المالية: تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية.

1.3- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية: يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل الصالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضرورياً، وتحدد الهيئة المشرفة على هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عليها لصالح المتعاملين.

ومنه يتضح أن مكونات نظام تشغيل الأوراق المالية يتكوّن من⁽¹⁾:

- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول؛

- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهو الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنحه هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع حسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الشريك مؤسسة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

- طرق التداول في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين⁽²⁾:

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

(1) F.leroux, op.cit, P P 04-05

(2)Ibid.

* طريقة المزايدة: وفيها يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. وهذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2.3- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الوجه الرئيسي هؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربع مجموعات رئيسية هي⁽¹⁾:

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

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

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

* المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على المؤسسة و إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

(1) Ibid.

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

- تصنيف المتعاملون إلى عرضين وطالبيين: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلاً الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

- الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال؛ أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويرودون استثمارها على شكل قيم منقولة، وينقسم طالبورؤوس الأموال إلى فئتين⁽¹⁾:

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

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

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

3.3- الأوامر: هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أو يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽²⁾.

(1) محمود أمين زوبل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص51.

(2) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 65.

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

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية⁽¹⁾:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها قانوني من الأموال؛ أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات؛

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما؛

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية؛

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف حافظ الحسابات.

المحاضرة الثانية: مداخل تحليل الأوراق المالية

1- الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية:

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، ويمكن تقسيمها إلى عدة أنواع، أهمها الأسهم والسندات .

(1) المرجع نفسه، ص 66.

1.1- تعريف السهم⁽¹⁾: يمكن تعريف السهم بأنه: " صك يمثل حصة في رأسمال المؤسسة، بحيث تعني كلمة " سهم " حق الشريك في المؤسسة، فعند تأسيس أية شركة مساهمة فإن رأسمالها يتكون من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهمًا ويحدد المؤسسون في عقد تأسيس المؤسسة ونظامها الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للمؤسسة إصدارها والقيمة الاسمية للسهم ، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس مال المرخص به، ويعطي السهم لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المؤسسة أرباحا وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، وليس من حق حامل السهم مطالبة المؤسسة باسترداد قيمته طالما أن المؤسسة مازالت تزاوّل النشاط، ولكن يمكن لحامل السهم بيعه في بورصة الأوراق المالية إذا كانت أسهم المؤسسة تتداول في البورصة.

وتتميز الأسهم بـ (2):

- القابلية للتداول: يتميز السهم بمرونة كبيرة في بورصة الأوراق المالية، فإذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإنّ هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
- الأسهم متساوية القيمة: جميع الأسهم العادية بقيم متساوية عكس التعامل بالسندات
- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام، وذلك طالما أنّ المؤسسة التي أصدرت الأسهم قائمة.
- المسؤولية المحدودة للسهم: تكون مسؤولية المساهم (مشتري حامل السهم) محدودة في المؤسسة بقدر حصته أو مشاركته في رأسمال هذه المؤسسة.

2.1- تعريف السندات⁽³⁾: السند هو شهادة دين يتعهد بموجها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبّر عن فائدة معيّنة في فترات محددة.

وتتميّز السندات بـ:

(1) وليد صافي وأنس البكري، الأوراق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2010، ص ص 122-123
(2) المرجع نفسه، ص 124.
(3) محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 79.

- السندات أداة دين: يعتبر السند دين لحامله على الجهة المقرضة، ويكون لحامله الأولوية عن حامل السهم.

- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يتقاضى حامل السند فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادين فبذلك يشبه السند الممتاز في ثبات دخله.

- محدودية الأجل: يصدر السند دائما بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.

- قابلية السند للتداول: تساهم هذه الخاصية في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في بورصة الأوراق المالية.

2- أساليب تحليل الأوراق المالية:

1.2- مدخل التحليل الفني: يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض الأدوات لإتحليل التي تساعد على اتخاذ قرارات الشراء والبيع، وكذا تحديد توقيت الدخول، والخروج المناسب، والتحليل الفني أنسب أسلوب لذلك، حيث يعتبر التحليل الفني عملية دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة . -

- تعريف التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثماري:

يعرّف التحليل الفني أحيانا بتحليل سوق الأوراق المالية، أو التحليل الداخلي لأنه "يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل، لذا فإنه يعتمد على أنّ السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات؛ أي السوق يحكي ما يدور فيه ويكشف عن نفسه"⁽¹⁾.

ولا يركّز التحليل الفني على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ، بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار؛ أي حركة التداول التاريخية بهدف رصد نمط لتلك الحركة، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

(1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛ الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 281.

ويعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أنّ التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطاً معيّنًا من التغير في الأسعار لعدة مرات، فإنّه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل⁽¹⁾.

فالتحليل الفني هو دراسة حركة السوق من خلال استخدام الرسوم البيانية لغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً⁽²⁾.

من خلال ما سبق ذكره نستنتج أنّ التحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة، ويمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلاً وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.

- فرضيات التحليل الفني: يقوم التحليل الفني على جملة افتراضات تتمثل فيما يلي:

أ- تحديد القيمة السوقية للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض، وقوى الطلب في السوق، وبالتالي يؤدي التغير في العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية إلى تغير اتجاه الأسعار⁽³⁾.

ب- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة، المعلومات المالية الخاصة بالسهم تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها مثل: الآراء، والأمزجة والتخمين⁽⁴⁾.

ج- إنشاء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإنّ الحالة العامة تقتضي بأنّ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين لفترة زمنية طويلة⁽⁵⁾.

إنّ التغير في علاقة العرض والطلب تؤدي إلى تغير اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة الأسباب⁽¹⁾.

(1) المرجع نفسه، ص 282.

(2) John.j.Murphy, *Technical Amallisis of the financial Markets*, institute of finance, London, 1999, P1.

(3) جلال إبراهيم العبد، تحليل الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 150.

(4) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(5) هوارى سويبي، مرجع سابق، ص 108.

غير أنّ الاعتراض الذي يطرح على فلسفة التحليل الفني يبدأ مع الفرض الثالث الذي يمثّل عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أنّ المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا يستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً، ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، معنى أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق تتغيّر تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً⁽²⁾.

- أدوات التحليل الفني: يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الأدوات التي تستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم، وتمثل في:

- المؤشرات الفنية: يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم إنتقاؤها من خلال معادلات رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالسهم أو الورقة المالية، حيث تضمن بيانات سعر الورقة المالية مزيج من السعر الافتتاحي أو الأسعار العليا والدنيا أو سعر الإطلاق خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإنّ عملية إيجاد المؤشرات الفنية تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في المعادلات الخاصة للحصول على بيانات المؤشر المحسبة.

وتكمن أهمية استخدام المؤشرات الفنية لعملية التحليل في توفير مناطق مختلفة لتحركات الأسعار بشكل لا تتمكن العين المجردة بمفردها إدراكه على الخرائط الفنية.

ويتم اللجوء إلى التحليل بواسطة المؤشرات الفنية لتحقيق أحد الأهداف الآتية⁽³⁾:

- الخرائط: يعتقد الفنيين أو ما يطلق عليهم اسم الخرائط في أنّ حركة التغيير في سعر السهم، عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً يمكن تحديده بوضع خرائط لذلك، وتتبع الأسعار من خلالها.

(1) جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ، ص 151.

(2) المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

(3) ميادة صلاح الدين، فتحي محمد سليمان، التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثمار بالاوراق المالية، دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010، ص 22.

ويقوم المحلل الفني بوضع الخرائط من أجل تتبع النمط وذلك عن طريق تتبع مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصيب هذه المعطيات في معلم تخصص محور له الزمن بالأيام أو الأشهر أو السنوات حسب امتداد الدراسة، أما المحور العمودي فهو الأسعار⁽¹⁾.

- أدوات التحليل الفني لأسهم المؤسسة: يمكن تطبيق أدوات التحليل الفني لأسهم المؤسسة على السوق ككل أو على أوراق مالية معينة، وحينما يتم تطبيقها على السوق ككل، فإن الغرض منها يكون تحديد الاتجاه العام، وعند تطبيقها على الأوراق الفردية فإن الغرض منها يكون إعطاء إشارة للمستثمر بالوقت الذي يقوم فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه على الموقف الحالي في ورقة مالية معينة.

- مؤشر الخريطة النسبية: تتفاوت الأسهم من حيث التقلب في أسعارها، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط، ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم التي تتسم بأسعارها بقوة نسبية، وهي الأسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز، هذا وتقاس القوة النسبية لسعر السهم بطريقة مختلفة، منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل سهم، وعلى أساسه يتم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع متوسط معدل العائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة، على أنها أسهم تتسم بالقوة النسبية⁽²⁾.

- المتوسط المتحرك: يعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخدامًا من قبل المحللين الفنيين، وتعد إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة؛ أي التخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة، والتقلبات الدورية أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها العام، صعودًا أو هبوطًا.

(1) المرجع نفسه، ص 23.

(2) جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 179.

فالمتوسط المتحرك مؤشر غير قائد أو السابق للسعر بل متأخر عنهن وتابع له فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، فالأسعار هي أساس حساب المتوسط ونتيجة لتغيير السعر يتغير المتوسط وأغلب المحللين الفنيين يستخدمون أسعار الإقفال لحساب المتوسطات، إلا أنه يمكن حسابه بأسعار أخرى⁽¹⁾.

2.2- التحليل الأساسي: يعتمد التحليل الأساسي على المعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة التي تنتهي إليها الورقة المالية، بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها المصدرة للورقة، بغرض تحقيق القيمة الحقيقية للورقة المالية.

فهو: " ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام، وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف المؤسسة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف الوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي للسهم، ومقارنته بسعر السوق، فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل، فيجب تجنب عملية الإستثمار في ذلك

(2)

ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظرتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل المعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم، كما يهدف أصحاب هذا المدخل في نهاية التحليل إلى البحث والوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة، إذ نجده يعتمد في ذلك على طرق التقييم⁽³⁾.

- فرضيات التحليل الأساسي: وتتمثل في⁽⁴⁾:

* السوق المالية كفاءة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، وذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة؛

(1) عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء: دراسة حالة شركة الإسمنت، مذكرة ماجستير، غ.م، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص: 53.

(2) المرجع نفسه، ص 55

(3) هواري سويسي، مرجع سابق، ص: 109

(4) مرجع نفسه، ص 110

* إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك بتحديد قيمة للأوراق المالية، ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعر لاتخاذ القرار المناسب.

- مداخل التحليل الأساسي: هناك أسلوبان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهما⁽¹⁾:

* أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي): حيث يتم تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه المؤسسة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل المؤسسة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للإستثمار فيها.

* أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي): يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف المؤسسة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

ويعتبر المنهجين مكملين، لأن التحليل من الأعلى إلى الأسفل، قد يهمل مؤسسات جديدة في تحليل الظروف الصناعة وبالمثل في التحليل من أسفل غلى أعلى، ويمكن المؤسسات التي تم تحليلها ليست أفضل المؤسسات المتاحة للإستثمار، أو قد تكون المؤسسة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غي ملائم. وعموماً يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينه اختيار أحد الأسلوبين، أو الجمع بينهما نقطتين أساسيتين وهما:

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية، وبأقل تكاليف ممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.

- ولا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو المحللين الماليين، لأنه لم يدرك السوق فيما بعد بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله، فإنه لا يمكن تحقيق أرباح إضافية.

(1) المرجع نفسه، ص 111.

المحاضرة الثالثة: طرق تقييم الأوراق المالية

ما يلاحظ عند استعراض مدخلي تحليل البيانات والمعلومات في مجال الأوراق المالية، بأن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يحتاج بعد مرحلة تجميع وتحليل البيانات لطرق التقييم التي تساعد في الوصول إلى القيمة الحقيقية. ويفيد التقييم بشكل عام المستثمرين الماليين في تسيير محافظهم واكتشاف فوارق القيمة، ومن ثم خدمة القرارات في مجال الإستثمار المالي.

فكما سبق الإشارة إليه، يحتاج المستثمرون في بورصة الأوراق المالية إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمار صائبة ورشيدة لاختيار الأسهم التي تشتري أو تباع أو يحتفظ بها، إذ يعتبر الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية هي أهم عامل مفضي لذلك، ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم، أمرًا ضروريًا لذلك. إنَّ ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية ومضاربة غير رشيدة، الأمر الذي ينعكس عنه انخفاض في كفاءة السوق، ومن ثم ارتفاع درجة المخاطرة النظامية، وما يترتب عليها من ارتفاع في معدل العائد المطلوب، وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه.

1- تقييم الأسهم العادية:

1.1- عوامل التقييم¹: هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الأسهم العادية أهمها:

- قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح: فكلما كانت قدرتها أكبر على تحقيق الأرباح كلما اتجه سعر السهم إلى الارتفاع والعكس بالعكس.

- التوزيعات النقدية على المساهمين: تحقيق المؤسسة لأية أرباح لا يعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فلكل مؤسسة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي يقررها المساهمون.

فالهدف الأساسي للمستثمر غير المضارب عند اتخاذه لقرار شراء أسهم هو الحصول على التوزيعات النقدية وخاصة المستثمر الذي يعتمد في معيشتة على هذه التوزيعات.

(1) عمار بن مالك، مرجع سابق، ص ص 51-55

- اتجاهات النمو في الأرباح: عند دراسة اتجاهات النمو في الأرباح، فإنه يتوجب الأخذ بعين الاعتبار الأرباح التي تحققت من العمليات المتعلقة بطبيعة العمل نفسه، حيث يتم استبعاد أي أرباح عرضية ناتجة عن عمليات ليست من طبيعة عمل المؤسسة.

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار: يمثل معدل الفائدة السائد بالإضافة إلى معدل خطورة الاستثمار في المؤسسة، وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقاً لمعدلات الفائدة السائد ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم.

2.1- طرق تقييم الأسهم العادية: يوجد نموذجان لتقييم الأسهم العادية يتمثلان في نموذج خصم توزيعات الأرباح، ونموذج مضاعف السعر إلى العائد "PER"*

أ- نموذج خصم توزيعات الأرباح: يرجع الفضل في اكتشاف نموذج خصم توزيعات الأرباح للاقتصادي " ج.ب.ويليامس – J.B.Williams عقب تعريفه في سنة 1938 للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، إذ حسبه تتمثل قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له، وتركز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي "إ.فيشر I-Fischer" الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، وذلك بتحليل معدلات الفائدة على أساس أنها مبالغ مالية يمكن تقديرها نقداً، وبذلك لم يسبق الاقتصادي " ويليامس " أي أحد في تطوير هذا المفهوم بشكله الكامل، وبالأخص عند تطبيقه لتحديد القيمة الجوهرية لسهم ما، والذي يقيّم بما يقدمه من توزيعات للأرباح، إذ تعبر هذه التقنية في التقييم على نموذج خصم توزيع الأرباح.

يحصل السهم العادي على تدفق نقدي في صورة توزيع أرباح متوقعة، بجانب أرباح محتجزة تحدث معدل النمو، ومعدل الخصم المناسب هو معدل العائد المطلوب من جانب الملاك (تكلفة الفرصة البديلة للملاك)، وعمر السهم العادي ما لا نهاية لهذا فإن معادلة تسعير السهم العادي تأخذ أكثر من شكل حسب معدل النمو كالاتي:

(*) لقد تم التطرق إلى نموذج مضاعف السعر على العائد "PER" في المحور الثالث من المطبوعة عند دراسة طرق تقييم المؤسسة.

- تدفق ينمو بمعدل نمو معدوم: تكون قيمة السهم كما يلي⁽¹⁾:

$$V = \frac{D}{t}$$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D: التوزيع المتوقع؛

t: معدل الخصم.

- تدفق ينمو بمعدل ثابت ابتداء من السنة الأولى يمتد إلى ما لا نهاية: وتسمى هذه الطريقة بطريقة "قوردن- شاييرو، Gordon-shapiro" غذ يمثل فحوى هذه الطريقة في افتراض أنّ توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت "" كما تقوم على افتراض أنّ التوقعات إلى ما لا نهاية، وعليه تصبح توزيعات الأرباح للسنة الواحدة تساوي توزيع الربح للسنة السابقة مضافا إليه معدل النمو وذلك على النحو التالي:

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

$$D_2 = D_1(1 + g) = D_0(1 + g)(1 + g) = D_0(1 + g)^2$$

$$D_3 = D_0(1 + g)^3$$

.....

$$D_i = D_0(1 + g)^i$$

إذن تعطي، "قوردن شاييرو"، كما يلي:

$$V = D_i \frac{1}{t - g}$$

مع شرط ،
 $t > g$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D_i : التوزيع المتوقع؛

t: معدل الخصم؛

(1) هواري سويسبي، مرجع سابق ، ص 204.

g: معدل نمو التوزيعات

- تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت: في هذا الإطار نجد نموذج "قوردن - شايبيرو-Gordon Shapiro" غير واقعي، مما يدعو إلى تبني نموذج يطوره بوضع معدل نمو ثابت، والذي يمثل حركية نمو المؤسسة وتطورها، وعمومًا ترتبط حالة النمو غير الثابت بالمؤسسات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه المؤسسة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة، والتي تكون على حساب إجراء توزيعات الأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض على أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الإبقاء عليه في المدى الطويل، حينئذ يسقر معدل النمو، وتقدم الصيغة وفق النموذج على النحو التالي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g_1)(1+g_2) \dots (1+g_i)}{(t-g)} + \frac{D_n(1+g)}{(t-g)} \times \frac{1}{(1+t)^n}$$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

g_1, g_2, \dots, g_i : معدلات النمو غير العادية؛

n: تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية؛

D_0 : التوزيعات الحالية؛

D_n : توزيعات من سنة n

t: معدل الخصم

ملاحظة: لا يمكن أبدا أن يكون معدل النمو أكبر من معدل الخصم لأن معدل النمو جزء من معدل الخصم، وذلك لأن معدل النمو يأتي من حاصل ضرب نسبة الأرباح المحتجزة \times معدل العائد المطلوب للملاك ولأن نسبة الأرباح المحتجزة لا يمكن أن تزيد عن واحد صحيح (100%) فمن غير المتصور أن يزيد معدل النمو عن معدل الخصم.

2- تقييم الأسهم الممتازة⁽¹⁾: لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالية تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية، ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات أرباح ثابتة، ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز.

وفي منها هذا الإطار فإنّ معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة قريبة جدًا من السندات، إلا أنّها أكثر خطرًا لأعلى حقهم من أنّ أصحاب الأسهم الممتازة لا يحصلون على حقهم من الأرباح، إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات وأقل من معدل العائد المطلوب من قبل الأسهم العادية.

وفق هذا الإطار فإنّ معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرّض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة، ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي:

$$V = \frac{D}{t}$$

حيث:

D:التوزيع السنوي؛

t:معدل الخصم.

3- تقييم السندات: تعتبر عملية تقييم السندات أسهل من عملية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة ودقة تحديد وتقدير التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السندات والمتمثل بمقدار الفوائد الدورية الثابتة والمعروفة.

إنّ قيمة السند سوف تتقلب ارتفاعًا أو انخفاضًا وفق التغير في أسعار الفائدة، فعندما ترتفع أسعار الفائدة فإنّ القيمة الحالية للسند سوف تنخفض نظرًا لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية على السند والعكس صحيح تمامًا.

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004، ص: 682.

ويستلزم تحديد قيمة السند في أي فترة في المستقبل معرفة:

- عدد الفترات المتبقية من عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق؛

- القيمة الاسمية للسند؛

- سعر الفائدة على السند؛

- معدل سعر الفائدة السوقية للسندات المتشابهة الخطر، وهو ما يمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر

بالسندات؛

هذه مجموعة من المتغيرات هي الأساس لتحديد القيمة الحالية للسند أي قيمته السوقية .

4- التقييم المؤسسية لغرض الاستثمار: ويتم ذلك بتحليل المؤشرات التالية:

- ربحية السهم "EPS"¹: تمثل ربحية السهم نصيب السهم من الأرباح المحققة خلال الفترة المالية وتحسب

بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على عدد الأسهم العادية، فربحية السهم مفهوم خاص بالسهم

العادي، ولا تعني شيء بالنسبة للسهم الممتاز، وفي حالة وجود أسهم ممتازة يتم استبعاد حصص أرباح الأسهم

الممتازة من صافي الدخل بعد الضريبة، للوصول إلى الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، وتحسب بالقانون

التالي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح - حصة الأسهم الممتازة من الأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة خلال العام}}$$

تعتبر ربحية السهم (أي نصيب السهم من الأرباح) من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون، والمقرضون،

وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية، وبدرجات متفاوتة، فقد دلت الأبحاث في حقل المحاسبة على وجود

علاقة طردية وموجبة بين ربحية السهم وسلوك سعر السهم والعائد على السهم.

وتتأثر عملية حساب ربحية السهم بهيكل رأس المال.وهنا يمكن التمييز بين حالتين:

* هيكل الرأس المال البسيط؛

* هيكل الرأسمال المركب.

(1) محمود عبد الحلیم الخلیلة، التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، دار وائل للنشر، ط6، 2012، الأردن، ص ص

يوصف رأس مال بأنه بسيطاً إذا لا يحتوي على خيارات بشراء أسهم عادية أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، مثل السندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية. وغياب هذه الأوراق المالية عن هيكل رأس المال يسهل عملية حساب ربحية السهم حيث يتم حساب قيمة واحدة لربحية السهم (ربحية السهم الأساسية) وتنشر قيمة واحدة لربحية السهم في القوائم المالية وهي ربحية السهم الأساسية.

وتحسب ربحية السهم في القوائم المالية بقسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة خلال الفترة، وهذا الأخير قد يختلف من عدد الأسهم العادية القائمة في نهاية السنة، إذا طرأ تغير على الأسهم العادية القائمة خلال السنة.

ويوصف رأس المال بأنه مركباً إذا تضمن هيكل رأس المال خيارات لشراء الأسهم العادية أو تضمن أوراق مالية قابلة للتحويل. مثل السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

فالأرباح ستقسم على حملة الأسهم المحولة والأسهم القائمة قبل التحويل، وربما أن تحويل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وارد، لا بد من تزويد مستخدمي القوائم المالية، خاصة المستثمرين، بأثر هذا التحويل إذا حصل على ربحية السهم.

ولذلك في حالة رأس مال مركب لا بد من حساب نوعين لربحية السهم:

* ربحية السهم الأساسية:

* ربحية السهم المخفضة.

$$\text{ربحية السهم الأساسية} = \frac{\text{صافي الربح - حصة الأسهم الممتازة من الأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة خلال العام}}$$

الأرباح المعدة لحملة الأسهم العادية هي عبارة عن صافي الدخل بعد الضريبة، إذا لم يكن هناك أسهم ممتازة في رأسمال، وفي حالة وجود أسهم ممتازة ضمن هيكل رأس المال ستستبعد حصص الأرباح على الأسهم

الممتازة من صافي الدخل بعد الضريبة، للوصول إلى الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، لأن حصص الإرباح الأسهم الممتازة تعتبر توزيعاً للربح وليس عبئاً على الدخل.

- تحليل نسب ربحية السهم: وتتمثل في⁽¹⁾:

- نسبة حصص الأرباح الموزعة: وتمثل نسبة الأرباح الموزعة كحصص أرباح على حملة الأسهم من الأرباح المحققة خلال الفترة، وتحسب كالتالي:

$$\text{نسبة حصص الأرباح الموزعة} = \frac{\text{حصص السهم الواحد من الأرباح الموزعة}}{\text{ربحية السهم}}$$

وتكون هذه النسبة متدنية إذا كانت المؤسسة تتصف بمعدلات نمو مضطربة، فتدني هذه النسبة يعني أن المؤسسة تحتفظ بالجزء الأكبر لتمويل النمو داخلياً، وحامل السهم في الغالب يفضل نسبة التوزيع المتدنية إذا كانت المؤسسة تستطيع أن تحقق معدل عائد على الأرباح غير الموزعة أعلى من المعدل الذي قد يحققه حامل السهم على هذه الأرباح لو وُزعت وقام هو باستثمارها، ومن جهة أخرى قد يفضل حامل السهم نسبة توزيع عالية إذا كان بحاجة إلى تدفقات نقدية أولديه فرص استثمارية أفضل من الفرص المتاحة للمؤسسة. وبشكل عام نسبة الأرباح الموزعة الملائمة والسياسة الملائمة للتوزيع تختلف من مؤسسة إلى أخرى وتعتمد على عوامل متعددة.

- نسبة الأرباح المحتجزة: تمثل نسبة الأرباح المحققة خلال الفترة الموالية، وعادة يتم الاحتفاظ بالأرباح كوسيلة لتمويل النمو والتوسع داخلياً، ولذلك تعبر هذه النسبة مؤشراً على النمو الداخلي للمؤسسة. عند احتساب الأرباح المحتجزة تطرح حصص الأرباح الموزعة على الأسهم العادية والأسهم الممتازة من صافي الدخل، وتكون هذه النسبة مؤشراً على النمو الداخلي للمؤسسة، عند احتساب الأرباح المحتجزة تطرح حصص الأرباح الموزعة على الأسهم العادية والأسهم الممتازة من صافي الدخل، وتكون هذه النسبة مرتفعة للمؤسسة النامية.

(1) محمود عبد الحليم الخليلية، مرجع سابق، ص ص 179-181

حصّة السهم الواحد من الأرباح الموزعة

= نسبة الأرباح المحتجزة

ربحية السهم

- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم (P/E): تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين السهم وربحية السهم. وتمثل السعر الذي يدفعه المستثمر لكل دينار من أرباح الفترة المالية الحالية. وبشكل عام ارتفاع نسبة الأسعار إلى الأرباح مؤشر على تفاؤل المستثمر بالقوة الإيرادية المستقبلية للمؤسسة ولكن على المحلل أن يمارس الحذر عند تفسير هذه النسبة، فقد يكون سبب ارتفاع النسبة انخفاض مؤقت في الأرباح للسنة الحالية ناجم عن خسائر غير عادية طارئة وتحسب هذه النسبة كالتالي:

سعر السهم العادي

= نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم

ربحية السهم

* القيمة الدفترية للسهم: يمثل نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين (حملة الأسهم العادية) وتحسب القيمة الدفترية للسهم باستخدام المعادلة التالية:

(إجمالي حقوق المساهمين – الأسهم الممتازة)

= القيمة الدفترية للسهم

عدد الأسهم العادية القائمة

تستبعد الأسهم الممتازة من حقوق المساهمين للوصول إلى القيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية وتستبعد الأسهم الممتازة بقيمة التصفية، وإذا لم يتم الإفصاح عن قيمة التصفية في القوائم المالية، تستبعد الأسهم الممتازة بقيمتها الدفترية.

5- تقييم السندات⁽¹⁾:

(1) محمود عبد الحليم الخلايلة، مرجع سابق، ص ص 308-312

يعبر السند كما ذكرنا سابقًا عن ورقة مالية تتضمن قرض بمقدار معين، فعندما تطرح المؤسسة ما سندات الاكتتاب العام تكون شروط هذه السندات محددة وتشمل هذه الشروط القيمة الاسمية ومعدل الفائدة الاسمي، وتواريخ دفع الفوائد، وجميع هذه الشروط تؤثر في المستثمر في شراء السند وتحديد سعره.

- تسعير السندات: قامت الكثير من الدراسات بتحديد العوامل المحددة لسعر السند وبشكل عام هناك عاملين رئيسيين في تحديد سعر السند هما:

أ- حجم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات وتوقيت هذه التدفقات؛

ب- معامل سعر الفائدة في السوق عند طرح السندات للاكتتاب.

وتنقسم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات إلى:

- دفعات الفوائد والتي قد تكون سنوية أو نصف سنوية (دورية) خلال مدة القرض.

- القيمة الاسمية للسندات والتي ستدفع في نهاية مدة القرض ولمرة واحدة.

ومن الأمور المهمة التي يركز عليها المستثمر في السندات هي درجة المخاطرة المرتبطة بالسندات وأكثر ما يهم المستثمر هو قدرة المؤسسة المصدرة للسندات على سداد القيمة الاسمية للسندات وقدرتها على دفع الفوائد في تواريخ استحقاقها، ودرجة المخاطرة المرتبطة بالسندات تحدد بشكل كبير معدل العائد الذي يتوقعه المستثمر في السندات على أمواله، ومعدل العائد على السندات في ظل شروط معينة هو معدل الخصم الذي يستخدمه مشتري السندات لخصم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات، والقيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية تشكل سعر السند.

وفقًا للنماذج الشائعة والمبسطة لتسعير السندات والتي تقوم على فرضيات معينة فإن سعر السند يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالسند.

وتشمل هذه التدفقات:

- القيمة الاسمية للسند التي ستدفع في نهاية مدة القرض؛

- الفوائد التي ستدفع بشكل دوري.

عندما تنوي المؤسسة معينة إصدار سندات فإنها تقوم بتحديد قيمة اسمية للسندات وبشكل عام عندما تنوي مؤسسو معينة إصدار سندات فإنها تقوم بتحديد قيمة اسمية للسندات وتلتزم بدفعها في نهاية مدة القرض، وتحاول أن تضع معدل الفائدة الاسمي بحيث، بحيث يكون قريب جداً أو مساوي لمعدل الفائدة المتوقع في السوق، والذي يتلاءم مع المستوى المخاطرة للسندات، ولكن إصدار السندات عادة يمر في إجراءات ومراحل طويلة نسبياً، وبالتالي سيكون هناك فجوة زمنية بين تاريخ تقديم طلب إصدار السندات وتاريخ طرح السندات وبيعها في السوق.

وخلال هذه الفترة قد يطرأ تغير أسعار الفائدة، وبذلك يختلف سعر الفائدة الاسمي المدون على السندات عن معدل الفائدة السائد في السوق ولكن السندات عن معدل الفائدة السائد في السوق، ولكن السندات سوف تسعر بناء على معدل الفائدة السائد في السوق في تاريخ طرحها للإصدار. فإذا كان معدل الفائدة في السوق أعلى من معدل الفائدة الاسمي لا تستطيع المؤسسة بيع السندات بالقيمة الاسمية، وذلك لأن لدى المقرضين في السوق فرص للإقراض بنفس الشروط بمعدل فائدة أعلى، لذلك لا يقبل المستثمر على شراء السند دون أن يعوض عن الفرق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة الاسمي خلال مدة القرض، ولهذا تباع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية في هذه الحالة أي بخصم إصدار وهذا الخصم هو بمثابة تعويض لمشتري السند مقابل فروقات الفوائد.

ومن جهة أخرى إذا كان سعر الفائدة في السوق أقل من معدل الفائدة الاسمي، لا تقبل المؤسسة المصدرة ببيع السندات بالقيمة الاسمية، بل تطالب بسعر أعلى لتعويضها عن الفرق في معدلات الفائدة، ولذلك تباع السندات بعلاوة إصدار، وذلك لأن المؤسسة ملتزمة قانونياً بدفع الفوائد وفقاً لمعدل الفائدة الاسمية المدونة على السند، ولا تستطيع تغييره.