

تم تحميل وعرض المادة من

# منهجي

mnhaji.com



موقع منهجي منصة تعليمية توفر كل ما يحتاجه المعلم  
والطالب من حلول الكتب الدراسية وشرح للدروس  
بأسلوب مبسط لكافة المراحل التعليمية وتوزيع  
المناهج وتحضير وملخصات ونماذج اختبارات وأوراق  
عمل جاهزة للطباعة والتحميل بشكل مجاني

حمل تطبيق منهجي ليصلك كل جديد



قررت وزارة التعليم تدرّيس  
هذا الكتاب وطبعه على نفقتها



المملكة العربية السعودية

# الإدارة الماليّة 1-2

التعليم الثانوي - نظام المسارات  
السنة الثانية

ح) وزارة التعليم، ١٤٤٤ هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

وزارة التعليم

الإدارة الماليّة ١-٢ - المرحلة الثانوية - نظام المسارات - السنة الثانية /

وزارة التعليم - ط٤٤٤ - الرياض، ١٤٤٤ هـ

٢١٠ ص؛ سم

ردمك: ٠-٣٤١-٥١١-٦٠٣-٩٧٨

١- الإدارة الماليّة - تعليم ٢- الماليّة العامّة - كتب دراسية ٣- التعليم

الثانوي - السعودية - كتب دراسية أ. العنوان

ديوي ٦٥٨,١٥ ١٤٤٤/٣٦٥١

رقم الإيداع: ١٤٤٤/٣٦٥١

ردمك: ٠-٣٤١-٥١١-٦٠٣-٩٧٨

مواد إثنائية وداعمة على "منصة عين الإثنائية"



IEN.EDU.SA

تواصل بمقترحاتك لتطوير الكتاب المدرسي



FB.T4EDU.COM



وزارة التعليم

Ministry of Education

2022 - 1444

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إن تقدم الدول وتطورها يقاس بمدى قدرتها على الاستثمار في التعليم، ومدى استجابة نظامها التعليمي لمتطلبات العصر ومتغيراته. وحرصاً من وزارة التعليم على ديمومة تطوير أنظمتها التعليمية، واستجابة لرؤية المملكة العربية السعودية 2030، فقد بادرت الوزارة إلى اعتماد نظام "مسارات التعليم الثانوي" بهدف إحداث تغيير فاعل وشامل في المرحلة الثانوية. إن نظام مسارات التعليم الثانوي يقدم نموذجاً تعليمياً متميزاً وحديثاً للتعليم الثانوي في المملكة العربية السعودية يسهم بكفاءة في:

- تعزيز قيم الانتماء إلى وطننا المملكة العربية السعودية، والولاء لقيادته الرشيدة حفظهم الله، انطلاقاً من عقيدة صافية مستندة إلى التعاليم الإسلامية السمحة.
- تعزيز قيم المواطنة من خلال التركيز عليها في المواد الدراسية والأنشطة، اتساقاً مع مطالب التنمية المستدامة، والخطط التنموية في المملكة العربية السعودية التي تؤكد على ترسيخ ثنائية القيم والهوية، والقائمة على تعاليم الإسلام والوسطية.
- تأهيل الطلبة بما يتوافق مع التخصصات المستقبلية في الجامعات والكليات أو المهن المطلوبة؛ لضمان اتساق مخرجات التعليم مع متطلبات سوق العمل.
- تمكين الطلبة من متابعة التعليم في المسار المفضل لديهم في مراحل مبكرة، وفق ميولهم وقدراتهم.
- تمكين الطلبة من الالتحاق بالتخصصات العلمية والإدارية النوعية المرتبطة بسوق العمل، ووظائف المستقبل.
- دمج الطلبة في بيئة تعليمية ممتعة ومحفزة داخل المدرسة قائمة على فلسفة بناءية، وممارسات تطبيقية ضمن مناخ تعليمي نشط.



## مقدمة

- نقل الطلبة عبر مرحلة تعليمية متكاملة بدءاً من المرحلة الابتدائية حتى نهاية المرحلة الثانوية، وتسهيل عملية انتقالهم إلى مرحلة ما بعد التعليم العام.
  - تزويد الطلبة بالمهارات التقنية والشخصية التي تساعدهم على التعامل مع الحياة، والتجاوب مع متطلبات المرحلة.
  - توسيع الفرص أمام الطلبة الخريجين عبر خيارات متنوعة، إضافة إلى الجامعات مثل: الحصول على شهادات مهنية، والالتحاق بالكليات التطبيقية، والحصول على دبلومات وظيفية.
- ويتكون نظام المسارات من تسعة فصول دراسية تُدرّس في ثلاث سنوات، تتضمن سنة أولى مشتركة يتلقى فيها الطلبة الدروس في مجالات علمية وإنسانية متنوعة، تليها سنتان تخصصيتان، يُسكّن بها الطلبة في مسار عام وأربعة مسارات تخصصية تتسق مع ميولهم وقدراتهم، وهي: المسار الشرعي، مسار إدارة الأعمال، مسار علوم الحاسب والهندسة، مسار الصحة والحياة، وهذا ما يجعل هذا النظام الأفضل للطلبة من حيث:
- وجود مواد دراسية جديدة تتوافق مع متطلبات الثورة الصناعية الرابعة والخطط التنموية، ورؤية المملكة 2030، تهدف إلى تنمية مهارات التفكير العليا وحل المشكلات، والمهارات البحثية.
  - برامج المجال الاختياري التي تتسق مع احتياجات سوق العمل وميول الطلبة، حيث يُمكن الطلبة من الالتحاق بمجال اختياري محدد وفق مصفوفة مهارات وظيفية محددة.
  - مقياس ميول يضمن تحقيق كفاءة الطلبة وفعاليتهم، ويساعدهم في تحديد اتجاهاتهم وميولهم، وكشف مكامن القوة لديهم، مما يعزز من فرص نجاحهم في المستقبل.
  - العمل التطوعي المصمم للطلبة خصيصاً بما يتسق مع فلسفة النشاط في المدارس، ويُعدّ أحد متطلبات التخرج؛ مما يساعد على تعزيز القيم الإنسانية، وبناء المجتمع وتنميته وتماسكه.
  - التجسير الذي يُمكن الطلبة من الانتقال من مسار إلى آخر وفق آليات محددة.
  - حصص الإتقان التي يتم من خلالها تطوير المهارات وتحسين المستوى التحصيلي، من خلال تقديم حصص إتقان إثرائية وعلاجية.
  - خيارات التعليم المدمج، والتعلم عن بعد الذي بُني في نظام المسارات على أسس من المرونة، والملاءمة والتفاعل والفعالية.



## مقدمة

- مشروع التخرج الذي يساعد الطلبة على دمج الخبرات النظرية مع الممارسات التطبيقية.
- شهادات مهنية ومهارية تُمنح للطلبة بعد إنجازهم مهام محددة، واختبارات معينة بالشراكة مع جهات تخصصية.
- ويُعد مسار إدارة الأعمال بالتالي أحد المسارات المستحدثة في المرحلة الثانوية، الذي يساهم في تحقيق أفضل الممارسات عبر الاستثمار في رأس المال البشري، وإكساب الطلبة المعارف والخبرات والمهارات المواكبة للثورة الصناعية الرابعة، وتحديات القرن الحادي والعشرين، كما يسعى المسار إلى إكساب الطلبة المهارات اللازمة للتعامل مع التحديات الإدارية والمالية في عصر الاقتصاد الرقمي باعتباره مستقبلاً اقتصادياً، وهذا ما أكدت عليه (1) مضامين رؤية المملكة (2030، 2) وبرنامجاً تنمية القدرات البشرية وجودة الحياة، (3) علاوة على حاجة سوق العمل إلى كوادرات بشرية مؤهلة للعمل في وظائف المستقبل؛ لتعزيز قيم العمل الجاد، والانضباط، والعزيمة، والمثابرة، والإيجابية، والمرونة، والقيم الوطنية، وتعزيز الانتماء الوطني، ودعم ثقافة الابتكار وريادة الأعمال، ودعم قيمة العمل التطوعي، وتهيئة الطلبة لسوق العمل، وتوسيع الفرص التعليمية أمامهم؛ مما يساهم في إعدادهم لمواصلة الدراسة الجامعية، أو الحصول على شهادات مهنية في أحد التخصصات ذات العلاقة.
- وتُعد مادة الإدارة المالية إحدى المواد الرئيسة في مسار إدارة الأعمال التي تساعد الطلبة على:
  - معرفة وفهم أهم المفاهيم الأساسية في الإدارة المالية.
  - معرفة الجهات ذات العلاقة من مؤسسات وأسواق مالية ودورها في اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار على مستوى الفرد والشركة.
  - تعريف الطالب بأهمية التحليل المالي وكيفية الاستفادة منه في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية على مستوى الفرد والشركة.
  - التركيز على مفهوم العائد والمخاطر والقيمة الزمنية للنقود.



كما تشتمل هذه المادة على أعمال تطبيقية لما يتعلمه الطالب؛ لحل مشاكل واقعية تحاكي مستوياته المعرفية. بتوجيه وإشراف من المعلم.

ويتميز كتاب الإدارة الماليّة بأساليب حديثة، تتوافر فيها عناصر الجذب والتشويق، والتي تجعل الطلبة يُقبلون على تعلمه والتفاعل معه، من خلال ما يقدمه من مفاهيم وتدريبات وأنشطة متنوعة، كما يؤكد هذا الكتاب على جوانب مهمة في تعليم دور المدير المالي في التحليل والتقييم واتخاذ القرار، تتمثل في:

- الترابط الوثيق بين المحتويات والمواقف والمشكلات الحياتية.
- تنوع طرائق عرض المحتوى بصورة جذابة مشوقة.
- إبراز دور المتعلم في عمليات التعليم والتعلم.
- الاهتمام بترابط محتوياته مما يجعل منه كلاً متكاملًا.
- الاهتمام بتوظيف التقنية في المواقف المختلفة.
- الاهتمام بتوظيف أساليب متنوعة في تقويم الطلبة بما يتناسب مع الفروق الفردية بينهم.

ولمواكبة التطورات العالمية في هذا المجال، فإن كتاب الإدارة الماليّة سوف يوفر للمعلم مجموعة متكاملة من المواد التعليمية المتنوعة التي تراعي الفروق الفردية بين الطلبة، بالإضافة إلى البرمجيات والمواقع التعليمية، التي توفر للطلبة فرصة توظيف التقنيات الحديثة والتواصل المبني على الممارسة؛ وهذا ما يؤكد دوره في عملية التعليم والتعلم.

وأخيرًا، نرجو من الله - العليّ القدير - أن يسهم هذا الكتاب في تهيئة وتأهيل أبنائنا وبناتنا الطلبة إلى عالم العمل والأعمال، ويكون حافزًا لاستثمار طاقاتهم، لبناء مستقبلهم والإسهام في تنمية وطنهم.

والله ولي التوفيق





4 ..... مقدمة

14 ..... تمهيد

16 ..... **الفصل 1 مدخل إلى الأسواق المالية**

16 ..... أهداف التعلم

18 ..... 1.1 الأسواق

18 ..... 1.1 (أ) أسواق الأوراق المالية

20 ..... 1.1 (ب) الأنواع الرئيسية للأوراق المالية المتداولة

22 ..... 1.1 (ج) صناعات السوق

26 ..... 2.1 آليات الاستثمار في الأوراق المالية

26 ..... 2.1 (أ) آليات الوساطة المالية

28 ..... 2.1 (ب) التداول في السوق المالية السعودية

29 ..... 3.1 العمليات الخاصة بشراء الأوراق المالية

29 ..... 3.1 (أ) الشراء بالهامش

31 ..... 3.1 (ب) البيع على المكشوف

32 ..... 3.1 (ج) الأوراق المالية الأخرى

34 ..... 4.1 مقاييس أسعار الأوراق المالية

34 ..... 4.1 (أ) انكماشات السوق

34 ..... 4.1 (ب) مؤشر السوق

37 ..... 5.1 الأوراق المالية الأجنبية

37 ..... 5.1 (أ) إيصالات الإيداع

37 ..... 5.1 (ب) السندات الدولية



39	6.1 المنافسة في أسواق الأوراق المالية	
39	6.1 (أ) فرضية كفاءة السوق	
41	6.1 (ب) التداول الداخلي	
42	ملخص	
43	الأسئلة	
44	التمرينات	
48	أسئلة المراجعة	
50	المصطلحات الرئيسية	
52	المعادلات الأساسية	
53	حالة دراسية بسيطة 1.1: القرارات الاستثمارية	
54	حالة دراسية بسيطة 2.1: فرضية كفاءة السوق	
55	حالة دراسية بسيطة 3.1: المركز الطويل والمركز القصير	
56	حالة دراسية: الاستراتيجيات الاستثمارية	
58	تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود	<b>الفصل 2</b>
58	أهداف التعلم	
60	1.2 تكلفة الفرصة البديلة	
60	1.2 (أ) تكلفة الفرصة البديلة الشخصية	
61	1.2 (ب) تكلفة الفرصة البديلة المالية	
61	1.2 (ج) طرق حساب العائد	
65	2.2 القيمة المستقبلية لمبلغ واحد	
69	3.2 القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية)	
72	4.2 القيمة الحالية لمبلغ واحد	
75	5.2 القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية)	



## فهرس

6.2	الحالات الأخرى للقيمة الزمنية للنقود	78
6.2 (أ)	المبالغ غير المتساوية	78
6.2 (ب)	الفترات الزمنية التي تقل عن العام	78
6.2 (ج)	التراكمات غير السنوية	78
6.2 (د)	حسابات مدفوعات القرض	78
	ملخص	80
	الأسئلة	80
	التمرينات	82
	أسئلة المراجعة	84
	المصطلحات الرئيسية	86
	المعادلات الأساسية	87
	حالة دراسية بسيطة 1.2: حساب القيمة الزمنية للنقود المخصصة للاستثمار	88
	حالة دراسية بسيطة 2.2: العلاقة بين القيمة الزمنية للنقود واتخاذ القرارات الشخصية	
	المالية	89
	حالة دراسية: اختيار مشروع رأسمالي	90
	المخاطر وطرق قياسها	92
	أهداف التعلم	92
1.3	المخاطر	94
1.3 (أ)	أنواع المخاطر	94
1.3 (ب)	مخاطر العمل غير القابلة للتحكم	96
1.3 (ج)	مخاطر العمل القابلة للتحكم	98
2.3	العائد على الاستثمار	99
3.3	مصادر المخاطر	102

## الفصل 3



104	4.3 قياس المخاطر.....	
104	4.3 (أ) قياس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري.....	
106	4.3 (ب) معامل "بيتا".....	
107	4.3 (ج) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والعائد المطلوب من الاستثمار.....	
110	5.3 استراتيجيات إدارة المخاطر.....	
110	5.3 (أ) تخطيط برنامج إدارة المخاطر.....	
111	5.3 (ب) عملية إدارة المخاطر.....	
112	5.3 (ج) طرق إدارة المخاطر.....	
115	5.3 (د) تنوع المخاطر.....	
118	ملخص.....	
119	الأسئلة.....	
122	التمرينات.....	
123	أسئلة المراجعة.....	
124	المصطلحات الرئيسية.....	
126	المعادلات الأساسية.....	
127	حالة دراسية بسيطة 1.3: قرارات الاستثمار.....	
128	حالة دراسية بسيطة 2.3: إدارة المخاطر والتأمين.....	
129	حالة دراسية بسيطة 3.3: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).....	
130	حالة دراسية: الاستشارات الاستثمارية.....	
132	الأسهام والسندات.....	<b>الفصل 4</b>
132	أهداف التعلم.....	
134	1.4 مصادر التمويل.....	
134	1.4 (أ) الأسهم.....	



## فهرس

135	2.4 الأسهم العادية
140	3.4 سياسة توزيعات الأرباح
142	3.4 (أ) التوزيعات النقدية
146	3.4 (ب) التوزيعات السهمية
147	3.4 (ج) تجزئة الأسهم
149	3.4 (د) إعادة شراء الأسهم
151	4.4 الأسهم الممتازة
151	4.4 (أ) تحليل الأسهم الممتازة
153	5.4 السندات
153	5.4 (أ) خصائص أدوات الدين
157	5.4 (ب) أنواع سندات الشركات
160	6.4 السداد المبكر للدين
160	6.4 (أ) استدعاء الدين
161	6.4 (ب) الأوراق المالية الحكومية
162	6.4 (ج) الدين القومي
164	ملخص
165	الأسئلة
167	التمرينات
168	أسئلة المراجعة
169	المصطلحات الرئيسية
172	المعادلات الأساسية
173	حالة دراسية بسيطة 1.4: مشكلات مرتبطة بأسهم الشركات
174	حالة دراسية بسيطة 2.4: الأسهم العادية مقابل الأسهم الممتازة
175	حالة دراسية بسيطة 3.4: السندات
176	حالة دراسية: مصادر التمويل



178	تكالفة رأس المال
178	أهداف التعلّم
180	1.5 تكالفة رأس المال
180	1.5 (أ) تكالفة الدين
182	1.5 (ب) تكالفة الأسهم الممتازة
184	1.5 (ج) تكالفة الأسهم العادية
190	2.5 المتوسط المرجح لتكالفة رأس المال
193	3.5 هيكل رأس المال الأمثل
197	4.5 المسائل الأخرى في مجال هيكل رأس المال
198	ملخص
198	الأسئلة
200	التمرينات
202	أسئلة المراجعة
203	المصطلحات الرئيسة
204	المعادلات الأساسية
205	حالة دراسية بسيطة 1.5: تكالفة رأس المال للدين
206	حالة دراسية بسيطة 2.5: تكالفة رأس المال للأسهم العادية
207	حالة دراسية بسيطة 3.5: المتوسط المرجح لتكالفة رأس المال
208	حالة دراسية: تكالفة رأس المال لنشاطات الشركة العالمية الموسعة



في عالم الأعمال التجارية، يشير مصطلح المائيّة إلى توريد الأموال وإدارتها وتنظيمها والإشراف عليها. ومن هذا المنطلق، يتعدّد على الأعمال التجارية تحقيق النجاح ما لم تمتلك صورة واضحة بشأن أساسيات المائيّة. مهما كان المسار الوظيفي الذي ستسلكه في الحياة - سواء تولّيت منصب الرئيس التنفيذي لشركة كبيرة، أو أصبحت مستثمراً فردياً، أو صاحب شركة صغيرة مستقلة - فستدعي الحاجة لمعرفة المفاهيم والممارسات المائيّة.

المائيّة مجالٌ واسعٌ بحد ذاته. من منظور الأفراد، تشمل المائيّة المؤسّسات المائيّة والاستثمارات. يكاد لا يمر يومٌ دون التعامل مع المؤسّسات المائيّة، فمثلاً، يقوم الأفراد بتحرير الشيكات واستلامها، ومراجعة أرصدهم المصرفية عبر الإنترنت، واستخدام بطاقات الخصم أو الائتمان. فعندما تصبح راشداً، سيتزايد تعاملك مع المؤسّسات المائيّة في الحياة اليومية. غالباً ما يتخذ الأفراد قرارات استثمارية لخدمة غرض محدد، مثل الاستثمار في حسابات التقاعد أو حسابات التوفير لمصروفات التعليم. كما قد يبيعون سهماً يعتقدون أنه ذو قيمة مرتفعة أو يشترون سهماً يعتقدون أنه دون قيمته الفعلية. تشكّل القرارات الاستثمارية جزءاً لا يتجزأ من تعاملات العديد من الناس الذين يتخذونها بشكل دوري دون أن يدركوا ذلك، كقرار ادخارهم لمبلغ من المرتّب الشهري لاستثماره في خطة التقاعد، الأمر الذي يُعدّ قراراً استثمارياً بحتاً، حتى لو لم يحدد الفرد نوع الأصول في الخطة التي وضعها. والأمر سيّان عندما يودع شخص ما أموالاً في صندوق مشترك أو يواصل الاحتفاظ بسهم ما. فالالتزام بهذه الخيارات هو قرار استثماري بحد ذاته.

وبدورهم، يتخذ أصحاب الأعمال والمديرون قرارات مائيّة على الدوام، لذلك غالباً ما يُشار إلى الجانب الثالث للمائيّة باسم المائيّة التجارية أو مائيّة الشركات. في المقابل، يتخذ موظفو الحكومات والمؤسّسات غير الربحية أيضاً قرارات مائيّة مشابهة. ونظراً إلى تأثير التدفقات النقدية المستقبلية الصادرة والواردة على القرارات المائيّة الحالية، يمكن الاستعانة بالعديد من الأدوات المستخدمة لاتخاذ القرارات المائيّة التجارية في سياق القرارات المائيّة غير التجارية.

من ناحية أخرى، تشكّل المؤسّسات المائيّة والاستثمارات والتمويل التجاري شبكة مترابطة. وفيما تحمل بعض الموادّ الدراسية في مجال المائيّة اسم "مائيّة الشركات" يُطلق على بعضها الآخر عناوين مثل "الإدارة المائيّة". ولتوضيح الالتباس، ينصبّ تركيز مائيّة الشركات على اتخاذ القرارات المائيّة التجارية، في حين تغطي الإدارة المائيّة موضوعات أوسع وتجمع ما بين المؤسّسات المائيّة والاستثمارات ومائيّة الشركات، على الرغم من أن تركيزها ينصبّ عادةً على تطبيق هذه الموضوعات على عملية اتخاذ القرارات المائيّة.



تمهيد

تُعدّ ماليّة الشركات مدخلاً إلى عالم المؤسّسات الماليّة التي تؤدي دوراً مركزياً على مستوى الاقتصاد السعودي. وتشمل هذه المؤسّسات الهيئات التنظيمية والوسطاء الذين يسهّلون مختلف المعاملات ويخدمون الأسواق الماليّة، من أهمها البنك المركزي السعودي (ساما) الذي يؤدي مجموعة من الوظائف المهمة في ما يتعلق بإصدار العملات و سن السياسات النقدية وتنظيم القطاع المصرفي. كذلك، تُعدّ السوق الماليّة السعودية (تداول) مؤسسة رئيسة أخرى لها من أهمية في ربط الشركات بالمستثمرين. كما يوضح الكتاب، فإن السوق الماليّة السعودية هي إحدى المؤسّسات المتعددة التي تدعم أهداف رؤية السعودية 2030. يشكّل هذا الكتاب مقدّمةً إلى المجالات الرئيسيّة المرتبطة بالماليّة ويقدم قاعدةً من المعرفة الواسعة بالماليّة التي يمكن الاعتماد عليها كمرجع. كذلك يحدد هذا الكتاب المفاهيم العملية للمصطلحات المتعلقة ببيئة اتخاذ القرارات الماليّة وآلياتها. إلى جانب التعريف بمجال الماليّة الواسع، يهدف كتاب الإدارة الماليّة أيضاً إلى تشجيع الطلبة على القيام بأعمال إضافية في هذا المجال. لذلك ستحتاج إلى خلفية أساسية ستكتسبها من خلال دراستك لمختلف جوانب الماليّة. وعليه، يضع هذا الكتاب الخطوط العريضة التي من شأنها أن تشجع وتسهّل حصولك على مقرّرات إضافية في مجال الماليّة.

## الخصائص التربوية

تحتوي جميع الكتب على مجموعة متنوعة من الأدوات التربوية المصممة لتحسين التعلم. يتم إدراج **أهداف التعلّم** في بداية كل فصل لعرض مخطط واضح حول المفاهيم المستهدفة. بعد الانتهاء من الفصل، من المفيد إعادة النظر في أهداف التعلّم هذه للتأكد من فهم كل خطوة بوضوح. يتم تمييز **المصطلحات الرئيسيّة** بخط عريض في صلب النص، مع وضع التعريفات بخط داكن في الهوامش. ثم يتم تكرار هذه المصطلحات الرئيسيّة في نهاية كل فصل وإدراجها في جدول، لتسهيل الرجوع إليها ومراجعتها. يتم عرض **الأسئلة والتمرينات وأسئلة المراجعة** في نهاية كل فصل، لتحفيز التفكير واختبار مدى استيعاب المفاهيم. ترد في الفصول تمارين **جرب بنفسك**، وهي مسائل وتمارين عديدة يمكن من خلالها مراجعة المادة. تكرر هذه المسائل بشكل أساسي مخططات النص أو تقدم اختلافات مباشرة في أمثلة النص. يرد في نهاية كلّ فصل **حالات دراسية بسيطة وحالة دراسية** حول مواضيع كل فصل. والحالة الدراسية الموسعة تكون مرفقة **بأسئلة الدراسة وبنشاط عبر الإنترنت** اختياري لاختبار فهم الطلبة وتحفيز فضولهم للبحث.





## مدخل إلى الأسواق المالية

### أهداف التعلم



- بعد الانتهاء من دراسة هذا الفصل، ستكون قادرًا على:
1. تقديم لمحة عامة عن الأسواق المالية وعن عملية تداول الأوراق المالية.
  2. تحديد آليات الاستثمار في الأوراق المالية.
  3. وصف الأوراق المالية المتخصصة، بما في ذلك الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.
  4. تفسير مختلف طرق القياس المستخدمة لتتبع أسعار الأوراق المالية.
  5. تفسير الأوراق المالية الأجنبية البديلة.
  6. وصف تأثير المنافسة على أسواق الأوراق المالية.

تُعدّ شبه الجزيرة العربية منذ القدم مركزًا تجاريًا تمرّ عبرها طرق تجارية متعدّدة. وكان التجار ينقلون اللبان والمرّ إلى الأسواق الرومانية بواسطة قوافل الجمال على طول طريق البخور. وقد واجه التجار عددًا من المخاطر عند شراء البضائع من إحدى الأسواق ونقلها وبيعها في أسواق أخرى، إذ لم تكن تخضع تلك الأسواق لأيّ تنظيمات، الأمر الذي عرض المستثمرين إلى خطر تكبّد الخسارة. بالإضافة إلى ذلك، كانت التجارة تتطلب تبادل المال في الأسواق المختلفة بعد التفاوض على أسعار الصرف. وكان الصيرفيون يربحون المال من الفارق السعري، أي الفارق بين سعر شراء العملات وسعر بيعها.

ولطالما بحث التجار عن طرق لتقليل المخاطر. ومن الاستراتيجيات التي اتّبعوها في هذا الإطار، تقاسم مخاطر الملكية بين عدد من المستثمرين، حيث يمكن لأيّ مجموعة من الأفراد الذين يمثلون كيانًا واحدًا أن يشاركوا المخاطر عبر تشكيل شراكة بينهم. وبذلك، يحصل كل فرد مقابل استثماره في الشركة على ملكية قانونية تتمثل في حصص من الأسهم. وبما أنّ المستثمرين يملكون أسهمًا، فهم يستطيعون شراء الحصص وبيعها في سوق أسهم ثانوية.

ومن أجل توزيع مخاطر التجارة الدولية، تحوّلت شركة الهند الشرقية الهولندية في العام 1602م إلى أول شركة متداولة علنًا تبيع الأسهم وتوزّع الأرباح على المستثمرين. وقد تأسست سوق أمستردام المالية في العام 1611م لتسهيل تداول أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية.



## الفصل 1 مدخل إلى الأسواق المالية

وبعد فترة وجيزة، شرعت شركات تجارية دولية أخرى في عرض أسهمها، وتداولها في الأسواق المالية، إلا أن بعضها لم يحقق النجاح وخسر عدد من الأفراد استثماراتهم.

يتناول هذا الفصل أسواق الأوراق المالية، ويركز بشكل خاص على أسواق الأسهم الدولية والسعودية. وفيه، سنشرح ما هي الأسواق المالية وما الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون وتجار الأوراق المالية، بالإضافة إلى آلية الاستثمار وإجراءات تسعير الأوراق المالية والأوراق المالية الأجنبية. وينتهي الفصل بمناقشة فرضية كفاءة السوق التي تعتبر أن عددًا قليلًا من المستثمرين سيتفوقون بأدائهم على السوق بعد سنوات.



كيف يربح الصيرفيون المال من فروق الأسعار؟





## 1.1 الأسواق

تعتبر السوق، بالاستناد إلى أبسط تعريف اقتصادي، المكان الذي يتبادل فيه البائع والمشتري المنتجات والخدمات. يأتي البائع بسلعة إلى السوق ويحدد لها سعراً، ثم يسأل المشتري البائع عن السعر. ويمكن للمشتري والبائع أن يتفاوضا مباشرة، أو أن يستعينا بطرف ثالث يُدعى الوسيط المالي للتفاوض والاتفاق.

### 1.1 (أ) أسواق الأوراق المالية Securities Markets

يتم يومياً تداول أسهم بقيمة تريليونات الريالات حول العالم. ولكن، لا يلتقي المشترون والبائعون أبداً، بل تُعدّ أسواق الأوراق المالية طرفاً ثالثاً كوسيط بين الطرفين لنقل **الأسهم Stocks** و**السندات Bonds** و**الصكوك Sukuk** من البائعين إلى المشتريين. وتتم عمليات التداول بواسطة أسواق مالية منظمة مثل السوق المالية السعودية. ومن أكبر الأسواق المالية في العالم هي سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) في الولايات المتحدة الأمريكية.

لا شك أنّ الاستثمار في الأوراق المالية قد يؤدي إلى خسارة محتملة. فاحتمال تحقيق الأرباح يعني احتمال الخسارة أيضاً. وعلى الرغم من أنّ أسواق الأسهم قد تكون الأشهر على مستوى جميع المؤسسات المالية، إلا أنّه غالباً ما يُساء فهم الغرض منها. فالوظيفة الأساسية التي تؤديها سوق الأسهم لا تتمثل في تمويل الشركات، بل في نقل الأوراق المالية من البائعين إلى المشتريين. وبالتالي، لا يتغيّر عدد الأوراق المالية ولا يُنقل المال إلى الشركات، بل تُنقل الملكية من البائع إلى المشتري.

وفي عام 1932م، بدأت السوق المالية السعودية بأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية الشركة العربية السعودية، وهي الشركة العربية للسيارات. وفي العام 1985م، تأسست السوق المالية السعودية كسوق تسمح بتداول الأوراق المالية، وبدأت في العام 1990م باستخدام نظام إلكتروني لتداول الأسهم. أمّا في العام 2001م، فتم اعتماد نظام متقدّم لآليات التداول والتسوية والمقاصة (لإتمام البيع) وهو سوق تداول. وقد خضعت تداول في العام 2007م لإعادة هيكلة وتحوّلت بالتالي إلى شركة مساهمة وفق المادة 20 من نظام السوق المالية، وأصبحت الكيان الوحيد المخوّل للعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وتتطلّع السوق المالية السعودية (تداول)، من خلال رؤيتها، إلى أن تكون سوقاً متكاملة تعزّز التنوع، وتنافس على الصعيد الدولي. أما مهمة السوق المالية السعودية، فتتمثل في عرض منتجات وخدمات مالية سليمة وفعّالة وجذابة تقدّم قيمة عالية للمشاركين وأصحاب المصلحة في السوق.

وتعمل السوق المالية السعودية (تداول)، تحت سلطة هيئة السوق المالية السعودية التي تحدّد القواعد التي تلتزم بها الشركات الراغبة في تداول الأوراق في السوق. في المقابل، في الولايات المتحدة الأمريكية، تحدّد هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية القواعد للشركات. وهذا يعني بشكل عام أنّ الأسواق المالية تطبّق عدداً من القواعد على الشركات الراغبة في

#### الأسهم

أوراق مالية تطرحها الشركات لزيادة رأس مالها وتمنح حاملها ملكية في الشركة

#### السندات

التزامات دين تصدر عن هيئات مثل الحكومات والشركات

#### الصكوك

الصك هو أداة شبيهة بالسند متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتستخدم في المالية الإسلامية لتمثيل حصص ملكية مباشرة للأصول

التداول فيها. وتنظم هيئة السوق المالية السعودية السوق المالية السعودية من خلال القواعد والتنظيمات اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية. وتشكل تنظيمات الهيئة بيئة استثمارية تعزز ثقة المستثمرين، وتدعم معايير الشفافية والإفصاح في جميع الشركات المعنية، كما وتحمي المستثمرين والمتداولين من التصرفات غير القانونية في السوق.

تسمح بعض الدول بإقامة سوق مالية موازية، ففتيح بالتالي للشركات الصغيرة التي لم تحقق متطلبات الأسواق المالية الكبرى فرصة بيع الأوراق المالية، مثل الأسهم، مباشرة عبر شبكة من الوسطاء الماليين وتجار الأوراق المالية، وذلك عوضاً عن مستثمر يشتري من سوق مالية مركزية. لا يبيع الوسيط المالي الأسهم فعلياً، بل يتصرف كوكيل يصل البائعين بالمشتريين. ومن جهتها، أنشأت المملكة العربية السعودية سوق نمو الموازية لتكون مصدرًا إضافيًا لتمويل الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية. ولا يتوجب على الشركات المدرجة في سوق نمو الموازية سوى تقديم طلبات معدلة وأقل تشددًا إلى هيئة السوق المالية السعودية وإلى السوق المالية السعودية (تداول). وبالتالي، تكون عمليات عرض الأوراق المالية وإدراجها أسهل وأكثر مرونة. ولا بد من القول إن السوقين تعملان بالطريقة عينها من حيث الجوهر، على الرغم من بعض الفروقات التنظيمية بالنسبة إلى المستثمر المحتمل.

وتجدر الإشارة إلى أن رؤية السعودية 2030 وضعت أهدافًا لتطوير سوق مالية متقدمة ومنفتحة على العالم، وسيسمح ذلك بمضاعفة فرص التمويل في المملكة العربية السعودية، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي. ومن أجل تحقيق هذا الهدف، يسهل نظام السوق المالية السعودية الوصول إلى أسواق الأوراق المالية والاستثمار والتداول فيها، ويسهل أيضًا إجراءات إدراج الشركات السعودية الخاصة والجهات الحكومية. وقد ساهمت التحسينات في السوق المالية السعودية في زيادة السيولة (التمويل) في الأسواق المالية، وتعزيز أسواق الديون وخلق فرص إضافية للاستثمار.





كيف ساهمت التقنية في تغيير سوق الأسهم؟

## 1.1 (ب) الأنواع الرئيسية للأوراق المالية المتداولة Major Types of Traded Securities

من المهم أن يفهم المستثمرون والمديرون الماليون الأنواع الرئيسية للأوراق المالية المتداولة. ففيما يحتاج المديرون الماليون إلى الحصول على رأس المال من المستثمرين، يحتاج المستثمرون إلى تحديد أفضل مجالات الاستثمار لتحقيق أعلى عائد مع مراعاة قدرتهم على تحمّل المخاطرة.

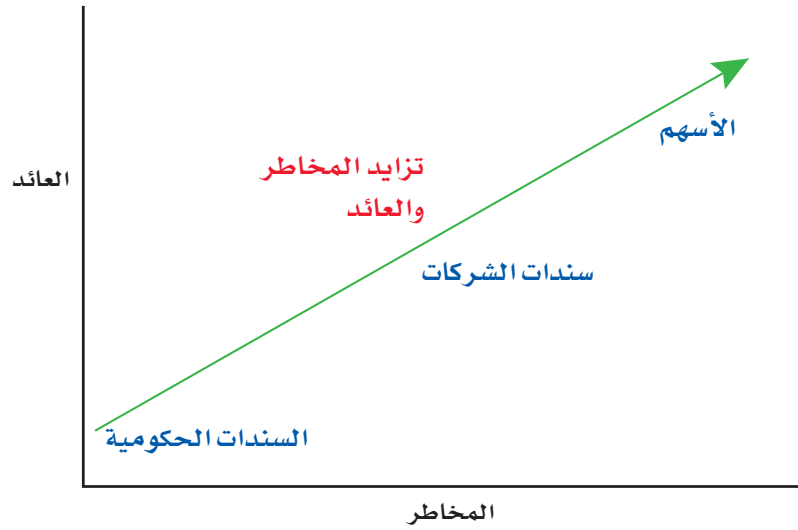
والأسهم والسندات هما النوعان الرئيسان للأوراق المالية:

1. الأسهم، أو حصص الملكية، يتم تداولها في أسواق مالية ثانوية تسهّل نقل الأوراق المالية الحالية بين المستثمرين.
2. السندات هي التزامات دين تصدر عن هيئات، مثل الحكومات والشركات.
  - 2.1 تصدر الحكومات سندات لتمويل عملياتها.
  - 2.2 تصدر الشركات سندات للحصول على الأصول.

يقدم المستثمرون الذين يشترون السندات قرضًا للجهات التي تصدرها. وبموجب القانون، تلتزم هذه الجهات بدفع عوائد على المبلغ الأصلي أي المبلغ المُقرَض، وتسدّد في معظم الأحيان المستحقّات عند حلول أجل السند أو عند استحقاقه في تاريخ معيّن. ويمكن خصم السندات بدلاً من دفع العوائد. ويُباع سند الخصم بثمن أقل من القيمة الصورية أي القيمة الفعلية للمال، إلا أنه يستلزم عند الاستحقاق دفع عائد محدد على الاستثمار. ويعتمد العائد من السندات على المخاطر المرتبطة بالجهة المعنية. وبشكل عام، تُعتبر السندات الحكومية الأكثر أمانًا، لذا يكون العائد المطلوب منها أقل. ويمكن للشركات أن تعتمد على تقييم السندات وتصنيفها.

الفصل 1 مدخل إلى الأسواق المالية

ويعتبر العائد المطلوب من الشركات متدنية المخاطر أقل مقارنة بالعائد المطلوب من الشركات عالية المخاطر. وفي هذا الإطار، يوضح الشكل 1.1 العلاقة بين المخاطر والعائد.



**الشكل 1.1**  
العلاقة بين المخاطر  
والعائد

تخصّص السوق المالية السعودية سوقاً للسندات والصكوك. والصك هو أداة شبيهة بالسند متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتُستخدم في المالية الإسلامية. أمّا السندات، فهي التزامات دين مع عوائد. ويُعتبر الصك حصة ملكية مباشرة للأصول يتمتع بها من يصدره. وكالاستثمارات الأخرى، يتم تداول الصكوك في الأسواق الثانوية.



هل تعتقد أنّ صغار المستثمرين يميلون أكثر إلى شراء الأسهم أم السندات؟ ولماذا؟



## إمكانية نقل الأوراق المالية تُعدّ عملية مهمة Transferability of securities is extremely important

يرغب المديرون الماليون في أن يتم تداول أوراقهم المالية في أسواق ثانوية حيث يمكن بيعها أو تحويلها إلى نقد. وهذا سيزيد من رغبة المستثمرين في شراء الأسهم والسندات والصكوك والاحتفاظ بها، فترتفع بالتالي قدرة الشركات على إصدار الأوراق المالية وزيادة رأس المال. أمّا من دون الأسواق الثانوية، فيتردّد المستثمرون في شراء الأوراق المالية حين تصدرها الشركات.

## من الضروري أن يفهم المديرون الماليون والمستثمرون الأسواق المالية Understanding exchange markets is vital for financial managers and investors

قد ترغب الشركات الناشئة الجديدة في عرض أسهمها بواسطة طرح عام أولي. كذلك، قد ترغب الشركات القائمة في إصدار أسهم إضافية أو إعادة شراء أسهمها أو إصدار السندات أو الصكوك. وفي الحالات جميعها، يستثمر كل من الأفراد والشركات على حد سواء في الأسواق للحصول على العوائد من استثماراتهم.



لماذا يتم إصدار السندات؟ ولماذا يشتريها المستثمرون؟

### 1.1 (ج) صنّاع السوق Market Makers

يوجد في الأسواق المالية تجار أوراق مالية يُعرفون باسم صنّاع السوق. لنفترض أنّ بائعاً يريد بيع سهم أو ورقة مالية أخرى، لكن لم يكن هناك مشترون مهتمون بهذه الورقة في ذلك اليوم. إلى أي حد يجب خفض سعر البيع المعروض؟ هل ينبغي وصوله إلى صفر ريال سعودي؟ لا، هذا سيسبّب نوعاً من الفوضى في السوق. لذلك، يضمن صنّاع سوق الأسهم الحفاظ على سعر السهم ضمن نطاق معيّن من خلال شراء الأسهم وبيعها، أي من خلال "صناعة السوق".

**وصانع السوق Market maker** هو متداول يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص. ويعمل صنّاع السوق في أنواع مختلفة من أسواق الأسهم، بالإضافة إلى أسواق السندات. وفي معظم الحالات، يكون صنّاع السوق تجاراً يتداولون في بنوك استثمارية كبيرة أو شركات

#### صانع السوق

هو متداول يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص

تجارية متخصصة أخرى. ويشرف "صانع السوق المعين" على تداول أسهم شركة ما (شراء الأسهم وبيعها) للتأكد من سير عملية التداول. فحين تتقلب أحوال التداول بهذه الأسهم، يتدخل صانع السوق المعين لشراء الأوراق المالية أو بيعها على حسابه الخاص. ويقترح صناع السوق المعينون شراء الأوراق المالية من البائعين أو بيعها للمشتريين. وبما أن المستثمرين يصنعون سوق الأوراق المالية، فهم يتمتعون بالقدرة على شراء الأسهم والسندات وبيعها. وقد حددت السوق المالية السعودية (تداول) عددًا من القواعد التي تنظم مشاركة صناع السوق السعوديين في عمليات التداول.

### مثال

لنفترض أن أحد صناع السوق يرغب في شراء سهم مقابل 200 ر.س. وبيعه مقابل 210 ر.س. في هذه الحالة، يُحدّد للورقة المالية **سعر العرض Bid price** و**سعر الطلب Ask price** على النحو الآتي 200-210. فصانع السوق ينوي شراء السهم من البائع بسعر العرض أي 200 ر.س.، كي يبيعه لاحقًا أو يطلب من المشتري سعر طلب أي 210 ر.س.

**سعر العرض  
وسعر الطلب**  
الأسعار التي  
يحددها صناع  
السوق ويلتزمون  
بها لشراء الأوراق  
المالية وبيعها

**الفارق سعري**  
الفرق بين سعر  
العرض وسعر  
الطلب

يضع صناع السوق أسعارًا محدّدة ويلتزمون بها لشراء الأوراق المالية أو بيعها. وفي هذا الإطار، يشير **الفارق السعري Spread** إلى الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب. ويندرج هذا الفارق ضمن تكلفة الاستثمار، ومن الأمثلة على ذلك عمولات الوساطة المالية (أي الرسوم التي يتقاضاها الوسيط المالي مقابل تنفيذ المعاملة). فحين يريد أحدهم شراء ورقة مالية، تُسمّى قيمة الورقة المالية المعروضة سعر العرض ويُسمّى السعر الذي يطالب به المشتري سعر الطلب. أمّا الفارق السعري بين سعر العرض وسعر الطلب، فيشير إلى تكلفة الحصول على الورقة المالية. وفي بعض الأسواق، تحديداً في حال تعامل أكثر من صانع سوق واحد مع الورقة المالية نفسها، يقل الفارق السعري بسبب المنافسة. أمّا في حال وجود صانع سوق واحد أو اثنين، فيرتفع الفارق السعري كنسبة مئوية من سعر العرض. لنأخذ مثالاً لإحدى الشركات التي أصدرت مجموعة من السندات وأتاحت لأكثر من بنك فرصة المشاركة في البيع. في هذا الإطار، سيتنافس صناع السوق التابعون للبنوك الاستثمارية على بيع السندات، فيتقلص بالتالي الفارق السعري. وتجدر الإشارة إلى أن الفارق السعري يتأثر أيضاً بحجم عمليات بيع وشراء الورقة المالية وبعدهم أسهم الشركة المتداولة. فإذا ارتفع حجم العمليات وعدد الأسهم المتداولة، يرتفع معها عادةً عدد صناع السوق. ونتيجة لهذه المنافسة، يقل الفارق السعري بين سعر العرض وسعر الطلب. ولكن، في المقابل، إذا انخفض عدد الأسهم المتداولة، يرتفع الفارق السعري في العادة.



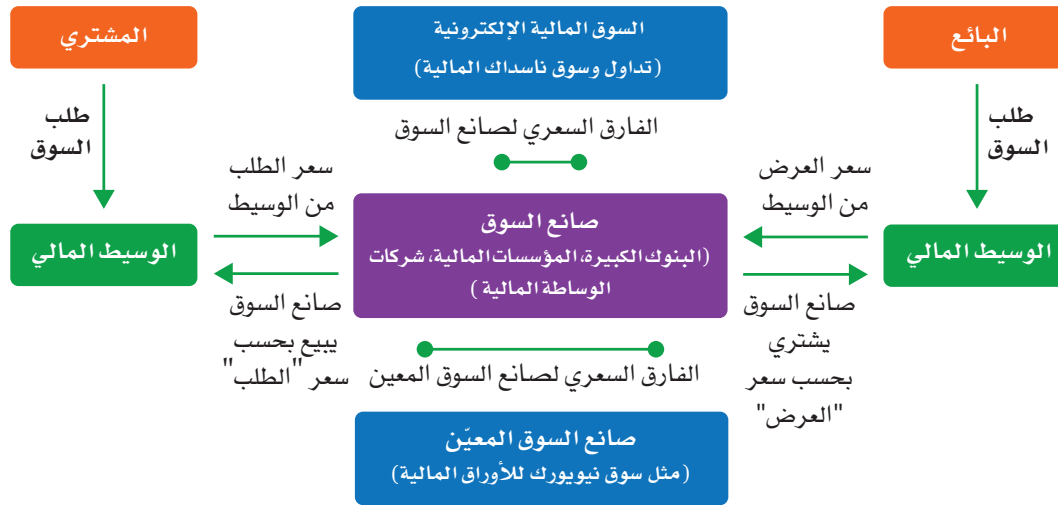


## الفصل 1 مدخل إلى الأسواق المالية

فيما يتعلّق بسوق نيويورك للأوراق المالية، كما هو الحال مع أسواق مالية أخرى، فهي تعتمد على مزاد مادي يديره صنّاع سوق معيّنون من الأفراد، وعلى مزادات مؤتمتة وقائمة على تسعيرات خوارزمية على الحاسوب يصدرها صنّاع سوق معيّنون ومشاركون آخرون في السوق. في المقابل، لا تستخدم بعض الأسواق المالية مثل السوق المالية السعودية سوى محرّكات تداول حاسوبية لتحديد سعر التوازن. ويتم تنفيذ جميع طلبات العرض والطلب المتوافقة والممكنة في نهاية يوم المزاد. ويعتمد سعر التنفيذ على سعر العرض والطلب عند إغلاق السوق، وهو السعر المرجعي أو سعر الافتتاح لليوم التالي.

وتستخدم الأسواق المالية الإلكترونية مثل السوق المالية السعودية وسوق ناسداك المالية، محرّكات المزادات لتحديد الأسعار. ولا بدّ من القول إنّ ذلك ساهم في خفض الفارق سعري إلى حد كبير، وبالتالي في خفض عمولات التجزئة المستحقة لصنّاع السوق. بالإضافة إلى ذلك، ارتفع بشكل كبير إجمالي تداولات الأسهم.

يوضح الشكل 2.1 عملية التداول. وفيها، يقدّم المشتري طلب شراء من خلال وسيط مالي مسجّل لبيع الأوراق المالية وشرائها في سوق مالية. بعد ذلك، يطرح الوسيط سعر الطلب وعدد الأسهم في السوق المالية. ومن ثمّ، يطابق صانع السوق طلب المشتري وفق سعر الطلب مع سعر العرض الذي يطرحه الوسيط المالي لصالح بائع معيّن. وبالتالي، تؤدي عملية العرض والطلب إلى تحديد سعر التسوية لتداول الأوراق المالية.



الشكل 2.1  
عملية التداول

يُعتبر الفارق سعري مصدرًا من مصادر الأرباح لصنّاع السوق، وذلك لأنهم يعيدون بيع الأوراق المالية التي يشترونها. وكما يوضح الشكل 2.1، إنّ فارق التداولات الإلكترونية أصغر بكثير من فارق التداولات التي تستعين بصنّاع السوق المعيّنين. كذلك، يحقّق صنّاع السوق أرباحًا عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية لأنّ قيمة الأوراق المالية التي يملكونها ترتفع أيضًا. في المقابل، يتحمّل صنّاع السوق أيضًا خطر انخفاض قيمة الأوراق المالية التي يحتفظون بها. وتُعدّ

هذه الأرباح مهمة بالنسبة إلى أسواق الأوراق المالية، إذ تحفز صنّاع السوق على تأدية وظيفتهم الأساسية أي بيع الأوراق المالية وشرائها.

ويضمن صنّاع السوق تنفيذ عملية الشراء وعملية البيع بحسب الأسعار التي يحدّدونها. وعليه، يكون المستثمرون على اطلاع بقيمة الأوراق المالية في وقت محدد ويدركون أنّهم قادرون على بيع الأوراق المالية التي يملكونها أو شراء أوراق مالية إضافية. لذلك، ينبغي تعويض صنّاع السوق عن هذه الخدمة، ويتم ذلك بشكل رئيس من خلال الفارق سعري بين سعر العرض وسعر الطلب.



ما أهمية صنّاع السوق بالنسبة إلى سير عمل سوق الأسهم؟

## تمريّات

### اختر الإجابة الصحيحة.

1. تتمثل الوظيفة الأساسية التي تؤديها سوق الأسهم في تمويل الشركات.  
صواب / خطأ
2. أسواق الأوراق المالية المنظمة هي:  
أ. أمثلة على البنوك التجارية.  
ب. أسواق تنقل المال من المودعين إلى المُقترضين.  
ج. أسواق ثانوية.  
د. أسواق لا تخضع لتنظيمات.
3. بموجب نظام السوق المالية السعودي، تُعتبر تداول الهيئة الوحيدة المخوَّلة للعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.  
صواب / خطأ
4. تحدّد تداول القواعد الواجب الالتزام بها من قبل الشركات الراغبة في تداول الأوراق المالية في السوق السعودية.  
صواب / خطأ





## 2.1 آليات الاستثمار في الأوراق المالية

لنفترض أنّ مستثمرًا يريد شراء سهم في أرامكو السعودية أو الشركة السعودية للصناعات الأساسية. في الأسواق المالية، يكون للشركات المسجلة رمز خاص بها واسم تداول. وفي السوق المالية السعودية تحديدًا، تحمل أرامكو السعودية اسم التداول "أرامكو السعودية"، والاسم الخاص بالشركة السعودية للصناعات الأساسية هو "سابك". ويتم تداول أسهم كلتا الشركتين بواسطة السوق المالية السعودية (تداول) التي تنصح المستثمرين المحتملين بالعمل مع أحد أعضائها، وهو عادة الوسيط المالي، وذلك لفتح محفظة استثمارية. يشمل المستثمرون المعتمدون المواطنين السعوديين، والشركات، والمؤسسات، والجمعيات الخيرية، والأوقاف، والشركات الاستثمارية، والمؤسسات العامة، والصناديق الحكومية، وسواهم من الأفراد المخولين لشراء الأسهم بواسطة السوق.

### 2.1 (أ) آليات الوساطة المالية Brokerage Mechanics

على النحو الموضح سابقًا في الشكل 2.1، يقدم المشتري طلب الشراء عبر الوسيط المالي الذي يعمل في شراء الأوراق المالية وبيعها لصالح العملاء عبر السوق المالية. وفي هذا الإطار، يجب التمييز بين الوسيط المالي من جهة و صانع السوق (تجار الأوراق المالية) من جهة أخرى حيث إنهما يؤديان أدوارًا أساسية مختلفة ضمن آليات شراء الأوراق المالية وبيعها. وبينما ينفذ الوسطاء الماليون طلبات العملاء، يصنع تجار الأوراق المالية السوق، أي يشترون الأوراق المالية وبيعونها على حسابهم الخاص. ولا بدّ من القول إنّ تجار الأوراق المالية يتحملون المخاطر المرتبطة بعمليات الشراء والبيع. أمّا الوسطاء الماليون، فلا يتحملون أي مخاطر قد تنشأ عن تقلب أسعار الأوراق المالية لأنهم يشترونها وبيعونها على حساب عملائهم، فيتحمّل المستثمرون بالتالي هذه المخاطر. ويتيح معظم الوسطاء الماليون لعملائهم، سواء من الشركات أو الأفراد، الشراء والبيع عبر الإنترنت من خلال منصات الوساطة المالية.

### أنواع الطلبات Order Types :

1. **طلب السوق Market order:** طلب لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل أفضل سعر متاح حين تقديم الطلب. يمكن أن يطلب المشتري من الوسيط المالي شراء الورقة المالية مقابل أفضل سعر متاح حين تقديم الطلب، وهو سعر الطلب الذي يحدده صانع السوق. ويسمى هذا النوع من الطلبات طلب السوق. ولكن في الواقع، لا يضمن المستثمر حصوله على الورقة المالية مقابل السعر حين تقديم الطلب، إذ قد يتغير هذا السعر عند تنفيذ الطلب. ولكن، بشكل عام، يُنفذ الطلب عادةً مقابل سعر الطلب أو بما يقاربه.

#### طلب السوق

طلب لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل أفضل سعر متاح حين تقديم الطلب



**2. طلب محدد Limit order:** طلب لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل سعر محدد. يمكن أن يتقدم المشتري بطلب محدد، وأن يضع سعراً أقل من السعر المعروض، فينتظر تراجع السعر ليصل إلى المستوى المحدد المطلوب.

### صلاحية الطلب Orders Validity:

تسمح قائمة التوقيت بوضع الطلب ليوم واحد (طلب يومي Day order) أو بإبقائه لمدة غير محددة، فيبقى سارياً إلى حين إلغائه أو تنفيذه (طلب صالح حتى إلغائه Good-till-canceled order).

وبعد إتمام الشراء أو البيع، يرسل الوسيط المالي إشعاراً لتأكيد تنفيذ التداول. ويوضح هذا التأكيد عدد الحصص ونوع الورقة المالية التي تم شراؤها أو بيعها، والسعر مقابل السهم، وإجمالي مبلغ الشراء أو البيع بما في ذلك رسوم المعاملة إن وجدت. وفي هذا الإطار، يوضح الشكل 3.1 قوائم الشراء والبيع المستخدمة في الوساطات المالية الإلكترونية.

الرمز	الاستراتيجية	أرامكو السعودية	39.70 ر.س.	39.25 / 2 PSE العرض / الحجم	نطاق اليوم 39.70 – 40.05
Aramco		39.83 / 1 EDGX الطلب / الحجم	39.95	39.75	نطاق 52 أسبوعاً 31.36 – 43.35
العملية	الكمية	سعر الافتتاح اليومي	الكمية	سعر الإغلاق السابق	
شراء	0	39.95	39.75		
نوع الطلب	السعر المحدد	الاستراتيجية	المبلغ المتوقع	ر.س.	
محدد		يوم فقط	بناءً على السعر المحدد		
(لا يشمل أي عمولة أو رسوم) تنتهي المهلة في نهاية يوم التداول إن لم يتم ملء الخانة					

الرمز	الاستراتيجية	أرامكو السعودية	39.70 ر.س.	39.25 / 2 PSE العرض / الحجم	نطاق اليوم 39.70 – 40.05
Aramco	سهم	39.83 / 1 EDGX الطلب / الحجم	39.95	39.75	نطاق 52 أسبوعاً 31.36 – 43.35
العملية	الكمية	سعر الافتتاح اليومي	الكمية	سعر الإغلاق السابق	
بيع	0	39.95	39.75		
نوع الطلب	الوقت	الاستراتيجية	المبلغ المتوقع	ر.س.	
طلب السوق	يوم فقط	يوم فقط	بناءً على السعر المحدد		
(لا يشمل أي عمولة أو رسوم) تنتهي المهلة في نهاية يوم التداول إن لم يتم ملء الخانة					

### طلب محدد

توجيه الوسيط المالي لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل سعر محدد

### طلب يومي

طلب للشراء أو البيع مقابل سعر محدد يتم إلغاؤه في نهاية اليوم في حال لم يتم تنفيذه

### طلب صالح حتى إلغائه

طلب للشراء أو البيع مقابل سعر محدد، على أن يبقى سارياً حتى ينفذه الوسيط المالي أو يلغيه المستثمر

### الشكل 3.1

طلب وساطة مالية إلكتروني



## 2.1 (ب) التداول في السوق المالية السعودية Trading on the Saudi Exchange

حدّدت السوق المالية السعودية (تداول) قواعد معيّنّة لشراء وبيع الأوراق المالية للشركات المدرجة فيها.

في البداية، يجب أن يفتح المستثمر حساباً استثمارياً عبر وسيط مالي معتمد لتداول الأوراق المالية في السوق. وفي حال رغب المستثمر في شراء أو بيع أي سهم، يجب أن يملأ الطلب اللازم وذلك من خلال استمارة يصدرها الوسيط المالي أو عبر الإنترنت أو من خلال إذن يحصل عليه عبر اتصال هاتفي.

وتجدر الإشارة إلى أنّ أكثر الطلبات شيوعاً في السوق المالية السعودية هي "طلبات السوق" و"الطلبات المحدّدة". وكما ذكرنا سابقاً، يستطيع المستثمر أن يحدّد مدة صلاحية الطلب، فيكون إمّا "طلباً يومياً" أو "طلباً صالحاً حتى تاريخ محدّد Good-till-date-order".

طلب صالح حتى  
تاريخ محدّد  
طلب يبقى سارياً  
حتى تاريخ محدّد

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يؤدي الوسيط المالي وصانع السوق (تجار الأوراق المالية) الأدوار نفسها ضمن آليات شراء الأوراق المالية وبيعها.  
صواب / خطأ
2. تُسمّى الرسوم الرئيسية التي تتقاضاها شركات الوساطة المالية ب:  
أ. العمولة  
ب. الفارق  
ج. الطلب  
د. العائد
3. يُسمّى الطلب الذي يمكن إتمامه ضمن مهلة يوم واحد طلباً يومياً.  
صواب / خطأ
4. يضمن المستثمر، الذي يقدم طلب السوق، حصوله على الورقة المالية مقابل السعر المعروض عند تقديم الطلب.  
صواب / خطأ





### 3.1 العمليات الخاصة بشراء الأوراق المالية

تختلف أنواع طلبات السوق التي يمكن تقديمها، وذلك بحسب قواعد السوق المالية. وهي تشمل الشراء بالهامش، والبيع على المكشوف، والمشتقات.

#### 3.1 (أ) الشراء بالهامش Margin Purchases

يمكن للمستثمرين شراء الأوراق المالية بالهامش **Margin**، أي شراء السهم مقابل دمج أموالهم النقدية الخاصة مع قرض ائتماني يحصلون عليه عبر الوسيط المالي. وقد تسبب عبارة "بالهامش" نوعاً من اللبس نظراً إلى تشابهها مع الشراء "بالأجل". فالهامش ليس المبلغ المُقترض بل ملكية المستثمر في الورقة المالية. وغالباً ما يتم تمثيل هذا المبلغ بنسبة مئوية:

$$\text{الهامش} = \frac{\text{قيمة الأسهم المملوكة}}{\text{إجمالي قيمة المحفظة الاستثمارية}}$$

**الهامش**  
ملكية المستثمر في  
الورقة المالية

#### مثال

لنفترض مثلاً أنّ أحد المستثمرين يملك أسهماً بقيمة 10,000 ر.س. وقد اقترض مبلغ 2,000 ر.س. عبر الوسيط. بالتالي، يملك المستثمر ما قيمته 8,000 ر.س. من الأسهم. (تعادل قيمة الأسهم المملوكة في أي استثمار المبلغ الإجمالي مطروحاً منه المبلغ المُقترض)

وفي هذا المثال، تبلغ قيمة الأسهم المملوكة 8,000 ر.س. (10,000 ر.س. - 2,000 ر.س.)، أمّا الهامش، فيبلغ:

$$\frac{8,000 \text{ ر.س.}}{10,000 \text{ ر.س.}} = 80\%$$

**الهامش المطلوب Margin requirement** هو أقل نسبة ينبغي للمستثمر دفعها من قيمة الورقة المالية لشراء هذه الورقة. أحياناً، قد يطلب الوسطاء الماليون هامشاً إضافياً أو مستوى أعلى من الأسهم. ويعادل الحد الأدنى من المبلغ المطلوب من المستثمر قيمة الأوراق المالية مضروبة بالهامش المطلوب.

#### الهامش المطلوب

أقل نسبة ينبغي  
للمستثمر دفعها من  
قيمة الورقة المالية  
لشراء هذه الورقة



### مثال

لنفترض مثلاً أنّ سعر السهم الواحد يساوي 100 ر.س.، وقد تم شراء 100 سهم. بالتالي، تبلغ قيمة الاستثمار 10,000 ر.س. (100 ر.س. × 100 سهم).  
إذا كان الهامش المطلوب 60%. يجب أن يؤمن المستثمر 6,000 ر.س.  
(10,000 × 60%) نقدًا لشراء الأسهم.  
أمّا المبلغ المتبقي 4,000 ر.س. (10,000 ر.س. - 6,000 ر.س.)، فيتم اقتراضه عبر الوسيط المالي.

ويحصل الوسيط المالي على عمولة لأنه أتاح للمستثمر الشراء بالهامش باستخدام ماله. ولا بدّ من القول إنّ المستثمرين يلجؤون إلى الشراء بالهامش لزيادة العائد المحتمل على الاستثمار. ويُعرف استخدام المال المُقتَرَض لزيادة عائد المستثمرين **بالرفع المالي Financial leverage**.

**الرفع المالي**  
استخدام المال  
المُقتَرَض لزيادة  
نسبة العائد على  
الاستثمار

### جرب بنفسك



ترغب نورا في شراء سهم بالهامش. ويفرض الوسيط المالي الذي تتعامل معه هامشًا مطلوبًا بنسبة 70%. ومن جهتها، تريد نورا أن تستثمر مبلغًا بقيمة 15,000 ر.س. في السهم.

ما المبلغ الذي ينبغي أن تؤمنه حتى تتمكن من شراء السهم؟

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

كم سيقرضها الوسيط لإتمام عملية الشراء؟



### 3.1 (ب) البيع على المكشوف The Short Sale

عندما يشتري المستثمر سهمًا ويحقق ربحًا عند ارتفاع سعره أو على العكس يتكبّد خسارة عند تراجع سعره، يُسمّى ذلك **المركز الطويل Long position**. ويمكن للمستثمر أن يحقق أيضًا الربح من السهم بطريقة أخرى، وذلك عند تراجع سعر السهم عبر اعتماد **المركز القصير Short position**. في البيع على المكشوف، يقترض المستثمر سهمًا ويبيعه في وقت لاحق. وإذا تراجع سعر السهم، يعيد المستثمر شراءه ويسدّد الدين (أي يعيد السهم الذي اقترضه). وبالتالي، يحقق المستثمر ربحًا إذ يشتري السهم بأقل من ثمن بيعه.

#### المركز الطويل

شراء أوراق مالية  
استباقًا لارتفاع  
أسعارها

#### المركز القصير

بيع أوراق مالية تم  
شراؤها بالاقتراض،  
وذلك استباقًا  
لتراجع أسعارها

#### مثال

لنفترض مثلًا أنّ أحد الأسهم معروض للبيع مقابل 500 ر.س. وقد اعتبرت نورا أنّ قيمة السهم مبالغ فيها وأنّ السعر سينخفض.

اقترضت نورا من وسيطها المالي سهمًا واحدًا ثم باعتها في السوق مقابل 500 ر.س.

وبعد أسابيع قليلة، تراجع سعر السهم واستطاعت نورا شراء السهم مجددًا مقابل 350 ر.س.، فأعادت السهم المُقترض إلى الوسيط المالي.

أمّا الربح الذي حقّقه نورا في هذا التداول، فيمكن حسابه كالآتي:

سعر البيع - سعر الشراء

بالتالي، حقّقت نورا ربحًا بقيمة 150 ر.س. ( $150 = 350 - 500$ ).

ولكن، في المقابل، في حال ارتفع سعر السهم إلى 650 ر.س. قبل أن تتمكن من شرائه مجددًا، فستكبّد خسارة بقيمة 150 ر.س. ( $150 = 650 - 500$ ).

#### جرب بنفسك



اعتقدت نورا أنّ قيمة السهم ستتراجع، فاقترضت سهمًا واحدًا ثم باعتها مقابل 200 ر.س.

بعد أسبوعين، أعادت شراء السهم مقابل 140 ر.س.

ما الربح الذي حقّقه من هذه العملية؟

---

---

---

---





### 3.1 (ج) الأوراق المالية الأخرى Other Securities

كثيرة هي الأوراق المالية الأخرى التي يتم بيعها وشراؤها في سوق تداول المالية والأسواق المالية الأخرى حول العالم. حيث يقوم المستثمرون المحترفون والشركات بإنشاء العديد من الأوراق المالية والتداول فيها بأنفسهم، علمًا أنها تحمل مخاطر أكثر. وفي هذا الإطار، نفسّر **المشتقات Derivatives** على أنها عقود تُوقَّع بين طرفين ويشترك سعرها من قيمة أصل أساسي، مثل سهم أو مؤشر السوق أو مقياس آخر، وليس من ملكية هذا الأصل. وتُعتبر العقود المستقبلية نوعًا من أنواع المشتقات. ويعني **العقد المستقبلي Future contract** اتفاقًا لشراء أو بيع سلعة أو ورقة مالية في وقت محدد في المستقبل. ولا بدّ من القول إنّ لمعظم السلع عقودًا مستقبلية في السوق، مثل أسواق النفط والغاز والحبوب. لنأخذ مثالًا إحدى الشركات الكيماوية التي تريد تجنب خطر ارتفاع أسعار النفط والغاز اللازمين لإنتاجها، فتبرم بالتالي عقدًا مستقبليًا حتى تستطيع شراء السلع مقابل سعر ثابت، وضمان الحصول عليها في المستقبل. وحتى لو تراجعَت الأسعار، ستضطر الشركة إلى دفع ثمن أعلى من معدلات السوق.

#### صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار المشترك Exchange-traded funds and mutual funds

غالبًا ما يلجأ المستثمرون إلى صناديق المؤشرات المتداولة أو صناديق الاستثمار المشترك كأدوات استثمارية. و**صناديق الاستثمار المشترك Mutual funds** هي مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تطورها شركات استثمارية وتقدمها للمستثمرين. ويمكن لهذه الصناديق أن تحتفظ بالأوراق المالية التي تناسب سوقًا عامة، أو قطاعًا، أو محفظة استثمارية في الأوراق المالية (كأسهم والسندات). في المقابل، يمكن للشركة الاستثمارية أن تدير صناديق الاستثمار المشترك بطريقة نشطة، فتشتري وتبيع الأوراق المالية حسب تغيّرات السوق. وتجدر الإشارة إلى أنّ هذه الصناديق قد تكون غير نشطة، أو قد تقتصر على مجموعة معيّنة من الأوراق المالية. أمّا **صناديق المؤشرات المتداولة Exchange-traded funds** فتشبه صناديق الاستثمار المشترك غير أنّها خاملة ولا يختلف تداولها عن الأسهم. ويعني هذا أنّ صنّاع السوق يقدّمون سعر العرض والطلب لتحفيز تدفق السيولة إلى صناديق المؤشرات المتداولة.

#### المشتقات

المشتقات هي عقود تُوقَّع بين طرفين ويشترك سعرها من قيمة أصل أساسي، مثل سهم أو مؤشر السوق أو مقياس آخر

#### العقد المستقبلي

العقد المستقبلي هو اتفاق لشراء أو بيع سلعة أو ورقة مالية في وقت ما في المستقبل

#### صناديق

#### الاستثمار

#### المشترك

مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تطورها شركات استثمارية وتقدمها للمستثمرين

#### صناديق

#### المؤشرات

#### المتداولة

تشبه صناديق الاستثمار المشترك غير أنّها خاملة ولا يختلف تداولها عن الأسهم



## تمريبات

أجب عن الأسئلة الآتية.

1. يريد علي أن يستثمر في سهمين، على أن يكون الاستثمار الأول مركزاً طويلاً في السهم (أ)، والاستثمار الثاني مركزاً قصيراً في السهم (ب).  
وفيما يبلغ السعر الحالي للسهم (أ) 200 ر.س.، يساوي سعر السهم (ب) حالياً 100 ر.س.  
وفي هذا الإطار، اتخذ علي مركزاً طويلاً في 100 سهم من (أ)، ومركزاً قصيراً في 100 سهم من (ب).  
وبعد انقضاء شهر، بلغ سعر السهم (أ) 220 ر.س.، وسعر السهم (ب) 80 ر.س.  
أ. ما إجمالي ربح أو خسارة علي من المركز الطويل؟

---

---

---

---

---

ب. ما إجمالي ربح أو خسارة علي من المركز القصير؟

---

---

---

---

---

2. العقد المستقبلي هو اتفاق لشراء أو بيع سلعة أو ورقة مالية في وقت ما في المستقبل.  
صواب / خطأ





## 4.1 مقاييس أسعار الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية وسيلة من أبرز الوسائل التي يلجأ إليها الأفراد لتجميع الثروات في مختلف أنحاء العالم.

### 4.1 (أ) انكماشات السوق Market Downturns

شهد تاريخ الاستثمار في الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم عددًا كبيرًا من الانهيارات والانكماشات، لعل أبرزها فقاعة بحر الجنوب في العام 1720م وانهيار وول ستريت في العام 1929م. وعلى الرغم من أن الاستثمار في الأسواق المالية حول العالم واجه انكماشات متكررة، لا بد من القول إن الأسواق المالية تعافت مع مرور الوقت وعادت لتجمع استثمارات طويلة الأجل. وغالبًا ما تأتي الانهيارات بعد "فقاعة" أو ارتفاع مفاجئ في الأسعار فتتبع نمطًا متشابهًا من الوفرة غير المنطقية. وقد لاحظنا على مر التاريخ أن فترات ما بعد الانهيار تسجل أداءً استثماريًا قويًا للمستثمرين على المدى الطويل، إذ يلجأ المستثمرون غير المتمرسين إلى تقليص خسائرهم، والبيع حين تكون أسعار السوق منخفضة.

### 4.1 (ب) مؤشر السوق Market Index

تستخدم الأسواق المالية حول العالم عددًا من المؤشرات. ويساعد مؤشر السوق في تتبع مجموعة من الأوراق المالية مظهرًا اتجاهات أداء السوق. فبشكل عام، يمكن للمؤشر أن يكشف الاتجاهات على مستوى مجموعة من الأوراق المالية في سوق معينة وطوال فترة زمنية محددة. أما حساب المؤشر، فيتم بناءً على أسعار جميع الأوراق المالية في المؤشر أو بواسطة المؤشر المرجح للقيمة السوقية. ويعني **المؤشر المرجح للقيمة السوقية - Market capitalization-weighted index** إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في يوم معين، مقسومًا على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة سابقًا في المؤشر. وبناءً على هذا المؤشر، تحصل الشركات ذات القيمة السوقية الأعلى (القيمة الإجمالية الأكبر) على نسبة أعلى، فيما تحدث الشركات ذات القيمة السوقية القليلة أثرًا أقل على أداء المؤشر. وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الأوراق المالية والمؤشرات ذات الصلة تتقلب بشكل يومي.

وفيما يأتي، عدد من مؤشرات السوق المستخدمة في قياس أداء الأوراق المالية السعودية:

1. يقيس مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) سعر أسهم الشركات المتداولة في السوق المالية السعودية. وقد أنشأت "شركة مورجان ستانلي كاييتال إنترناشيونال" (MCSI) وتداول السعودية مؤشر "إم إس سي أي تداول 30" (إم تي 30)، وهو يضم أهم 30 ورقة مالية مدرجة في سوق الأسهم السعودية الرئيسية.

**المؤشر المرجح للقيمة السوقية**  
إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في يوم معين مقسومًا على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة سابقًا في المؤشر



## الفصل 1 مدخل إلى الأسواق المالية

2. يستخدم مؤشر السوق الموازية (نمو حد أعلى) منهجية حساب مرجحة للقيمة السوقية، على سبيل المثال بحد أعلى 20% لأي ورقة مالية لتجنّب سيطرة ورقة مالية واحدة على مؤشر السوق الموازية (نمو حد أعلى).
3. يمثل مؤشر تاسي السعودي للشريعة الإسلامية، ويتتبع أداء الشركات المدرجة في تداول السعودية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
4. تتوفر أيضًا مؤشرات لمجموعات فرعية ضمن سوق الأوراق المالية. فمثلًا، يسرد الموقع الإلكتروني الخاص بتداول السعودية مؤشرات بعض القطاعات بناءً على المعيار العالمي للقطاعات (GISC). وهو معيار عالمي لتصنيف القطاعات يسمح للمستثمرين بالاستثمار في قطاعات محدّدة مثل الطاقة، والسلع الرأسمالية، والخدمات الاستهلاكية، وتجارة التجزئة، وما إلى ذلك.

يوضح الشكلان 4.1 (أ) و 4.1 (ب) تغيّر القيم السوقية للمؤشرات بمرور الوقت.



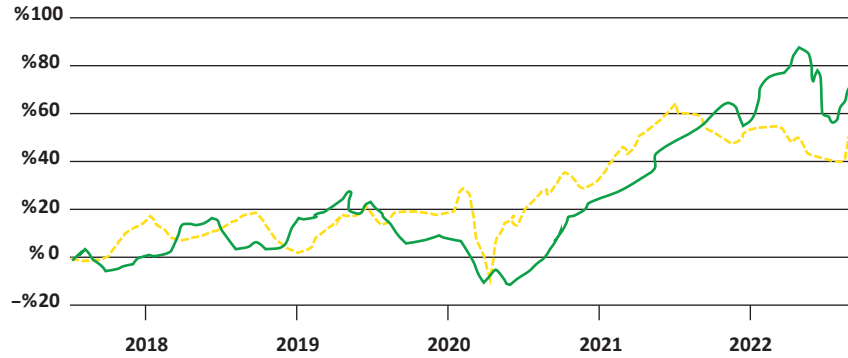
الشكل 4.1 (أ)

يوضح الشكل 4.1 (أ) الزيادة في القيمة السوقية لأسهم "تاسي". لاحظ كيف يتحرك المؤشر صعودًا وهبوطًا، في ظل نمو ملحوظ منذ العام 2020م. ويبين هذا الرسم البياني ارتفاع المؤشر بنسبة 74.15% خلال الفترة الزمنية التي يغطّيها، أي السنوات الخمس الماضية. وتسمح هذه الأنواع من الرسوم البيانية عبر الإنترنت بتتبع المؤشرات على مدار يوم واحد أو 5 أيام أو شهر واحد أو 6 أشهر أو حتى على مدار السنة حتى تاريخه، أو 5 سنوات أو أي فترة زمنية قصوى تظهر بياناتها التاريخية على مؤشر "تاسي" للسوق السعودية. بالإضافة إلى أنّ هذا النوع من المعلومات يتوفّر أيضًا عن الأسهم الفردية.



12,340.00 ↑ %74.15 5س + 5,254.00

التاريخ: X السنة: 202X مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) 5 سنوات



مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) + 5,254.00 5س ↑ %74.15  
مؤشر داو جونز الصناعي + 10,082.00 5س ↑ %49.00

يظهر الشكل 4.1 (ب) مقارنة بين مؤشرين، وهما مؤشر تاسي السعودي ومؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة. وبما أن هذين المؤشرين يعتمدان على عمليتين مختلفتين، فإنه يتم استخدام نسبة النمو في القيمة الإجمالية. بالإضافة إلى أن هذين الاتجاهين يشهدان حركة عامة مماثلة. ولا تعكس قيمة الشركة ما يحدث داخل الشركة أو البلد فحسب، بل أيضًا الأثر الأكبر للاقتصاد العالمي على القيمة التي ينظر من خلالها إلى الشركة. فبينما ارتفع مؤشر "تاسي" بنسبة 74.15% خلال السنوات الخمس الماضية، ارتفع مؤشر "داو جونز" بنسبة 49.00% فقط في الفترة نفسها.

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

- لا تنخفض قيمة أسواق الأسهم مع مرور الوقت.  
صواب / خطأ
- يتتبع مجموعة من الأوراق المالية مظهرًا اتجاهات أداء السوق بمرور الوقت.  
أ. متعقب السوق.  
ب. تاجر السوق.  
ج. مؤشر السوق.  
د. متعقب الأسهم.





## 5.1 الأوراق المالية الأجنبية

يتوفّر في الأسواق الدولية عدد كبير من الأوراق المالية، وتعتمد إمكانية حصول المستثمرين عليها على التشريعات ذات الصلة بالأوراق المالية والمعمول بها في كل بلد. فمثلاً، لا يمكن إدراج الأوراق المالية الأجنبية في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول). ولكن، في المقابل، يستطيع المواطن السعودي شراء صندوق استثمار مشترك سعودي أو صندوق مؤشرات متداولة يركّز على أسواق الأسهم الدولية.

وعندما يكون المواطن قادراً على تحويل الأموال إلى حسابات أجنبية، وعلى إنشاء حسابات وساطة في بلاد أجنبية، يُسمح له بالاستثمار في تلك البلاد مباشرةً. وتجدر الإشارة إلى أنّ الوساطة قد تتمّ على مستوى دولي أيضاً لاستثمار الأموال في الأسهم الأجنبية.

### 5.1 (أ) إيصالات الإيداع Depository Receipts

تحدّد هيئة السوق المالية، قواعد لتداول الأوراق المالية في بلد معيّن. ولكن، على الرغم من قدرة هيئة السوق المالية على تحديد متطلبات إعداد التقارير وغيرها من المتطلبات للشركات المدرجة في تداول السعودية، تبقى سلطتها محدودة من حيث التحكم بتنظيم الشركات في الخارج. ويمكن للبنوك الاستثمارية والشركات إنشاء **إيصالات إيداع Depository receipts (DR)**، وهي أدوات قابلة للتداول تصدر عن بنك إيداع ومقومة بالعملة المحلية. وتمتثل هذه الإيصالات ملكية الأسهم في السوق الأجنبية ويمكن شراؤها كاستثمار.

#### إيصالات إيداع

إيصالات يتم إصدارها للأوراق المالية ويحتفظ بها أمين الاستثمار

### 5.1 (ب) السندات الدولية International Bonds

على غرار الأسهم، يتم شراء السندات المعروضة للبيع في الدول الأجنبية على صعيد دولي، ويتم تصنيفها ضمن ثلاثة أنواع عامة على النحو الآتي: (1) السندات الصادرة عن الشركات الأجنبية، و(2) السندات الصادرة عن الحكومات الأجنبية، و(3) السندات الصادرة عن الشركات الدولية في البلدان الأجنبية. وتعتمد السندات التي تصدرها الشركات دولياً على العملة المقومة بها. ويمكن للشركة بيع سندات في الخارج مقومة إما بالعملة الأجنبية أو بالعملة المحلية (مثلاً، الريال السعودي). وتُسمّى هذه السندات **سندات اليوروبوند Eurobonds**، من دون أن تربطها أي صلة بأوروبا. فعندما تصدر شركة سعودية سند يوروبوند، تعد بتسديد المدفوعات بالريال السعودي. وبالتالي، لن يضطر المستثمر السعودي في هذه الحالة إلى تحويل المدفوعات من عملة الدولة التي صدرت فيها السندات (مثلاً، الجنيه الإسترليني) إلى الريال السعودي.

#### سندات

#### اليوروبوند

سندات تباع في بلاد أجنبية مقومة بعملة الشركة التي تصدرها



## تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. أي بيان من البيانات الآتية ينطبق على إيصالات الإيداع؟
  - أ. يمكن للبنوك الاستثمارية والشركات إنشاء إيصالات إيداع.
  - ب. إيصالات الإيداع هي أدوات قابلة للتداول تصدر عن بنك إيداع ومقومة بالعملة المحلية.
  - ج. يمثل إيصال الإيداع ملكية الأسهم في السوق الأجنبية ويمكن شراؤه كاستثمار.
  - د. جميع ما سبق.
2. يُسمّى السند الذي يُباع في بلد أجنبي مقومًا بعملة الشركة التي تصدره ب:
  - أ. سند تداول.
  - ب. سند عابر للحدود.
  - ج. سند يوروبوند.
  - د. مدخرات من سندات اليوروبوند.





## 6.1 المنافسة في أسواق الأوراق المالية

تعتمد البلدان والشركات العاملة فيها على أسواق الأسهم للحفاظ على اقتصاداتها وتمييزها. وتعتبر أسواق الأسهم كفاءة إذا كانت تنافسية وسمحت بدخول وخروج المستثمرين بسهولة. وفي المملكة، تقوم هيئة السوق المالية بتهيئة هذه الظروف من خلال سنّ لوائح تنظيمية للمعلومات الخاصة بالشركات المدرجة في تداول، فتعتمد بالتالي إلى توفير معلومات عن أداء الأسهم مثل أسعار السوق المباشرة، والنتائج اليومية، والنتائج التاريخية، والاتجاهات. كذلك، توفر معلومات لتوجيه المستثمرين وإطلاعهم على آخر المستجدات، وبالتالي مساعدتهم على اتخاذ خيارات استثمارية جيدة. وبذلك، يتمكن الأفراد من شراء الأوراق المالية وبيعها بسهولة، ومن إيجاد المعلومات المنشورة بسرعة ومتابعة الأسعار لأنها تتغير بسرعة نتيجة التغيرات في البيئة الاقتصادية والمالية. ومن هذا المنطلق، تُعدّ أسواق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تنافسية.

### 6.1 (أ) فرضية كفاءة السوق (EMH) Efficient Market Hypothesis

أدت المنافسة بين المستثمرين إلى وضع فرضية كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis (EMH) التي تؤكد أن أسواق الأوراق المالية تنافسية للغاية، وذلك لدرجة تقدير التوقعات المستقبلية للشركة على النحو اللازم بناءً على السعر الحالي للسهم، أي تقدير عوائد الشركة وتوزيعات الأرباح في المستقبل. فمن جهة، إذا اعتبرت أسهم الشركة متدنية السعر، يسارع المستثمرون إلى شرائها، فتساهم بالتالي هذه الزيادة في الطلب في ارتفاع السعر. والعكس صحيح، فإذا اعتبر السعر مبالغاً فيه، يلجأ المستثمرون إلى بيع الأسهم فتؤدي بالتالي هذه الزيادة في العرض إلى انخفاض السعر. ويمكن القول إن السعر الحالي يُعتبر مقياساً حقيقياً لقيمة الورقة المالية. وبموجب فرضية كفاءة السوق، لا يُعتبر تحليل الأوراق المالية الذي يجريه مستثمر فردي لتحديد ما إذا كان سعر السهم مبالغاً فيه Overpriced (أي أنه يكلف أكثر من قيمته) أو متدني السعر Underpriced (أي أنه يكلف أقل من قيمته) مفيداً، لأن سعر السهم لا يحدّد بالاستناد إلى ذلك. وفي المقابل، تحدّد السوق وحدها سعر التوازن.

#### فرضية كفاءة السوق

نظرية مفادها أن أسعار الأوراق المالية تقيس على نحو صائب القيمة الحالية لأرباح الشركة وأرباحها الموزعة

#### مبالغ فيه

كل ما يكلف أكثر من قيمته الفعلية

#### متدني السعر

كل ما يكلف أقل من قيمته الفعلية

#### عائد السوق

العائد على القيمة الإجمالية للأسهم

ومن أبرز التدايمات التي تترتب على هذه الفرضية، عجز المستثمر عن تجاوز عائد السوق Market return (العائد على القيمة الإجمالية للأسهم) بشكل مستمر. فالمستثمر سيكسب عائداً يتوافق مع عائد السوق ويواجه مقدار المخاطرة المتصورة في الاستثمار. كذلك، تشير فرضية كفاءة السوق إلى أن احتمال تفوق المستثمر على السوق خلال فترة طويلة ضئيل جداً. ولكن، هذا لا يعني أن تفوق المستثمر على السوق (أو تفوق السوق على المستثمر) غير ممكن خلال فترة زمنية قصيرة، إذ قد يجني بعض المستثمرين خلال عام واحد عائداً يفوق العائد الذي تجنيه السوق. ومع ذلك، ما من احتمالات كبيرة في أن يحقق هؤلاء نتائج متفوقة لفترة طويلة (أي أن يتفوقوا دائماً على السوق). ويشارك بعض المستثمرين في الأسهم في التداول اليومي، أي يشترون الأسهم وبيعونها باستمرار على أمل الاستفادة من التغيرات الطفيفة في أسعار الأسهم.



كما وأن المعلومات التي تدخل السوق قد تحدث أثرًا فوريًا على سعر الأسهم. فعلى سبيل المثال، قد تتغير الأسعار المستقبلية بشكل جذري نتيجة ظروف مناخية أو تغييرات سياسية أو تغييرات في الإجراءات التنافسية أو غيرها. كذلك، قد ترتفع أسعار أسهم الشركات أو تنخفض بحسب هذه المعلومات أيضًا. ولذلك، يراقب المتداولون المحترفون تدفقات المعلومات، ويستندون إليها في اتخاذ قراراتهم. يدعم فرضية كفاءة السوق كم هائل من المعلومات التي تشدد على أن مستثمرين فرديين قلائل سيتفوقون على السوق بشكل متواصل خلال فترة زمنية معينة.

ومن الأسباب الرئيسة التي تقوم عليها فرضية كفاءة السوق، السرعة التي تتكيف بها أسعار الأوراق المالية مع المعلومات الجديدة، إذ تنص هذه الفرضية على ضرورة تكيف الأسعار بوتيرة سريعة مع المعلومات الجديدة المنشورة. وفي عالم الاتصالات المتقدمة الحديث، تنتشر المعلومات بسرعة في مجتمع الاستثمار، ثم تعدل السوق أسعار الأوراق المالية في ظل تأثير الأخبار على عوائد الشركة وتوزيعات الأرباح المستقبلية. ولكن، قد تصل المعلومات إلى المستثمر الفردي في وقت متأخر، إذ تكون أسعار الأوراق المالية قد تغيرت على الأرجح. ويعني هذا أن المستثمر لا يستفيد من هذه المعلومات لاتخاذ أي إجراء أو قرار.



كيف يستطيع المتداولون المحترفون مواكبة تغيرات الأسعار بوتيرة أسرع من بقية المستثمرين؟



## 6.1 (ب) التداول الداخلي Insider Trading

نظرًا إلى الأهمية التي تكتسبها المعلومات، تمنع بعض القوانين التداول الداخلي Insider trading. ويعني التداول الداخلي أن يعتمد فرد من داخل الشركة أو فرد يمكنه الوصول إلى معلومات داخلية إلى التداول في الأوراق المالية للشركة لأنه يملك معلومات سرية عن الشركة أو غير معلنة. فمثلاً، إذا علم أحدهم من داخل الشركة أنّ الشركة ستصدر معلومات من شأنها خفض سعر السهم بشكل كبير، قد يبيع أسهمه أو يبيعها على المكشوف. ويُعتبر التداول الداخلي جرمًا في معظم البلدان، بما فيها المملكة العربية السعودية.

أمّا في حال لم تكن الأسواق فعّالة ولم تتكيّف الأسعار بسرعة، يستطيع بعض المستثمرين تعديل ممتلكاتهم والاستفادة من تفاوت مستويات المعرفة لدى نظرائهم. فإذا علم مستثمر ما، من داخل الشركة مثلاً، أنّه سيتم الإعلان عن استحواذ على أسهم ولم يُعلن عنها بعد، فقد يشتري أسهمًا من آخرين لم يعلموا بما سيحصل. وفي وقت لاحق، قد يرتفع السعر على مدى فترة زمنية بما أنّ المشتريين الذين يعلمون عن الاستحواذ يوافقون على الأسعار المرتفعة تدريجيًا من أجل شراء السهم. وبالطبع، إذا عرف العدد الكافي من المستثمرين بالخطوة الجديدة بسرعة، تكون زيادة الأسعار سريعة أيضًا، إذ يعتمد هؤلاء إلى تعديل تقييمهم للسهم وفقًا لهذه المعلومات. ولا بدّ من القول إنّ القرارات الحكومية تؤثر بدورها على الأسواق. ولتجنب منح بعض المستثمرين مزايا معيّنة، تُحدّد الأوقات التي سيتم خلالها تعميم المعلومات الحكومية ونشرها.

### التداول الداخلي

يعني التداول الداخلي أن يعتمد فرد من داخل الشركة أو فرد يمكنه الوصول إلى معلومات داخلية، إلى التداول في الأوراق المالية للشركة لأنه يملك معلومات سرية أو غير معلنة عن الشركة

### تمرينات

#### اختر الإجابة الصحيحة.

1. تحاول هيئة السوق المالية السعودية تهيئة ظروف تنافسية من خلال سنّ لوائح تنظيمية للمعلومات الخاصة بالشركات المدرجة في تداول صواب / خطأ
2. في السوق الفعّالة، يمكن لأسعار الأوراق المالية أن:
  - أ. تتكيّف بسرعة مع المعلومات الجديدة.
  - ب. تتكيّف ببطء مع المعلومات الجديدة.
  - ج. تعجز عن تقييم التوقعات المستقبلية للشركة بطريقة مناسبة.
  - د. تشير إلى أنّ قيمة الشركة مبالغ فيها.





يتم تداول الأوراق المالية في أسواق مالية منظمّة، مثل السوق المالية السعودية تداول. ويقوم وسطاء ماليون بشراء وبيع الأوراق المالية لصالح عملائهم. ويطرح الوسطاء الماليون طلبات شراء الأوراق المالية على صنّاع السوق الذين "يصنعون أسواقًا" من خلالها. وبالتالي، يعرض صنّاع السوق شراء الأوراق المالية أو بيعها مقابل أسعار محدّدة (عروض الأسعار) يُشار إليها بسعر الطلب وسعر العرض. ويطلّع الوسطاء الماليون والمستثمرون على هذه الأسعار عبر أنظمة إلكترونية تدرج الأسعار التي يطرحها عدد من المتداولين والمستثمرين.

وبعد شراء الأوراق المالية، يجب أن يدفع المستثمرون ثمنها إمّا نقدًا أو بدمج مبلغ نقدي مع مبلغ مُقترَض. وفي حال اقترض المستثمرون لإتمام هذه العملية، يُقال إنهم يشترون بالهامش.

وقد ينشئ المستثمرون مراكز طويلة أو قصيرة. في المراكز الطويلة، يشتري المستثمرون الأسهم تحسبًا لارتفاع سعرها، فإذا ارتفع سعر السهم، فقد يبيعونه ويحققون الأرباح. أمّا في المراكز القصيرة، فيبيع المستثمرون الأسهم المُقترضة تحسبًا لانخفاض سعرها. وإذا انخفض سعر السهم، فقد يشترونه من جديد بسعر أقلّ ويعيدون إلى المُقرض مستحقّاته. وتحقق هذه الصفقة ربحًا إذا تجاوز سعر البيع سعر الشراء.

وإنّ المراكز الطويلة والقصيرة تُعدّ النتائج المنطقية لتحليل الأوراق المالية. فإذا اعتقد المستثمر أنّ السهم متدنيّ القيمة، ينشئ مركزًا طويلًا (أي يشتري السهم). في المقابل، إذا اعتقد المستثمر أنّ قيمة السهم مبالغ فيها، ينشئ مركزًا قصيرًا (أي يبيع الأوراق المالية المُقترضة). وفي الحالتين، يحقق المركز ربحًا للمستثمر إذا اتخذ القرار الصائب. ولكن، قد يؤدي المركزان أيضًا إلى خسارة، وذلك في حال تحرّكت الأسعار عكس التغيّر الذي توقّعه المستثمر للأسعار.

ويجوز للمستثمرين شراء الأوراق المالية الصادرة عن شركات أجنبية. ويتم ذلك عادةً عبر شراء إيصالات الإيداع التي تصدرها الشركات المالية والتي تمثّل الأوراق المالية الأجنبية. وقد يحصل المستثمرون أيضًا على أوراق مالية مثل سندات اليوروبوند، وهي أدوات دين تصدرها شركات في الخارج بعملتها بدلًا من العملة الأجنبية.

ونذكر أنّ أسواق الأوراق المالية تنافسية وكفوءة للغاية، إذ تنتشر فيها المعلومات الجديدة بسرعة، وتتكيف معها بالتالي الأسعار بوتيرة سريعة أيضًا. وبحسب فرضية كفاءة السوق، لا يستطيع سوى عدد قليل من المستثمرين التفوّق على السوق خلال فترة زمنية طويلة. وعلى الرغم من أنّ المستثمر قد يتفوّق في أدائه على السوق (أو تتفوّق هي عليه) خلال فترة معينة، من المستحيل تحقيق عوائد عالية باستمرار.



## الأسئلة



1. اشرح الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب. ما السعر الذي تدفعه مقابل شراء سهم؟ وما السعر الذي تحصل عليه مقابل بيع سهم؟

---

---

---

---

---

2. اشرح الدور الذي يؤديه الوسطاء الماليون في أسواق الأسهم الحديثة. لماذا يكتسبون أهمية في هذا الإطار؟

---

---

---

---

---

3. قارن بين المراكز الطويلة والمراكز القصيرة في سوق الأسهم.

---

---

---

---

---

4. وضح آليات البيع على المكشوف.

---

---

---

---

---

5. عدد مجموعة من مؤشرات سوق الأسهم لقياس أداء سوق الأوراق المالية السعودية.

---

---

---

---

---



6. حدّد كيف تسهّل إيصالات الإيداع التداول في الأوراق المالية الأجنبية.

---

---

---

---

---

7. اشرح لماذا يجب ألا يتوقّع المستثمر إمكانية تفوّقه على السوق باستمرار.


---

---

---

---

---

1. التمرينات  لنفترض أنك اشتريت 100 سهم مقابل 500 ر.س. للسهم الواحد (أي 50,000 ر.س.). وبعد عام، ارتفع السعر وبلغ 600 ر.س. كم يبلغ العائد على استثمارك إذا اشتريت السهم بالهامش وكان الهامش المطلوب:

أ. 25%

ب. 50%

ج. 75%

---

---

---

---

---



2. عد إلى التمرين الأول واحسب من جديد العائد على استثمارك، ولكن افترض هذه المرة أنّ سعر السهم قد انخفض إلى 400 ر.س. ما القاعدة العامة التي يمكن استنتاجها من إجابتك عن كل من التمرينين الأول والثاني؟

---

---

---

---

---

3. يُباع السهم الواحد حاليًا مقابل 45 ر.س.، فكم يبلغ الربح أو الخسارة في المعاملات الآتية؟

- أ. تتخذ مركزًا طويلًا وينخفض سعر السهم إلى 41.50 ر.س.
- ب. تبيع السهم على المكشوف وينخفض السعر إلى 41.50 ر.س.
- ج. تتخذ مركزًا طويلًا ويرتفع السعر إلى 54 ر.س.
- د. تبيع السهم على المكشوف ويرتفع السعر إلى 54 ر.س.

---

---

---

---

---

4. أرادت نصيرة، وهي من المستثمرين الضليعين في السوق، إتمام عملية بيع على المكشوف. ولذلك، اقترضت من وسيط مالي أسهمًا في شركة للطاقة الخضراء وباعت السهم الواحد بسعر 20 ر.س. وفي وقت لاحق، انخفض سعر السهم إلى 15 ر.س.، وكانت نصيرة قد غطت المركز (أي أغلقت المركز القصير عبر شراء 500 سهم بسعر 15 ر.س. للسهم الواحد وأعدت إلى الوسيط المالي مستحقاته). في هذه الحالة، ما مقدار الربح أو الخسارة في هذا البيع على المكشوف؟

---

---

---

---

---



5. يريد عبدالله أن يشتري على الهامش 200 سهم في شركة أدوية مقابل 25 ر.س. للسهم الواحد، ويساوي الهامش المطلوب 40%. ما المبلغ الذي يحتاجه عبدالله لإتمام عملية الشراء؟

---

---

---

---

---

6. تشتري ثناء بالهامش 100 سهم في شركة برمجيات تدعى "دي إي إم" (DEM) بسعر 35 ر.س. للسهم الواحد، و200 سهم من "جي أو بي" بسعر 40 ر.س. للسهم الواحد.  
أ. إذا كان الهامش المطلوب 50%، فما الحد الأقصى للمبلغ الممكن أن تقترضه؟  
ب. إذا كان الهامش المطلوب 70%، ما الحد الأقصى للمبلغ الممكن أن تقترضه؟

---

---

---

---

---

7. بعد تحليل الوضع المالي لشركة إلكترونيات، توصل عمر إلى أنّ الشركة ستواجه ضائقة مالية في غضون عام. يتم بيع السهم فيها حالياً مقابل 50 ر.س. ويريد عمر بيعه على المكشوف. إذا أقدم عمر على ذلك، فما العائد الذي سيحققه في حال انخفاض سعر السهم إلى 10 ر.س.؟

---

---

---

---

---



8. تشتري ليينا الأسهم بالهامش بسعر 20 ر.س. للسهم الواحد، ويبلغ الهامش المطلوب 50%. ما المبلغ الذي يجب أن توفره ليينا كي تتمكن من إتمام عملية الشراء؟

---

---

---

---

9. يبيع علي سهمًا واحدًا على المكشوف بسعر يساوي حاليًا 20 ر.س.، وهو قادر على استرداده مقابل 16 ر.س. كم يبلغ العائد الذي يحققه في هذه الحالة؟

---

---

---

---

10. باع نواف 100 سهم على المكشوف بسعر 50 ر.س. للسهم الواحد، ثم أعاد شراء الأسهم لاحقًا مقابل 53 ر.س. للسهم الواحد. كم يبلغ العائد الذي حققه من هذه العملية؟

---

---

---

---





### أسئلة المراجعة

اختر الإجابة الصحيحة.

1. السوق المالية السعودية تداول:
  - أ. وسيط مالي.
  - ب. سوق ثانوية.
  - ج. تحوّل الأموال إلى الشركات.
  - د. تحظّر شراء الأسهم بالهامش.
2. الأنواع الرئيسة للأوراق المالية المتداولة في تداول السعودية هي:
  - أ. الأسهم فقط.
  - ب. السندات فقط.
  - ج. الأسهم و السندات والصكوك.
  - د. الأسهم و السندات فقط.
3. تشمل طلبات التداول المتاحة في تداول السعودية:
  - أ. طلب العرض.
  - ب. طلب الأخذ.
  - ج. طلب السوق.
  - د. جميع ما سبق.
4. يُشار إلى استخدام المال المُقتَرَض لزيادة نسبة العائد على الاستثمار بالرفع المالي. صواب / خطأ
5. شراء الأسهم بالهامش هو: 1. مثال على الرفع المالي، 2. شراء الأسهم بأموال مُقتَرَضَة، 3. يتطلّب ترك السهم مع الوسيط المالي.
  - أ. 1 و 2
  - ب. 1 و 3
  - ج. 2 و 3
  - د. 1 و 2 و 3
6. إذا كان الهامش المطلوب يساوي 65% والاستثمار بقيمة 10,000 ر.س. فما المبلغ النقدي الذي يجب أن يوفّره المستثمر?
  - أ. 3,500 ر.س.
  - ب. 6,500 ر.س.
  - ج. 10,000 ر.س.
  - د. لا يمكن تحديد الإجابة بناءً على هذه المعلومات.



7. يمكن للمستثمر أيضاً تحقيق ربح من انخفاض سعر السهم، وذلك عن طريق:
- أ. المركز الطويل.
  - ب. المركز القصير.
  - ج. المركز المتراجع.
  - د. المركز الموازي.
8. يقيس "إم إس سي آي تداول 30" سعر أسهم الشركات المتداولة في السوق المالية السعودية.
- صواب / خطأ
9. يمكن إدراج الأوراق المالية الأجنبية في السوق المالية السعودية تداول.
- صواب / خطأ
10. يمكن لهيئة السوق المالية تحديد متطلبات إعداد التقارير وغيرها من متطلبات الشركات خارج المملكة العربية السعودية.
- صواب / خطأ
11. تميل أسعار الأسهم إلى التكيف بسرعة مع المعلومات الجديدة.
- صواب / خطأ
12. من المستحيل أن يتفوق المستثمر خلال فترة زمنية قصيرة على السوق.
- صواب / خطأ
13. عندما يتداول فرد ما بالأوراق المالية لشركة معينة لأنه يملك معلومات سرية أو غير معلنة عن الشركة، فإنه يشترك في:
- أ. التداول الداخلي.
  - ب. التداول القائم على مؤامرة مشتركة.
  - ج. تداول الأوراق المالية.
  - د. التداول غير التنافسي.
14. إن فرضية كفاءة السوق:
- أ. تشير إلى أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتراجع.
  - ب. تشير إلى أن المستثمرين يستطيعون التفوق على السوق باستمرار.
  - ج. مبنية على المنافسة والانتشار السريع للمعلومات.
  - د. تشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتغير ببطء بمرور الوقت.





المصطلح	التعريف
الأسهم / Stocks	أوراق مالية تطرحها الشركات لزيادة رأس مالها وتمنح حامليها ملكية في الشركة.
السندات / Bonds	التزامات دين تصدر عن هيئات مثل الحكومات والشركات.
الصكوك / Sukuk	الصك هو أداة شبيهة بالسند متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتستخدم في المالية الإسلامية لتمثيل حصص ملكية مباشرة للأصول.
صانع السوق / Market maker	هو متداول يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص.
سعر العرض وسعر الطلب / Bid and Ask prices	الأسعار التي يحددها صناع السوق ويلتزمون بها لشراء الأوراق المالية وبيعها.
الفارق سعري / Spread	الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب.
طلب السوق / Market order	طلب لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل أفضل سعر متاح حين تقديم الطلب.
طلب محدد / Limit order	توجيه الوسيط المالي لشراء أو بيع ورقة مالية مقابل سعر محدد.
طلب يومي / Day order	طلب للشراء أو البيع مقابل سعر محدد يتم إلغاؤه في نهاية اليوم في حال لم يتم تنفيذه.
طلب صالح حتى إلغاؤه / Good-till-canceled order	طلب للشراء أو البيع مقابل سعر محدد، على أن يبقى ساريًا حتى ينفذه الوسيط المالي أو يلغيه المستثمر.
طلب صالح حتى تاريخ محدد / Good-till-date order	طلب يبقى ساريًا حتى تاريخ محدد.



المصطلحات  
الرئيسية



المصطلح	التعريف
الهامش / Margin	ملكية المستثمر في الورقة المالية.
الهامش المطلوب / Margin requirement	أقل نسبة ينبغي للمستثمر دفعها من قيمة الورقة المالية لشراء هذه الورقة.
الرفع المالي / Financial leverage	استخدام المال المُقتَرَض لزيادة نسبة العائد على الاستثمار.
المركز الطويل / Long position	شراء أوراق مالية استباقاً لارتفاع أسعارها.
المركز القصير / Short position	بيع أوراق مالية تم شراؤها بالاقتراض، وذلك استباقاً لتراجع أسعارها.
المشتقات / Derivatives	المشتقات هي عقود تُوقَّع بين طرفين ويشترك سعرها من قيمة أصل أساسي، مثل سهم أو مؤشر السوق أو مقياس آخر.
العقد المستقبلي / Future contract	العقد المستقبلي هو اتفاق لشراء أو بيع سلعة أو ورقة مالية في وقت ما في المستقبل.
صناديق الاستثمار المشترك / Mutual funds	مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تطوَّرها شركات استثمارية وتقدمها للمستثمرين.
صناديق المؤشرات المتداولة / Exchange-traded funds	تشبه صناديق الاستثمار المشترك غير أنها خاملة ولا يختلف تداولها عن الأسهم.



المصطلح	التعريف
المؤشر المرجح للقيمة السوقية / Market capitalization-weighted index	إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في يوم معين مقسومًا على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة سابقًا في المؤشر.
إيصالات إيداع / Depository receipts(DR)	إيصالات يتم إصدارها للأوراق المالية ويحتفظ بها أمين الاستثمار.
سندات اليوروبوند / Eurobonds	سندات تُباع في بلاد أجنبية مقومة بعملة الشركة التي تصدرها.
فرضية كفاءة السوق / Efficient Market Hypothesis (EMH)	نظرية مفادها أن أسعار الأوراق المالية تقيس على نحو صائب القيمة الحالية لأرباح الشركة وأرباحها الموزعة.
مبالغ فيه / Overpriced	كل ما يكلف أكثر من قيمته الفعلية.
متدني السعر / Underpriced	كل ما يكلف أقل من قيمته الفعلية.
عائد السوق / Market return	العائد على القيمة الإجمالية للأسهم.
التداول الداخلي / Insider trading	يعني التداول الداخلي أن يعتمد فرد من داخل الشركة أو فرد يمكنه الوصول إلى معلومات داخلية، إلى التداول في الأوراق المالية للشركة لأنه يملك معلومات سرية أو غير معلنة عن الشركة.

## المصطلحات الرئيسية



$$\text{الهامش} = \frac{\text{قيمة الأسهم المملوكة}}{\text{إجمالي قيمة المحفظة الاستثمارية}}$$

## المعادلات الأساسية



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 1.1: القرارات الاستثمارية

علي مبتدئ في مجال الاستثمار، ويريد إنشاء حساب استثماري. وقد سمع بأن خيارات الاستثمار المتاحة للمستثمرين متعددة. لذلك، يريد أن يستعد قبل التحدث مع وسيط مالي، إذ إنه يدرك ضرورة أن يفهم أبرز الخيارات الاستثمارية المتوفرة للمستثمرين الأفراد. كذلك، يحتاج إلى فهم الفرق بين سوق الأوراق المالية تداول وسوق نمو الموازية.

#### المطلوب

1. بالعودة إلى المعلومات الواردة في هذا الفصل، ما الخيارات الاستثمارية المتاحة لحساب الاستثمار الخاص بعلي؟

---

---

---

---

---

---

---

---

2. ساعد علي كي يفهم الفرق بين سوق الأوراق المالية تداول وسوق نمو الموازية، وذلك من خلال توضيح كل منهما.

---

---

---

---

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 2.1: فرضية كفاءة السوق

عمر مقتنع بأنه يستطيع التفوق على السوق عبر اتخاذ قرارات ذات صلة باستثماراته على المدى القصير. وبما أنك صديق عمر، وتريد أن تحذره بأن عليه أن يتوخى الحذر وذلك بحسب نظرية كفاءة السوق، لذلك، تقرر أن تفسر له هذه النظرية.

#### المطلوب

1. عرّف نظرية كفاءة السوق بأسلوبك الخاص.

---

---

---

---

---

---

---

---

2. بالاستناد إلى نظرية كفاءة السوق، اشرح صعوبة التفوق على السوق.

---

---

---

---

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 3.1: المركز الطويل والمركز القصير

سمع عمر أنّ البيع على المكشوف هو الطريقة الأسرع التي تتيح للمستثمرين ربح المال. ويفكر عمر في شراء سهم من شركة "آي بي سي" (ABC) مقابل 25 ر.س.، إذ يعتقد أنّ سعر السهم سيرتفع إلى 30 ر.س. في غضون سنة. ويفكر أيضًا في بيع أسهم من شركة "سي جي كيو" (CGQ) على المكشوف، باعتقاده أنّ قيمة السهم البالغة حاليًا 25 ر.س. ستراجع لتصل إلى 20 ر.س. خلال سنة.

#### المطلوب

1. حدّد العائد على استثمار عمر في شركة "آي بي سي" (ABC) في مركز طويل، وذلك إذا اشترى السهم مقابل 25 ر.س.، ثم ارتفع سعره إلى 30 ر.س. خلال سنة.

---

---

---

---

2. حدّد العائد على استثمار عمر في شركة "سي جي كيو" (CGQ) بواسطة البيع على المكشوف، وذلك إذا اشترى سهمًا من الشركة بعد الاقتراض عبر الوسيط المالي وبيعها مقابل 25 ر.س.، ثم اشترى السهم مقابل 20 ر.س. خلال سنة ليعيد للوسيط المالي مستحقّاته (مع افتراض عدم فرض أي رسوم إضافية).

---

---

---

---

3. اختر استراتيجية الاستثمار التي تنصح بها عمر، معللاً إجابتك.

---

---

---

---





## حالة دراسية : الاستراتيجيات الاستثمارية

ياسر من الشباب المحترفين السعوديين؛ يفكر في فتح حساب وساطة مالية ليستثمر من أجل التقاعد من جهة، وليستفيد من النمو الاقتصادي السعودي من جهة أخرى. ويعرف ياسر أنه في ظل رؤية السعودية 2030، من المتوقع أن تشهد الشركات الصغيرة والمتوسطة نموًا ملحوظًا. لذلك يسعى ياسر إلى تنويع استثماراته المخصصة للتقاعد عبر شراء حصص من الأسهم، وصناديق استثمارية، وصكوك، وسندات، وصناديق المؤشرات المتداولة. ولكن، في المقابل، ينبغي أن يفهم ياسر دورة التداول وخيارات الشراء والبيع.

ويعرف ياسر أن الخطوة الأولى في عملية البحث هي زيارة موقع السوق المالية السعودية (تداول)، وتحديدًا قسم "استثمر بوعي" في مركز المعلومات، وذلك كي يتطلع على الأساليب التي تحوّل الاستثمار بوعي. وقد راجع ياسر الجدول الذي يقارن الأدوات المالية المتاحة في السوق المالية السعودية. وبالتالي، فهم ياسر أن العلاقة بين مخاطر الاستثمار والعائد منه أشبه بمفاضلة. ولذلك، ترتبط بعض خيارات الاستثمار بمخاطر عالية، فيما يرتبط البعض الآخر بمعدلات عائد منخفضة. غير أن ياسر من جهته لا يعرف إذا ما كان عليه الاستثمار في مجال واحد أو تطوير محفظة استثمارية بخيارات متعددة.

وضمن قسم "استثمر بوعي"، يسلط الموقع الإلكتروني الضوء على أخطاء شائعة يمكن الوقوع فيها عند الاستثمار وبيّن كيفية تجنبها. وعلى الرغم من أن ياسر استفاد من هذه التوصيات والتوجيهات، لم تتضح له المهلة المتاحة أمامه حتى يتابع المستجدات في الأسواق. بالإضافة إلى ذلك، لم يفهم ياسر بعض الاستراتيجيات التي يوصي الموقع باتباعها لاستخدام القوائم المالية والنسب لتقويم الشركات. وكلما اطلع على معلومات أكثر، أدرك ضرورة استشارة خبير ليساعده في إتمام استثماراته.

ولذلك، قرّر ياسر أن يبحث عن شركة وساطة مالية معتمدة للتعامل في السوق المالية السعودية. فاطّلع على دليل الأعضاء على موقع تداول، ووجد الشركات المعتمدة من هيئة السوق المالية السعودية لتقديم خدمات الوساطة المالية في المملكة، وقد كانت القائمة طويلة.

وفيما كان ياسر يراجع القائمة، اكتشف أن شركة الأهلي المالية هي شركة الوساطة المالية الأكبر من حيث حجم التداول، إذ تشكّل حوالي 18% من حصة السوق في المملكة. كذلك، تُعتبر أيضًا أكبر شركة لإدارة الأصول بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية على الصعيد العالمي. وقد تأسست شركة الأهلي المالية في العام 2007م، لتكون ذراع البنك الأهلي السعودي المتخصصة في أعمال البنوك الاستثمارية وإدارة الأصول. وعليه، يعتبر ياسر أن هذه الشركة الكبيرة للوساطة المالية التي تعتمد على بنك، قد تناسب استراتيجيته الاستثمارية. وستسمح شركة الأهلي المالية لياسر بأن يتداول بشكل مستقل عبر الإنترنت، أو عبر الهاتف، أو بمساعدة



المالية منصة إلكترونية للتداول هي "الأهلي تداول" التي تقدّم من خلالها أدوات تحليلية تساعد في اتّخاذ القرارات. ومن خلال هذه المنصة أيضًا، سيتمكّن ياسر من التداول في سوق الأسهم الأمريكية.

وفي دليل الأعضاء أيضًا، وجد ياسر عددًا كبيرًا من الوسطاء الماليين السعوديين، واطلع على شركات دولية متخصصة في أعمال البنوك الاستثمارية مثل "سي تي جروب" (Citi)، و"غولدمان ساكس" (Goldman Sachs) في الولايات المتّحدة، وشركة "كريدي سويس" (Credit Suisse)، و"دويتشه للأوراق المالية" (Deutsche) في أوروبا، وشركة "إتش إس بي سي" (HSBC) في آسيا.

بالتالي، ينبغي على ياسر أن يتّخذ قراره. فهو يريد امتلاك حساب وساطة مالية يلبي احتياجاته الاستثمارية على المدى الطويل تحضيرًا لمرحلة التقاعد، بالإضافة إلى أنّه يريد الاستثمار في فرص مهمة تساعد في تحقيق تقدّمه.

**1. أسئلة الدراسة** بالاستناد إلى قسم "استثمر بوعي" في موقع تداول الإلكتروني، قدّم لياسر توصياتك بشأن الطريقة التي ينبغي عليه اتّباعها لوضع الخطة المالية الخاصة به.

---

---

---

---

**2. عدّد الأسباب التي قد تدفع ياسر إلى الاستعانة بوسيط مالي شخصي يساعده على الاستثمار.**

---

---

---

---

**أنشطة عبر الإنترنت** ابحث عن وسيط مالي في المملكة العربية السعودية غير شركة الأهلي المالية، وحدّد الخدمات التي يقدّمها، والدول التي يمكن شراء الأسهم فيها. وبعد ذلك، حدّد منصة التداول الخاصة بهذا الوسيط وعدّد مزايا وعيوب الاستعانة به.





# تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

## الفصل 2

### أهداف التعلم



بعد الانتهاء من دراسة هذا الفصل، ستكون قادرًا على:

1. تحديد تكلفة الفرصة البديلة الشخصية والمالية.
2. حساب القيمة المستقبلية لمبلغ واحد.
3. حساب القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية).
4. حساب القيمة الحالية لمبلغ واحد.
5. حساب القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية).
6. فهم الحالات الأخرى للقيمة الزمنية للنقود.

يقوم أساس القيمة الزمنية للنقود على مبدأ أن المال يولّد المال، وأن الريال الذي تتلقاه في المستقبل لا يساوي الريال الذي تتلقاه اليوم. لذلك، فإذا ما أردنا تعريف القيمة الزمنية للنقود، والتي تعتمد بدورها في كثير من المجتمعات على معدّل العائد، فهي ببساطة تكلفة المال المقترض أو المُقرض. أما تكلفة الاقتراض، فهي نوع من الاستدانة، أي بمعنى آخر الرسوم المحصلة مقابل استخدام المال من قبل فرد آخر. وتعتمد القيمة الزمنية للنقود على حقيقة أن قيمة الريال الذي تكسبه اليوم أكبر من قيمة الريال الذي ستكسبه لاحقًا، وذلك بحكم أن الريال الواحد الذي تكسبه اليوم يمكن ادخاره واستثماره، وبالتالي سيصبح أكثر من ريال في المستقبل. وبالمقابل، فإن الريال الذي ستكسبه بعد عام من اليوم يساوي حاليًا أقل من ريال اليوم.

وبالتالي، نستنتج أن القيمة الزمنية للنقود تُعد عنصرًا حيويًا في مجال الأعمال التجارية والتمويل الشخصي، ناهيك عن لعبها دورًا أساسيًا يساعد على اتخاذ قرارات معينة، مثل:

- "إذا قمت بإيداع مبلغ 6,000 ر.س. اليوم، فما المبلغ الذي سأجنيه في غضون خمس سنوات؟"
- "إذا قمت بادخار مبلغ 16,000 ر.س. كل عام، فهل سيكون لديّ ما يكفي من المال عند بلوغ سنّ التقاعد؟"
- "ما المبلغ الذي يجب أن أدخره اليوم لأجني ما يكفي من المال لتغطية نفقات التعليم في المستقبل؟"



بالإضافة إلى هذه القرارات المالية الشخصية، فإن القيمة الزمنية للنقود تُستخدم أيضًا يوميًا لاتخاذ قرارات العمل. مثلًا، إذا كان الاستثمار في المصانع والمعدات يكلف 120,000,000 ر.س. ويخلق تدفقًا نقديًا سنويًا قدره 18,210,000 ر.س. على مدار سبع سنوات، فما هو عائد الاستثمار؟ في الواقع، تمثل التدفقات النقدية الخارجة، أو المال الخارج من الشركة، المال الموجود في الشركة في الوقت الحاضر؛ بينما التدفقات النقدية الداخلة، أو المال الذي يدخل إلى الشركة، هو المال الذي ستحصل عليه الشركة في المستقبل. أما حسابات القيمة الزمنية للنقود، فتعادل هذه التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وذلك لتحديد العائد. وبمجرد حساب العائد المتوقع، سيقدر المدير المالي على أساس النتيجة ما إذا كان سيمضي في الاستثمار أم لا. وتساهم هذه الأنواع من الاستثمارات التجارية في دعم أهداف رؤية السعودية 2030.

وفيما يتعلّق بالقيمة الزمنية للنقود، فهي نوعان رئيسان:

1. القيمة المستقبلية: تمثل القيمة المستقبلية، التي تُسمّى أيضًا **التراكمية Compounding**، المبلغ الذي يُعطى لك لادخاره أو استثماره، فتقوم باحتساب المبلغ الذي سيصبح متاحًا في وقت ما في المستقبل باستخدام حسابات القيمة المستقبلية.
2. القيمة الحالية: وتتمثل هذه القيمة التي يتم احتسابها من خلال عملية تسمى **الخصم Discounting**، تقوم خلالها باحتساب القيمة الحالية فيما يتم تزويدك بالمبلغ الذي سيكون متاحًا في وقت ما في المستقبل (انظر الشكل 1.2).



**الخصم**  
عملية تحديد القيمة الحالية للمدفوعات التي سيتم استلامها في المستقبل

**الشكل 1.2**  
القيمة الزمنية للنقود

في الواقع، تشير القيمة الزمنية للنقود إلى نسبة الزيادات من الأرباح التي يتم جنيها مع مرور الوقت. وتلعب القيمة المستقبلية (التراكمية) دورًا في زيادة المبلغ الحالي، ليصبح مبلغًا مستقبليًا أكبر. في المقابل، تحدد القيمة الحالية (الخصم) المبلغ الحالي الذي سيزيد ليصبح المبلغ المستقبلي المطلوب.

وسيتناول هذا الفصل أربع حالات أساسية للقيمة الزمنية، وهي:

1. القيمة المستقبلية لمبلغ واحد.
2. القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية).
3. القيمة الحالية لمبلغ واحد.
4. القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية).

وسيتم شرح كل حالة وتوضيحها عبر توظيف عدة أدوات حسابية.





## 1.2 تكلفة الفرصة البديلة

عليك أن تعلم أنه مقابل كل قرار تتخذه، يجب أن تتخلى عن أمر ما في المقابل. مثلاً، مقابل المال الذي ستنفقه على عنصر ما، فإنك تتخلى عن فرصة ادخار أو استثمار ذلك المال في المستقبل. وعادةً ما يُطلق على هذه المقايضة اسم **تكلفة الفرصة البديلة** **Opportunity cost**، أي ما يتخلى عنه الفرد عن طريق الاختيار. بمعنى آخر، أنت تضحي بشيء (الوقت أو المال) للحصول على شيء آخر ترغب فيه أكثر. وعليك أن تحرص على مراعاة تكلفة الفرصة البديلة لمواردك عند اتخاذ القرارات الشخصية والمالية (انظر الشكل 2.2).

### تكلفة الفرصة البديلة

ما يتخلى عنه الفرد عن طريق الاختيار

### الشكل 2.2

تكلفة الفرصة البديلة الشخصية والمالية

#### تكلفة الفرصة البديلة

##### الشخصية

(الوقت والصحة)

#### تكلفة الفرصة البديلة

##### المالية

(القيمة الزمنية للنقود)

#### القرارات الشخصية

##### والمالية

(الإفناق، والادخار،

والاستثمار، والاقتراض)



## 1.2 (أ) تكلفة الفرصة البديلة الشخصية Personal Opportunity Costs

يُعد الوقت مورداً متاحاً لجميع الأفراد، إلا أنه غالباً ما يتم التنازلي عنه. في الواقع، تُتاح تكلفة الفرصة البديلة الشخصية أمام الفرد عند عدم استطاعته تنفيذ نشاطات أخرى خلال الوقت المحدد لنشاط معين. فمثلاً، لن يكون الوقت المحدد للدراسة أو العمل أو التسوق متاحاً للقيام بأمر أخرى. وكغيره من الموارد الأخرى، فمن الضروري إدارة وقتك إذا ما أردت بلوغ أهدافك الشخصية وتلبية رغباتك.

وإضافةً إلى ذلك، تُعد صحة الفرد تكلفة فرصة بديلة شخصية أخرى محتملة. فمثلاً، من شأن اتباع نظام غذائي غير صحي وعدم الحصول على قسط كافٍ من الراحة أو عدم ممارسة الرياضة، التسبب بالمرض والغياب عن المدرسة وارتفاع النفقات الطبية. وعليه، تلمي عليك الإدارة الفعالة لمواردك الشخصية (الوقت، والطاقة، والصحة، والقدرات، والمعرفة)، بالإضافة إلى مواردك المالية، اتخاذ قرارات دقيقة.



## 1.2 (ب) تكلفة الفرصة البديلة المالية Financial Opportunity Costs

فكر ملياً، هل تفضل الحصول على 100 ر.س. اليوم أم 105 ر.س. بعد عام؟ ماذا عن الحصول على 120 ر.س. بعد عام بدلاً من 100 ر.س. اليوم؟ تعتمد إجابتك على احتياجاتك الحالية، وعدم معرفتك بما يخبئه مستقبلك، ومعدلات العوائد الحالية. إن انتظارك لتلقي مالك في المستقبل ما هو إلا رغبة منك في أن تتم مكافأتك لإقدامك على المخاطرة.

وفي هذا الصدد، فإن الغاية من **القيمة الزمنية للنقود Time value of money** تتلخص في حساب الزيادات الحاصلة على مبلغ من المال نتيجة لجني الأرباح مع مرور الوقت. لذلك، فإن ادخار الريال واستثماره بدلاً من إنفاقه يولد مبلغاً مستقبلياً أكبر يفوق قيمته الحالية. ينطوي الإنفاق والادخار واستثمار المال على تكلفة الفرصة البديلة المالية. ومن الأمثلة الشائعة على ذلك نذكر:

- خسارة الأرباح المستقبلية عن طريق إنفاق مال المدخرات؛ ومع ذلك، قد يكون للشراء أولوية أعلى من الأرباح.
- الاقتراض لإجراء عملية شراء والذي بدوره ينطوي على تكلفة فرصة بديلة لدفع تكلفة الاقتراض، ولكن احتياجاتك الحالية قد تجعل من المقايضة خياراً أفضل.

في المقابل، تنطوي القرارات المالية التالية على تكلفة الفرصة البديلة للقيمة الزمنية للنقود:

- يؤدي ادخار المال في خطة ادخار تنطوي على القليل من المخاطر أو بدون مخاطر، إلى تكلفة فرصة بديلة محتملة لتحقيق عوائد أعلى من استثمار ينطوي على مخاطر أكبر.
- قد يلعب إيداع ودائع سنوية في حساب تقاعد، دوراً في تجنب تكلفة فرصة بديلة متمثلة في عدم وجود مال كافٍ في وقت لاحق من الحياة.
- ينطوي شراء سيارة جديدة أو جهاز منزلي على منفعة محتملة تتمثل في توفير المال على تكاليف الصيانة والطاقة مستقبلاً.

## 1.2 (ج) طرق حساب العائد Interest Calculations

لحساب القيمة الزمنية للنقود في حال الادخار للحصول على عوائد مكتسبة، يجب توافر ثلاثة عناصر هي:

1. مبلغ المدخرات (يسمى عادة المبلغ الرئيس).
2. معدل العائد السنوي.
3. الفترة الزمنية التي يتم فيها إيداع المال.

### القيمة الزمنية للنقود

الزيادات الحاصلة على مبلغ من المال نتيجة لجني الأرباح مع مرور الوقت



الفصل 2 تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

ويتم ضرب هذه العناصر الثلاثة للحصول على مقدار العائد البسيط، والذي بدوره يتم حسابه على النحو التالي:

$$\text{العائد} = \text{الفترة الزمنية} \times \text{معدل العائد السنوي} \times \text{مبلغ المدخرات}$$

### مثال

افتراض أنه تم استثمار 1,000 ر.س. اليوم بعائد نسبته 3% لمدة عام. احسب مقدار العائد البسيط المكتسب.  
العائد البسيط المكتسب = (1,000 ر.س.) × (0.03) × (عام واحد) = 30 ر.س.

### جرب بنفسك



ما المبلغ الذي سنجنيه بعد عام إذا استثمرنا اليوم مبلغ 2,000 ر.س. بعائد نسبته 4%؟

---

---

---

---

---

وتعتمد القيمة التراكمية للنقود من العوائد المكتسبة على نوعين من الحسابات:

1. القيمة المستقبلية؛ وهي المبلغ المتاح في تاريخ لاحق.
2. القيمة الحالية؛ وهي القيمة الحالية لمبلغ ما في المستقبل.

أما فيما يتعلق بحساب القيمة الزمنية للنقود، فيمكننا حسابها باستخدام أربعة أساليب:

1. **المعادلات الحسابية Formulas**: وهي عملية تقليدية يتم فيها استخدام الرموز الرياضية لحساب القيمة المستقبلية والقيمة الحالية.
2. **الحاسبات المالية Financial calculators**: وتوظف الآلات الحاسبة المتخصصة ذات الوظائف المالية، المفاتيح المناسبة لإجراء حسابات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية.

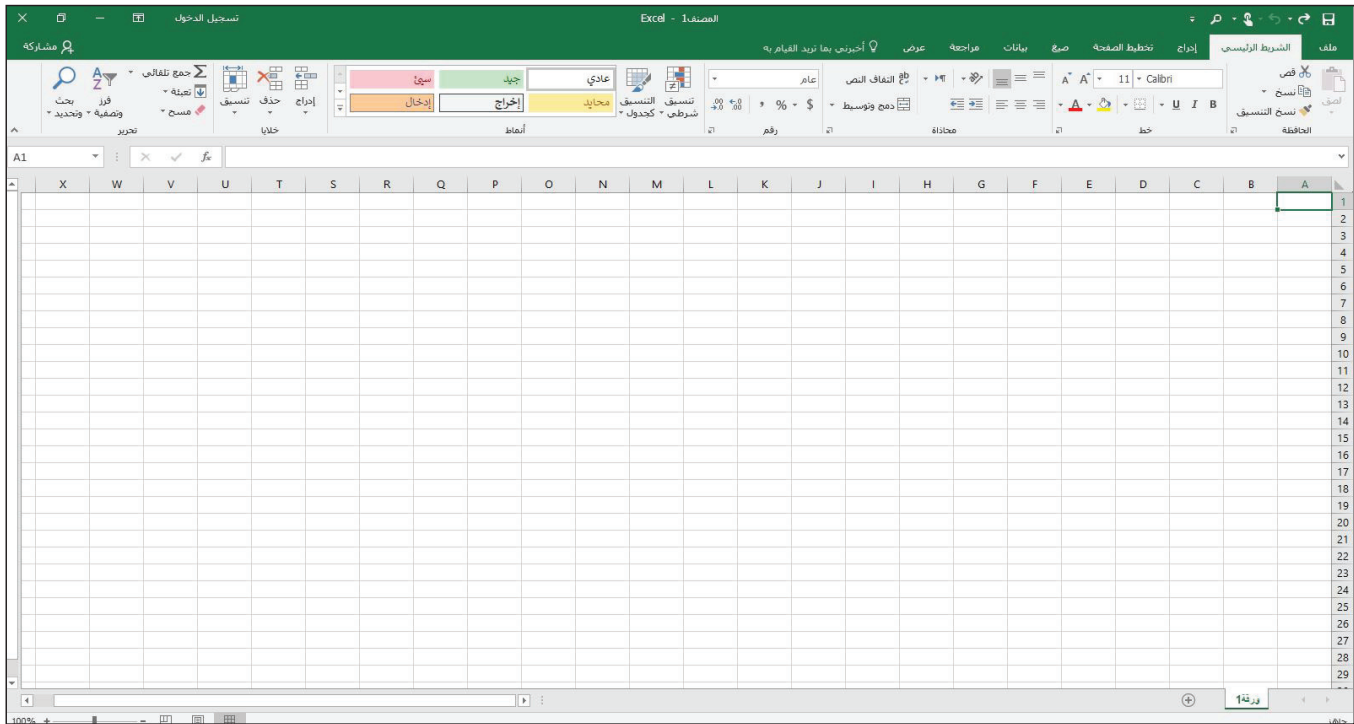


الفصل 2 تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

3. **جداول البيانات Spreadsheets:** تحتوي برامج جداول البيانات على معادلات حسابية مالية مدمجة تتضمن حسابات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية.

4. **المواقع الإلكترونية والتطبيقات Websites and apps:** تتوفر حسابات القيمة الزمنية للنقود عبر الإنترنت وعبر الأجهزة المحمولة.

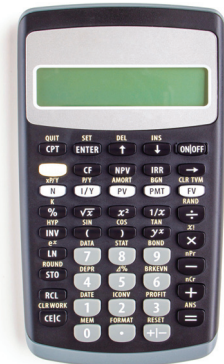
(ملاحظة: يتمحور هذا الفصل حول شرح القيم الزمنية الأساسية الأربع لحسابات النقود باستخدام المعادلات الحسابية والحسابات المالية وبرمجيات جداول البيانات. ومع هذا، قد تختلف مفاتيح الحسابات المالية قليلاً بحسب نوعها.)



برنامج جداول بيانات

أما فيما يتعلق بالحسابات المالية، فتحتوي بشكل عام على خمسة مفاتيح خاصة لحساب القيمة الزمنية للنقود:

N	عدد الفترات الزمنية
I	معدل العائد خلال الفترة الزمنية
PV	المبلغ الحالي (القيمة الحالية)
PMT	الدفعات الثابتة (الأقساط السنوية)
FV	المبلغ المستقبلي (القيمة المستقبلية)



حاسبة مالية





## تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تشير تكلفة الفرصة البديلة إلى ما يتخلى عنه الفرد عند اتخاذ قرار ما.  
صواب / خطأ
2. أيّ من العناصر التالية ليس ضرورياً لحساب العائد البسيط؟
  - أ. المعدل السنوي.
  - ب. الفترة الزمنية.
  - ج. سعر صرف العملة.
  - د. مبلغ المدخرات.
3. إذا تم استثمار مبلغ 5,000 ر.س. بعائد نسبته 3% لمدة عام واحد، فما هو مبلغ العائد البسيط المكتسب؟
  - أ. 100 ر.س.
  - ب. 120 ر.س.
  - ج. 150 ر.س.
  - د. 180 ر.س.





## 2.2 القيمة المستقبلية لمبلغ واحد

يستمر المال المودع في حساب استثمار بالازدياد نتيجة للأرباح المدفوعة للمستثمر. وتُعرف هذه الأرباح باسم "العائد" أو "الربح"، أي زيادة قيمة مدخراتك. أما **القيمة المستقبلية** **Future value**، فهي المبلغ الذي ستؤول إليه مدخراتك الحالية بناءً على معدل معين وفترة زمنية معينة.

$$FV = PV (1 + i)^n$$

حيث إن:

$$FV = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$PV = \text{القيمة الحالية}$$

$$i = \text{معدل العائد}$$

$$n = \text{عدد الفترات الزمنية}$$

في المقابل، يمكن استخدام حساب القيمة المستقبلية لمبلغ واحد من أجل:

- تحديد قيمة المدخرات والاستثمار في وقت لاحق.
- تنمية المال لتحقيق هدف مالي.
- ادخار شركة ما لمبلغ من المال بهدف استبدال المعدات أو الآلات في المستقبل.

### القيمة

### المستقبلية

مقدار زيادة

المدخرات بناءً على

معدل معين وفترة

زمنية معينة؛ يشار

إلى العملية أيضاً

بالتراكمية

### مثال

ما القيمة المستقبلية لمبلغ 100 ر.س. مودع في حساب لمدة عام بعائد نسبته 4%؟

$$FV = PV (1 + i)^n$$

القيمة المستقبلية = القيمة الحالية (1 + معدل العائد) عدد الفترات الزمنية

$$\text{القيمة المستقبلية} = 100 \text{ ر.س.} (1 + 0.04)^1$$

$$\text{القيمة المستقبلية} = 104 \text{ ر.س.}$$



### مثال

إذا قمت في سن الـ 40 بإيداع مبلغ 1,000 ر.س. في حساب بعائد نسبته 5%، فكم ستجني في سن الـ 65 (استثمرت لمدة 25 سنة) القيمة المستقبلية = 1,000 ر.س.  $(1 + 0.05)^{25}$  القيمة المستقبلية = 3,386 ر.س.

ماذا لو قمت بإيداع المبلغ نفسه، أي 1,000 ر.س. في الحساب نفسه في سن مبكرة في عامك الـ 25 بعائد نسبته 5%، فكم ستجني في سن الـ 65 (استثمرت لمدة 40 سنة) القيمة المستقبلية = 1,000 ر.س.  $(1 + 0.05)^{40}$  القيمة المستقبلية = 7,040 ر.س.

وعليه، ستزداد القيمة المستقبلية لأموالك إذا قمت بالإيداع في سن الـ 25 بدلاً من سن الـ 40، إذ ستمنحك الوديعة نفسها التي قمت بإيداعها في سن الـ 25 رصيداً بقيمة 7,040 ر.س. في سن الـ 65 بسبب 15 سنة إضافية من التراكم.

ويُسمى كسب العائد على العائد **بالتراكمية Compounding**. وكثيراً ما يُشار إلى الأموال المودعة في حسابات التوفير على أنها تراكمية، وذلك نسبةً إلى أنه يتم اكتساب العائد على كل من المبلغ الأصلي والعائد المكتسب سابقاً. وتسمح التراكمية بارتفاع القيمة المستقبلية للمبلغ المودع بشكل أسرع مما لو تم دفع العائد على الوديعة الأصلية فقط. وعليه، فكلما أسرع في إجراء الودائع، زادت القيمة المستقبلية.

### التراكمية

العملية التي تستند من خلالها الأرباح إلى المبلغ الأصلي بالإضافة إلى المبالغ المكتسبة السابقة



ما الذي يجعل من تراكم مدخراتك مجددياً؟



### مثال

ما القيمة المستقبلية لمبلغ 100 ر.س. بعائد نسبته 10% بعد ثلاثة أعوام؟  
 هناك ثلاث طرق لحل هذه المسألة؛ 1. المعادلة الحسابية، 2. الحاسبة المالية.  
 3. جدول البيانات. وكل منها سيعطي النتيجة نفسها.  
 وتتضمن الحسابات العناصر التالية:

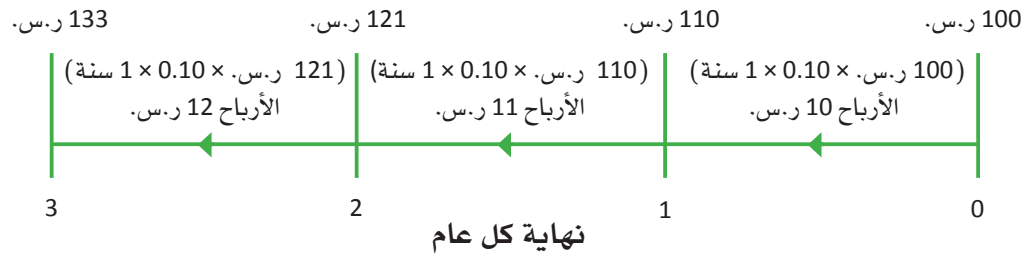
$$FV = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$PV = \text{القيمة الحالية}$$

$$i = \text{معدل العائد}$$

$$n = \text{عدد الفترات الزمنية}$$

القيمة المستقبلية (قيمة تقريبية)



### طرق الحساب Calculation Methods

باستخدام نفس المثال (القيمة المستقبلية لمبلغ 100 ر.س. بعائد نسبته 10% بعد ثلاثة أعوام)، تكون حسابات المعادلة الحسابية والحاسبة المالية وجدول البيانات كما يلي:

القيمة المستقبلية لمبلغ واحد	الإجراءات، المفاتيح	الحسابات
المعادلة الحسابية	$FV = PV (1 + i)^n$	$133 = 100 (1 + 0.10)^3$ ر.س.
الحاسبة المالية (ملاحظة: قد تختلف مفاتيح الحاسبات المالية قليلاً بحسب نوعها.)	$PV, I/Y, N, PMT, CPT, FV$	$-100 \text{ PV}, 10 \text{ I/Y}, 3 \text{ N}, 0 \text{ PMT}, \text{CPT } 133 \text{ FV}$
جدول البيانات	= القيمة المستقبلية (معدل العائد، عدد الفترات الزمنية، الدفعات الثابتة، القيمة الحالية، النوع)	$= FV (0.1, 3, 0, -100, 0) = 133$

ملاحظة: قد تطلب منك الحاسبات المالية وبرامج جداول البيانات إدخال قيم كأرقام سالبة، حيث يُنظر إليها على أنها "تدفقات نقدية خارجية"، أي مال مخصص لحساب توفير واستثمار. والنتيجة ستكون رقمًا موجبًا، أي "تدفق نقدي داخل".

### جرب بنفسك



استثمرت نور مبلغ 700 ر.س. بعائد نسبته 4% لمدة سبع سنوات. ما القيمة المستقبلية لهذا المبلغ؟

---

---

---

استثمرت سارة مبلغ 1,000 ر.س. في حساب تبلغ عوائده 6% لمدة خمس سنوات. ما المبلغ الذي ستحصل عليه بعد خمس سنوات؟

---

---

---

فتح علي حسابين استثماريين، كلاهما بمبلغ 1,000 ر.س.، الأول هو حساب يبلغ عائدته 5% والثاني حساب يبلغ عائدته 6%. ما الفرق بين أرصدة الحسابات بعد خمس سنوات؟

---

---

---

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. أي مما يلي ضروري لحساب القيمة المستقبلية للاستثمار؟

أ. مبلغ المدخرات.

ب. المعدل السنوي.

ج. عدد الفترات الزمنية الذي يتم فيها إيداع المال.

د. جميع ما سبق.

2. ما المبلغ الذي سيكون في الحساب الاستثماري بعد خمس سنوات من كسب عائد

نسبته 3% إذا كان الرصيد الأساسي 100 ر.س.؟

أ. 114 ر.س.

ب. 116 ر.س.

ج. 118 ر.س.

د. 110 ر.س.





## 3.2 القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية)

غالبًا يقوم الأفراد بإيداع ودائع منتظمة في خطة استثمارية من أجل الادخار أو التقاعد، وذلك بدلًا من إيداع مبلغ واحد. وتُعرف **الأقساط السنوية Annuity** على أنها سلسلة من الودائع أو المدفوعات المتساوية كل عام بمعدل عائد ثابت. وعلى نحو آخر، تسمى عملية حساب القيمة المستقبلية لهذه الودائع السنوية المتساوية "القيمة المستقبلية للسلسلة".

$$FV (\text{annuity}) = PMT \times \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$$

حيث إن:

FV (annuity) = القيمة المستقبلية للأقساط السنوية

PMT = الدفعات الثابتة

i = معدل العائد

n = عدد الفترات الزمنية

تشمل الاستخدامات الشائعة للقيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ ما يلي:

- ادخار طالب/ شاب مبلغًا محددًا كل عام لتحقيق هدف مالي مستقبلي، مثل سداد تكاليف التعليم أو تأمين تقاعد مريح في المستقبل.
- تخصيص رائد أعمال شاب مبلغًا كل عام لبدء مشروع صغير في غضون أربع سنوات.
- قيام صاحب عمل تجاري بإنشاء صندوق بإيداعات سنوية لتوسيع العمل التجاري في بلدان أخرى في المستقبل.

**الأقساط السنوية**  
سلسلة من المدفوعات السنوية المتساوية بمعدل عائد ثابت

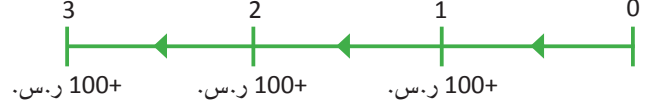


ماهي الاستخدامات الشائعة للقيمة المستقبلية والقيمة الحالية؟

### مثال

ما القيمة المستقبلية لثلاث ودائع بقيمة 100 ر.س. تم إيداعها في نهاية كل عام من الأعوام الثلاثة القادمة، ويكتسب منها عائد نسبته 10% سنوياً؟

القيمة المستقبلية (قيمة تقريبية)



← العام 3: 100 ر.س.  $100(1 + 0.10)^0 =$

← العام 2: 110 ر.س.  $100(1 + 0.10)^1 =$

← العام 1: 121 ر.س.  $100(1 + 0.10)^2 =$

131 ر.س.

نهاية كل عام

تساوي القيمة المستقبلية لثلاث ودائع بقيمة 100 ر.س. بالاستناد إلى مجموع القيم المستقبلية الإجمالي 331 ر.س.

باستخدام نفس المثال (القيمة المستقبلية لثلاث ودائع بقيمة 100 ر.س. بعائد نسبته 10% بعد ثلاثة أعوام)، تكون حسابات المعادلة الحسابية والحاسبة المالية وجدول البيانات كما يلي:

الحسابات	الإجراءات، المفاتيح	القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ
$331 = 100 \times \frac{(1 + 0.10)^3 - 1}{0.10}$	$FV(\text{annuity}) = PMT \times \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$	المعادلة الحسابية
$-100 \text{ [PMT] , } 3 \text{ [N] , } 10 \text{ [I/Y] , } 0 \text{ [PV] , [CPT] [FV] } 331$	$\text{[PMT] , [N] , [I/Y] , [PV] , [CPT] [FV]}$	الحاسبة المالية (ملاحظة: قد تختلف مفاتيح الحاسبات المالية قليلاً بحسب نوعها.)
$= FV(0.1, 3, -100, 0, 0) = 331$	= القيمة المستقبلية (معدل العائد، عدد الفترات الزمنية، الدفعات الثابتة، القيمة الحالية، النوع)	جدول البيانات

تجدر الإشارة إلى أن المثال السابق يقوم على فرضية أن:

1. الدفعات متساوية.
2. معدل العائد ثابت خلال الفترة الزمنية.
3. الدفعات تتم في نهاية كل فترة زمنية.



### جرب بنفسك



ما المبلغ الذي ستحصل عليه سارة خلال خمسة أعوام إذا استثمرت 1,200 ر.س. كل عام بمعدل عائد 3%؟

---

---

---

---

يودع علي ثلاث ودائع سنوية بقيمة 500 ر.س.، ويكسب من كل منها عائداً نسبته 5%. ما القيمة المستقبلية للاستثمار؟

---

---

---

---

تستثمر نورا مبلغ 250 ر.س. سنوياً لمدة ست سنوات في حسابها الاستثماري الذي يكسبها عائداً يبلغ 6% سنوياً. ما إجمالي استثماراتها في نهاية الست سنوات؟

---

---

---

---

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تعتبر كل سلسلة من الودائع أقساطاً سنوية.

صواب / خطأ

2. يمكن استخدام القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ لحساب القيمة المستقبلية

للأقساط السنوية.

صواب / خطأ







## 4.2 القيمة الحالية لمبلغ واحد

قد يرغب الفرد أحياناً في معرفة المبلغ الذي ينبغي ادخاره اليوم حتى يتزايد إلى مبلغ أكبر في المستقبل. وفي الواقع، يمكن استخدام حسابات القيمة الزمنية للنقود لتحديد القيمة الحالية للمبلغ المرغوب الحصول عليه في المستقبل. وعليه، نستنتج أن **القيمة الحالية Present value** هي القيمة الراهنة لمبلغ مستقبلي بناءً على معدل معين خلال فترة زمنية معينة. وتحدد حسابات القيمة الحالية، والتي تسمى أيضاً الخصم، مقدار الإيداع الحالي اللازم للحصول على المبلغ المطلوب في المستقبل.

### القيمة الحالية

هي القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي بناءً على معدل معين خلال فترة زمنية معينة؛ ويشار إليها أيضاً بالخصم

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

حيث إن:

$$FV = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$PV = \text{القيمة الحالية}$$

$$i = \text{معدل العائد}$$

$$n = \text{عدد الفترات الزمنية}$$

و غالباً تستعين الشركات بحسابات القيمة الحالية لتحديد القيمة الراهنة للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن عمليات الشركة. وتتطوي الاستخدامات الشائعة الأخرى للقيمة الحالية لمبلغ واحد على:

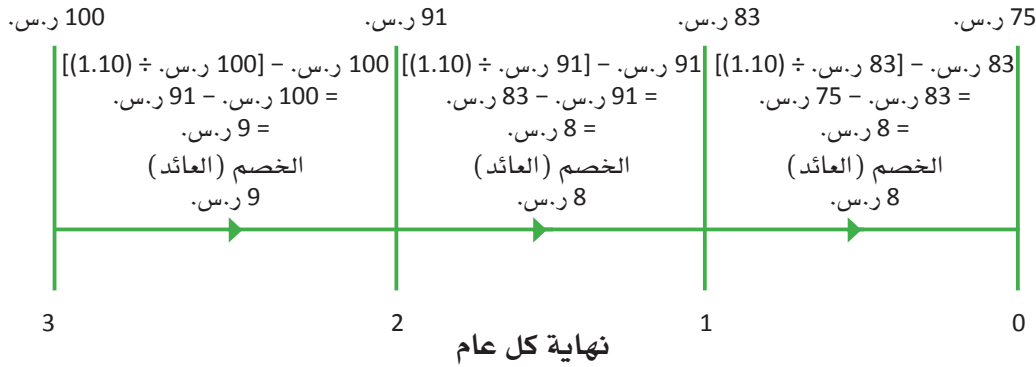
- تحديد مبلغ لإيداعه اليوم بغية تحقيق هدف مالي معين في المستقبل.
- المقارنة بين الاستثمارات المختلفة بناءً على خصم العوائد المستقبلية المحتملة.
- خصم التدفقات النقدية المستقبلية المحتملة للشركة لتحديد ما إذا كان المنتج الجديد سيعود عليها بالأرباح أم لا.



### مثال

ما القيمة الحالية لمبلغ 100 ر.س. سيتم تحصيله بعد ثلاثة أعوام من الآن على أساس معدل عائد 10%؟

#### القيمة الحالية (قيمة تقريبية)



باستخدام نفس المثال (القيمة الحالية لمبلغ 100 ر.س. بعائد نسبته 10% بعد ثلاثة أعوام)، تكون حسابات المعادلة الحسابية والحاسبة المالية وجدول البيانات كما يلي:

الحسابات	الإجراءات، المفاتيح	القيمة الحالية لمبلغ واحد
$75 = \frac{100}{(1 + 0.10)^3}$	$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$	المعادلة الحسابية
100 $\boxed{FV}$ , 3 $\boxed{N}$ , 10 $\boxed{I/Y}$ , 0 $\boxed{PMT}$ , $\boxed{CPT}$ $\boxed{PV}$ - 75	$\boxed{FV}$ , $\boxed{N}$ , $\boxed{I/Y}$ , $\boxed{PMT}$ , $\boxed{CPT}$ , $\boxed{PV}$	الحاسبة المالية (ملاحظة: قد تختلف مفاتيح الحاسبات المالية قليلاً بحسب نوعها.)
= PV (0.1, 3, 0, -100, 0) = 75	القيمة الحالية = (معدل العائد، عدد الفترات الزمنية، الدفعات الثابتة، القيمة المستقبلية، النوع)	جدول البيانات



### جرب بنفسك



يهدف خالد إلى الحصول على مبلغ 1,000 ر.س. بعد خمس سنوات من الآن. إذا كان استثماره يكسبه عائداً يبلغ 5%، فما المبلغ الذي سيحتاج إلى استثماره اليوم؟

---

---

---

يريد علي الحصول على مبلغ 2,000 ر.س. بعد ست سنوات من الآن. إذا كان حسابه الاستثماري يكسبه عائداً يبلغ 4% سنوياً، فما المبلغ الذي يحتاج إلى استثماره اليوم؟

---

---

---

تهدف نورا إلى الحصول على مبلغ 2,000 ر.س. في غضون أربع سنوات. وعليه، يمكنها إما الاستثمار في حساب يكسبها عائداً يبلغ 4% أو حساب يكسبها عائداً يبلغ 5%. ما الفرق بين مبلغَي القيمة الحالية للحسابين؟

---

---

---

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يشار إلى حساب القيمة الحالية بالتراكمية.

صواب / خطأ

2. إذا كنت ترغب في الحصول على مبلغ 5,000 ر.س. خلال ثلاثة أعوام وكان

حسابك الاستثماري يكسب عائداً يبلغ 4% كل عام، فما المبلغ الذي يتعين عليك

إيداعه في حسابك اليوم؟

---

---





## 5.2 القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية)

قد يرغب الفرد على مدار عدد معين من الأعوام في سحب مبلغ ما كل عام. وعليه، لتحديد المبلغ الذي يجب إيداعه الآن، يجب حساب القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ (الأقساط السنوية).

$$PV(\text{annuity}) = PMT \times \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

حيث إن:

القيمة الحالية للأقساط السنوية = (annuity) PV

الدفعات الثابتة = PMT

معدل العائد = i

عدد الفترات الزمنية = n

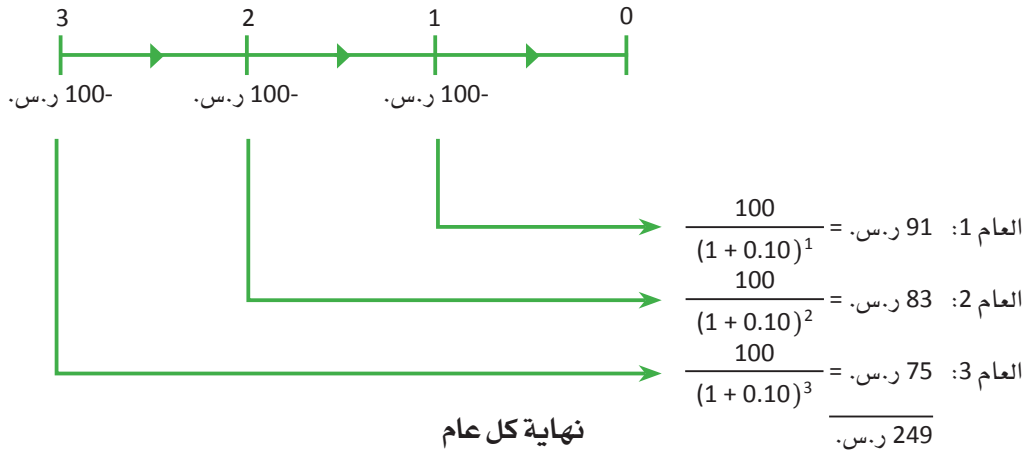
يمكن استخدام القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ من أجل:

- إنشاء صندوق يتيح للفرد سحب المال لتغطية نفقات المعيشة أثناء دراسته.
- إجراء إيداع حالي من أجل سحب مبلغ من المال كل عام، وذلك لتحديث أجهزة الحاسوب في المدرسة.
- إنشاء صندوق يتيح للشركة سحب مبلغ من المال كل سنة لتغطية نفقات تدريب متقدم للموظفين.

### مثال

ما القيمة الحالية لمبلغ 100 ر.س. يتم سحبه في نهاية الأعوام الثلاثة القادمة مقابل كسب بنسبة 10%؟

القيمة الحالية (رصيد الصندوق)



تساوي القيمة الحالية لمبلغ 100 ر.س. يتم سحبه في نهاية الأعوام الثلاثة القادمة بمبلغ 249 ر.س.

### تابع المثال

باستخدام نفس المثال، تكون حسابات المعادلة الحسابية والحاسبة المالية وجدول البيانات كما يلي:

الحسابات	الإجراءات، المفاتيح	القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ
$249 = 100 \times 1 - \frac{1}{0.10} \frac{(1 + 0.10)^3 - 1}{0.10}$	$PV(\text{annuity}) = PMT \times \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$	المعادلة الحسابية
$-100, \text{PMT}, 3 \text{N}, 10 \text{I/Y}, 0 \text{FV}, \text{CPT} \text{PV} 249$	$\text{PMT}, \text{N}, \text{I/Y}, \text{FV}$ $\text{CPT}, \text{PV}$	الحاسبة المالية (ملاحظة: قد تختلف مفاتيح الحاسبات المالية قليلاً بحسب نوعها.)
$= PV(0.1, 3, -100, 0, 0) = 249$	= القيمة الحالية (معدل العائد، عدد الفترات الزمنية، الدفعات الثابتة، القيمة المستقبلية، النوع)	جدول البيانات

### جرب بنفسك



ما المبلغ الذي يجب على عمر أن يودعه اليوم إذا أراد أن يجني مبلغ 400 ر.س. سنوياً من حساب استثمار لمدة تسع سنوات مقابل أرباح بمعدل عائد 8% سنوياً؟

---



---



---



---



---



إذا احتاج علي إلى سحب مبلغ 100 ر.س. كل عام لمدة خمس سنوات من حساب يكسب عائداً يبلغ 6%، فما المبلغ الذي يحتاج إلى استثماره اليوم؟

---

---

---

---

---

إذا احتاجت سارة إلى سحب مبلغ 250 ر.س. كل عام لمدة سبع سنوات وكان الحساب يكسب عائداً يبلغ 7%، فما المبلغ الذي يجب أن تستثمره اليوم؟

---

---

---

---

---

### تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يمكن لأي فرد يريد سحب مبلغ كل عام لعدد معين من السنوات استخدام القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ.  
صواب / خطأ
2. تتطلب القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ حساب المبلغ المدخر اليوم للسماح بعمليات السحب المستقبلية المنتظمة.  
صواب / خطأ





## 6.2 الحالات الأخرى للقيمة الزمنية للنقود

لا تنحصر حسابات القيمة الزمنية للنقود بالحالات الأربع الأساسية التي تم شرحها سابقاً، بل تتعداها إلى حالات أخرى ذات صلة بحساب كل من القيمة الحالية والقيمة المستقبلية.

### 6.2 (أ) المبالغ غير المتساوية Uneven Amounts

قد لا يتمكن الفرد من إيداع مبلغ ثابت كل عام. وعليه، فإن هذه التدفقات النقدية غير المتساوية تتطلب منك حساب المبالغ بشكل فردي.

### 6.2 (ب) الفترات الزمنية التي تقل عن العام

#### Time Periods of Less Than a Year

نظراً لأن هذا الفصل قد تطرّق فقط إلى القيمة الزمنية للنشاطات المالية التي تستغرق أعواماً كاملة، فمن المحتمل أن تواجه حالات تكون مدتها أقل من عام.

### 6.2 (ج) التراكمات غير السنوية Non-annual Compounding

جاءت الأمثلة الواردة في هذا الفصل على ذكر التراكمات التي تحدث مرة واحدة فقط في السنة. ولكن في الواقع، يمكن أن تحدث التراكمات بشكل متكرر، مثل مرتين في السنة (على أساس نصف سنوي) أو كل ثلاثة أشهر (على أساس ربع سنوي). وتُعرف التراكمات غير السنوية **Non-annual compounding** على أنها دفع معدل العائد بشكل متكرر أكثر من مرة في السنة. وعليه، تستلزم تلك الحالات تعديل الحسابات.

**التراكمات غير السنوية**  
دفع العائد بشكل متكرر أكثر من مرة في السنة

### 6.2 (د) حسابات مدفوعات القرض Loan Payments Calculations

لا تقتصر حسابات القيمة الزمنية للنقود على الادخار والاستثمار فقط، بل يمكن استخدامها لتحديد مدفوعات القروض. فعند اقتراض مبلغ ما لفترة زمنية معينة ومقابل تكلفة اقتراض معينة، ستتيح لك الحاسبة المالية أو برامج جداول البيانات أو التطبيقات عبر الإنترنت حساب مبلغ السداد الشهري.

وتتشابه خطوات سداد القرض وحسابات القيم الحالية الأخرى. مثلاً، إذا اقتضت مبلغ 1,000 ر.س. بتكلفة اقتراض 6% ليتم سدادها على ثلاث دفعات ثابتة في نهاية السنوات الثلاث التالية، فستكون المدفوعات 374 ر.س.، ويتم احتسابها على النحو التالي:



الحسابات	الإجراءات، المفاتيح	القيمة الحالية لتحديد مدفوعات القرض
$1000 \text{PV}, 6 \text{I/Y}, 3 \text{N}, 0 \text{FV},$ $\text{CPT} \text{PMT} 374$	$\text{PV}, \text{I/Y}, \text{N}, \text{FV}, \text{CPT},$ $\text{PMT}$	الحاسبة المالية
$= \text{PMT} (.06, 3, 1000, 0, 0) = 374$	= الدفعات الثابتة (معدل العائد، عدد الفترات الزمنية، القيمة الحالية، القيمة المستقبلية، النوع)	جدول البيانات

### تمارين

اختر الإجابة الصحيحة.

- تتطلب المبالغ المالية غير المتساوية حساب المبالغ بشكل فردي.  
صواب / خطأ
- يُشار إلى كسب العائد أكثر من مرة في السنة بـ:
  - التراكمات غير السنوية.
  - التراكمات السنوية.
  - الخصم.
  - القسط السنوي.





## الفصل 2 تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

ينطوي كل قرار تتخذه على تكلفة فرصة بديلة، أي ما يتخلى عنه الفرد عن طريق الاختيار. وتشمل تكلفة الفرصة الشخصية وقتك وصحتك. في الواقع، يمكن قياس تكلفة الفرصة البديلة المالية من حيث المكاسب المالية بناءً على القيمة الزمنية للنقود. في المقابل، تتطوي القيمة المتزايدة للنقود على نوعين من الحسابات: القيمة المستقبلية والقيمة الحالية. ويُشار إلى المبلغ المتاح في تاريخ لاحق "بالقيمة المستقبلية"، وفي المقابل، فإن القيمة الراهنة لمبلغ ما في المستقبل هي القيمة الحالية. إضافة إلى ذلك، عادةً ما تتطوي حسابات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية على نوعين من التدفقات النقدية: مبلغ واحد وأقساط سنوية، وهي عبارة عن سلسلة من المبالغ المتساوية. كما يتضمن القسط السنوي سلسلة من الودائع أو المدفوعات المتساوية كل عام بمعدل عائد ثابت. وكما يوضح الجدول أدناه، فإن القيمة الزمنية للنقود هي في الواقع عبارة عن أربعة حسابات أساسية مختلفة.

### ملخص



ملخص القيمة الوقتية للمال	لمبلغ واحد	لسلسلة من المبالغ المتساوية (أقساط سنوية)
القيمة المستقبلية	القيمة المستقبلية لمبلغ واحد	القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ
القيمة الحالية	القيمة الحالية لمبلغ واحد	القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ

وعلى نحو آخر، تشمل الحالات الأخرى للقيمة الزمنية للنقود على المبالغ السنوية غير المتساوية، والفترات الزمنية التي تقل عن العام، والتراكمات غير السنوية. في النهاية، يتيح استخدام القيمة الزمنية للنقود استخدام حسابات القيمة الحالية، لتحديد مدفوعات القروض الشهرية عند افتراض مبلغ لعدد معين من السنوات مقابل تكلفة افتراض معينة.

1. تحدّث عن تجربة مررت فيها واختبرت فيها تكلفة الفرصة البديلة، شارحاً ماهية تكلفة الفرصة البديلة أو قيمة ما فقدته عند الاختيار بين خيارين أو أكثر.

### الأسئلة



---

---

---

---

---

2. اشرح الفرق بين "القيمة المستقبلية" و"القيمة الحالية".

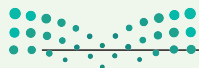
---

---

---

---

---



3. اشرح كيف لتكرار التراكمات أن يؤثر على ازدياد مال الفرد.

---

---

---

---

---

4. صف موقفاً قد يستخدم فيه الفرد حسابات القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ.

---

---

---

---

---

5. ما الحالات التي تستدعي استخدام حساب القيمة الحالية؟

---

---

---

---

---

6. حدّد ما إذا كان الحدث في الحالات التالية مثالاً على حساب "القيمة المستقبلية" أو حساب "القيمة الحالية":

- حساب المبلغ المودع اليوم لجني مبلغ في المستقبل.
- تحديد قيمة الاستثمار الذي سيزداد خلال السنوات العشر القادمة.
- استثمار 50 ر.س. لمدة ست سنوات.

---

---

---

---

---



## التمرينات



1. استثمرت فاطمة مبلغ 6,000 ر.س. بمعدل عائد سنوي 2.5%. ما الأرباح التي ستجنيها من هذا المبلغ؟

---

---

---

---

---

2. استثمرت نورا مبلغ 850 ر.س. ما القيمة المستقبلية التي ستجنيها خلال ست سنوات بمعدل عائد 7%؟

---

---

---

---

---

3. يخطط سعد لاستثمار مبلغ 6,400 ر.س. سنوياً على مدى السنوات الست المقبلة بمعدل عائد 4%. ما القيمة المستقبلية لمبلغ المدخرات هذا؟

---

---

---

---

---

4. يستثمر إبراهيم مبلغ 6,000 ر.س. سنوياً في حساب التقاعد. إذا كان متوسط ربح هذه الصناديق يبلغ 9% على مدى 40 عاماً حتى التقاعد، فما القيمة المستقبلية لهذا الحساب؟

---

---

---

---

---



5. إذا كانت ليلي تأمل في جمع مبلغ 60,000 ر.س. كدفعة أولى لمنزل خلال خمس سنوات، فما المبلغ الذي ستحتاج إلى استثماره اليوم؟ افترض أن المال سيكسب عائداً بنسبة 5%.

---

---

---

---

6. يخطط عبد الله للالتحاق ببرنامج كلية الدراسات العليا والذي سيستغرق ثلاث سنوات. ويجب أن يكون بحوزته مبلغ 12,000 ر.س. متاحاً كل عام لتغطية مختلف نفقات الدراسة والمعيشة. إذا كان عبد الله سيكسب عائداً يبلغ 4% من ماله، فكم يجب أن يودع في بداية عامه الدراسي ليتمكن من سحب 12,000 ر.س. سنوياً لمدة ثلاثة أعوام؟

---

---

---

---

7. ما المبلغ الذي يتعين على مريم استثماره اليوم لتتمكن من الحصول على 800 ر.س. سنوياً لمدة 10 سنوات من حساب يكسب عائداً يبلغ 8%؟

---

---

---

---

8. ما المبلغ الذي سيتعين على تالا استثماره اليوم بمعدل عائد 6% لتحصل على 1,000 ر.س. بعد خمس سنوات؟

---

---

---

---



### أسئلة المراجعة

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يُعد الوقت المستخدم للترفيه مورداً مالياً.  
صواب / خطأ
2. يتم احتساب العائد البسيط بضرب مبلغ من المال بمعدل عائد مضروباً بفترة زمنية.  
صواب / خطأ
3. القيمة المستقبلية هي المبلغ الذي ستؤول إليه المدخرات الحالية بناءً على معدل عائد معين وفترة زمنية معينة.  
صواب / خطأ
4. التراكمية هي كسب العائد من العائد.  
صواب / خطأ
5. يشار إلى معدل العائد في الحاسبة المالية ب:  
أ. N  
ب. PMT  
ج. I  
د. FV
6. من الأفضل استخدام القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ لتحديد قيمة:  
أ. حساب بإيداعات سنوية.  
ب. مدفوعات القرض.  
ج. مبلغ مخصص لمكافآت الموظفين.  
د. تغيير أسعار العملات الأجنبية.
7. القيمة الحالية لحساب التوفير أكبر من القيمة المستقبلية لذلك الحساب.  
صواب / خطأ
8. لتحديد نمو مبلغ معين، فإنك تستخدم:  
أ. القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ.  
ب. القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ.  
ج. القيمة المستقبلية لمبلغ واحد.  
د. القيمة الحالية لمبلغ واحد.



9. يمكن استخدام حسابات القيمة الزمنية للنقود لتحديد مبلغ سداد القرض.  
صواب / خطأ

10. يمكن أن تحدث التراكمات فقط على أساس سنوي.  
صواب / خطأ

11. إذا قام فرد بإيداع مبلغ 150 ر.س. في السنة الأولى، ومبلغ 250 ر.س. في السنة الثانية، ومبلغ 200 ر.س. في السنة الثالثة، فإن ذلك عبارة عن:  
أ. مبالغ غير متساوية.  
ب. فترات زمنية تقل عن العام.  
ج. تراكمات غير سنوية.  
د. خصم سنوي.





المصطلح	التعريف
الخصم / Discounting	عملية تحديد القيمة الحالية للمدفوعات التي سيتم استلامها في المستقبل.
تكلفة الفرصة البديلة / Opportunity cost	ما يتخلى عنه الفرد عن طريق الاختيار.
القيمة الزمنية للنقود / Time value of money	الزيادات الحاصلة على مبلغ من المال نتيجة لجني الأرباح مع مرور الوقت.
القيمة المستقبلية / Future value	مقدار زيادة المدخرات بناءً على معدل معين وفترة زمنية معينة؛ يشار إلى العملية أيضًا بالتراكمية.
التراكمية / Compounding	العملية التي تستند من خلالها الأرباح إلى المبلغ الأصلي بالإضافة إلى المبالغ المكتسبة السابقة.
الأقساط السنوية / Annuity	سلسلة من المدفوعات السنوية المتساوية بمعدل عائد ثابت.
القيمة الحالية / Present value	هي القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي بناءً على معدل معين لفترة زمنية معينة؛ ويشار إليها أيضًا بالخصم.
التراكمات غير السنوية / Non-annual compounding	دفع العائد بشكل متكرر أكثر من مرة في السنة.



## الفصل 2 تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

حساب العائد البسيط العائد البسيط = المبلغ الرئيس × معدل العائد (السنوي) × الوقت (السنوات)

### المعادلات الأساسية

$$FV = PV (1 + i)^n$$

القيمة المستقبلية لمبلغ واحد



$$FV (\text{annuity}) = PMT \times \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$$

القيمة المستقبلية لسلسلة من المبالغ  
(الأقساط السنوية)



$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

القيمة الحالية لمبلغ واحد

$$PV (\text{annuity}) = PMT \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + i)^n}}{i}$$

القيمة الحالية لسلسلة من المبالغ  
(الأقساط السنوية)





## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 1.2: حساب القيمة الزمنية للنقود المخصصة للاستثمار

تخطط أسماء لاستثمار مدخراتها في برنامج استثماري على المدى الطويل. وعليه، فإنها تخطط لاختيار استثمارات مختلفة، بما في ذلك الاستثمار في الأسهم والصناديق المشتركة والعقارات، وذلك عبر إيداع مبلغ 12,000 ر.س. سنويًا. في المقابل، تتوقع أسماء الحصول على متوسط عائد سنوي نسبته 9% للسنوات العشرين القادمة. في الواقع، ستستخدم أسماء حسابات القيمة الزمنية للنقود لتحديد مدى نمو محفظتها الاستثمارية.

#### المطلوب

1. ما القيمة المستقبلية لاستثمار أسماء بعد 20 عامًا؟

---

---

---

---

2. هل تنصح أسماء بإيداع مبلغ 12,000 ر.س. مرة واحدة كمبلغ واحد في بداية برنامج الاستثمار أو كقسط سنوي في نهاية كل عام؟ علّل إجابتك.

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 2.2: العلاقة بين القيمة الزمنية للنقود واتخاذ القرارات الشخصية المالية

مما لا شك فيه أن الأمان المالي الشخصي هو أمر حيوي لضمان الرفاهية الشخصية والرضا الاقتصادي للأفراد وعائلاتهم. وفي هذا الصدد، نطرح مثال يونس وعائلته المكونة من زوجته عائشة وطفليهما البالغين من العمر ستة وثمانية أعوام. في الواقع، إن منزلهم الحالي صغير جداً بالنسبة إلى أطفالهم الذين يكبرون، كما أنهم يريدون توفير تكاليف تعليم أطفالهم في المستقبل وضمان تقاعد مريح. يمكن قياس الأهداف المالية الشخصية باستخدام القيمة الزمنية للنقود ("القيمة المستقبلية" و"القيمة الحالية").

#### المطلوب

1. ما الأهداف المالية التي يجب على يونس وعائشة تحديدها؟

---

---

---

---

2. ما الأمور التي يحتاج يونس وعائشة أن يخططا لها من اليوم؟ وكيف؟

---

---

---

---



## حالة دراسية : اختيار مشروع رأسمالي

هل ينبغي لشركتنا فتح فرع في بلد آخر، أو طرح منتج جديد في السوق؟ في الواقع، يندرج هذا النوع من القرارات التجارية تحت أهداف رؤية السعودية 2030 التي تسعى إلى تنويع الاقتصاد. ومما لا شك فيه أن جميع الشركات تعتمد على أصولها الرأسمالية لإتمام العمليات الحالية وبلوغ النجاح على المدى الطويل. لذلك، يُعد شراء معدات جديدة وبناء مبانٍ إضافية والحصول على التقنيات المحدثة أمثلة عن نشاطات الإنفاق الرأسمالي. وعلى نحو آخر، وقبل الشروع في قرارات شراء الأصول طويلة الأجل مثل الآلات وأجهزة الحاسوب والشاحنات والأدوات الآلية، تخضع العملية لخمس خطوات، هي:

- 1. تحديد أهداف الإنفاق الرأسمالي Set Capital Spending Goals:** يجب أن تستند المشروعات الرأسمالية للشركة إلى الأهداف التنظيمية، والتي قد تشمل توسيع نطاق المبيعات وخفض التكاليف وزيادة الأرباح.
- 2. تعيين المشروعات الرأسمالية المحتملة Determine Potential Capital Projects:** بعد تحديد أهداف الإنفاق الرأسمالي الواضحة، سيتم النظر في مشروعات مختلفة. فمثلاً، إذا كانت خدمة العملاء أولوية، فقد يكون الإنفاق على التقنيات المطورة للإجابة عن أسئلة العملاء مناسباً. في المقابل، إذا كان تعزيز نطاق التوزيع أمراً ضرورياً، فسيكون مفيداً إنشاء مستودع جديد أو توظيف شاحنات توصيل إضافية.
- 3. التنبؤ بالتدفقات النقدية Forecast Cash Flows:** من بعدها، يجب على المديرين تقدير مبالغ التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع. ويأتي مصدرا التدفقات النقدية الداخلة الرئيسان من: (1) إيرادات المبيعات الإضافية، و(2) تكاليف التشغيل المنخفضة. تجدر الإشارة إلى أنه من شأن التكاليف المنخفضة أن تخلق تدفقاً نقدياً إيجابياً، وذلك بحكم أن "الأموال التي لا تخرج تشبه الأموال الداخلة".
- 4. تحديد المعدل والمخاطر Identify Rate and Risks:** وتتمثل الخطوة التالية في تمويل المشروع الرأسمالي، حيث يتم استخدام معدل الخصم لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. كما يقوم المديرين أيضاً بتقييم المخاطر المحتملة، مثل التضخم وانخفاض الإنفاق الاستهلاكي واللوائح التنظيمية الحكومية الجديدة والكوارث الطبيعية. وعادة ما يتم النظر في المخاطر باستخدام معدل خصم أعلى لعكس المخاطر المحتملة.
- 5. اختيار المشروع وتنفيذه Select and Implement Project:** وفي النهاية، يتعين على المديرين تحديد المشاريع الرأسمالية التي سيتم اختيارها وكيفية تشغيلها.

لذلك، إذا قام المدير بتقييم الخيارين (فتح فرع في بلد آخر أو طرح منتج جديد في السوق)، فإليك أمثلة عن الحسابات التي سيستخدمها:

أ. فتح فرع في دولة أخرى.

التكلفة = 10,000,000 ر.س.



## الفصل 2 تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للنقود

متوسط التدفقات النقدية السنوية المتوقعة للسنوات العشر التالية = 2,100,000 ر.س.  
معدل الخصم = 8%

ب. طرح منتج جديد في السوق.

التكلفة = 9,000,000 ر.س.

متوسط التدفقات النقدية السنوية المتوقعة للسنوات العشر التالية = 1,900,000 ر.س.  
معدل الخصم = 7%

وفي ظل تطبيق الشركات لأهداف رؤية السعودية 2030، ستكون المشروعات الرأسمالية حيوية لنمو الأعمال والتوسع. وعليه، فإن التخطيط لطرح المنتجات والخدمات الجديدة، والبيع في أسواق جديدة، وتحديث تقنيات الإنتاج والتوزيع، ما هي سوى بعض قرارات الإنفاق الرأسمالي التي ستعطي اقتصادًا أكثر تنوعًا.

### 1. أسئلة الدراسة ما القيمة الحالية لكل من الخيارين؟

---

---

---

---

2. أيّ المشروعين تفضل أن تختاره الشركة بناءً على مقارنة القيمة الحالية للمشروعين بتكاليفهما؟

---

---

---

---

3. ما العوامل الأخرى التي يجب على الشركة أخذها في الاعتبار عند اختيار المشروع؟

---

---

---

---

**أنشطة عبر الإنترنت** تتوفر عبر الإنترنت العديد من الحاسبات التي تساعد على حساب القيمة الزمنية للنقود. وعليه، ابحث عن موقع إلكتروني يقدم خدمة حساب القيمة الحالية، وأجب عما يلي:

1. اشرح الصيغة والعملية المعتمدين في الحاسبة عبر الإنترنت.

2. احسب القيمة الحالية للحالة التالية: مشروع مدته ست سنوات بتدفق نقدي سنوي متوقع قدره 44,000 ر.س. وبمعدل خصم بنسبة 5%.



## المخاطر وطرق قياسها

### أهداف التعلم

1. شرح المبادئ الأساسية للمخاطر.
2. حساب العائد على الاستثمار.
3. تحديد مصادر المخاطر.
4. وصف طرق قياس المخاطر.
5. تحديد الإجراءات المناسبة لإدارة المخاطر.



تمثل المخاطر حالة من عدم اليقين من وقوع حدث معين أو التوصل إلى ناتج محدد، ويُستخدم مصطلح "عدم اليقين" في بعض الأحيان كبديل لكلمة "مخاطر". فعندما تكون غير متيقن، يتتابك الشكّ حول ناتج محتمل. وعندما تواجه خطرًا، فمن المحتمل أن يكون الناتج إما إيجابيًا أو سلبياً. وعادةً ما يواجه الأفراد مخاطر تؤثر على صحتهم، أو دخلهم، أو حتى ممتلكاتهم.

وبما أنك دائماً في حالة عدم يقين مما قد يحمله لك المستقبل، عليك بحساب المخاطر المتوقعة، فكلما زادت المخاطر، زاد العائد المتوقع. وفيما قد يتخذ مديرو الشركات والمستثمرون قراراتهم التي تحمل معها المخاطرة على أساس نوعي، فإنّ التدابير الكميّة التي بوسعهم اتّباعها لتدارك المخاطر متوقّرة في متناول أيديهم. وإن لم يكن بمقدورك حساب هذه المقاييس الإحصائية، فمن الضروري جداً أن تكون على علم بها، نظراً إلى أنك ستحتاجها في عملية تحليل الأصول المالية.

وعليه، يوفّر هذا الفصل مقدّمة أولية حول المخاطر وكيفية قياسها، بدءاً بلمحة عامة عن عوامل المخاطر التي تواجهها الشركات، ثمّ يتطرّق إلى الاستخدامات المختلفة لكلمة "عائد"، وإلى الأساليب المتنوعة لقياس المخاطر، والتي بدورها تتضمنّ قياس التشتت حول الناتج أو النزعة المركزية، والتي تُسمّى "الانحراف المعياري". بالإضافة إلى مؤشر تقلب عائد الأصل مقارنةً بالأساس، مثل العائد بالنسبة إلى السوق، والذي يُشار إليه بمعامل "بيتا". وعلى الرغم من أنّه سيتم شرح أساليب حساب كل من "الانحراف المعياري" ومعامل "بيتا" في هذا الفصل،



### الفصل 3 المخاطر وطرق قياسها

إلا أنّك قد لا تحتاج إلى حسابهما بنفسك. (وفي حال احتجت إلى ذلك، فيمكنك الاستعانة ببرنامج جدول بيانات مثل "إكسل" الذي سيتولّى العمليّة بشكل فوري)، ما عليك معرفته هو كيفية استخدام نتائج حسابات المخاطر وتفسيرها.

وسيتناول هذا الفصل أهمية تنوع المحافظ الاستثماريّة، أي الاستثمار في أكثر من أصل أو ورقة مالية للحدّ من المخاطر، ونختم الفصل بفقرات تتناول استراتيجيّات إدارة المخاطر واستخدام التأمين على الشركات كطريقة لتحويل المخاطر.

---





## 1.3 المخاطر

يواجه كلُّ منا يومياً حالات من عدم اليقين وعدد من **المخاطر Risks**. وتواجه الشركات مخاطر قد تتجم عنها آثار اقتصادية جسيمة. فقد تتضرر الممتلكات والمخزونات، أو تضيع أو تُسرق؛ كما قد يمرض العمّال، أو يتعرّضون للإصابات أو حتى يموتون؛ كما وقد تُلحق منتجات الشركة أو قد يُلحق الموظفون الضرر بالممتلكات أو بالأفراد الآخرين الذين تعتبر الشركة مسؤولاً عنهم. وهذه المخاطر تحمل معها إمكانية تكبد خسارة مالية.

**المخاطر**  
حالة من عدم اليقين من وقوع حدث معين أو التوصل إلى ناتج محدد

### 1.3 (أ) أنواع المخاطر Types of Risks

تنتج عن **المخاطر الاقتصادية Economic risks** تأثيرات مالية محتملة. ولا تُعدّ بعض المخاطر التي لا تحمل تأثيراً مالياً مباشراً أو فورياً مخاطر اقتصادية، فمثلاً عندما تشارك في نشاط اجتماعي مع أصدقائك وتُخاطر بعدم الاستمتاع بوقتك، أو عندما لا تدرس جيداً لامتحان ما، فإنك تخاطر بالحصول على درجة ضعيفة فيه. ولكن، عندما يصاب أحد الموظفين بالمرض ولا يستطيع العمل لمدة أسابيع، فإنه يواجه خطراً مالياً يتمثل بتكبد خسارة الأجر الذي يتقاضاه. والأمور نفسه ينطبق على حادث تلتهم فيه النيران مستودع شركة ما، فتتكبد هذه الشركة خسارة الأموال التي استثمرتها في المبنى والتجهيزات والمخزونات.

**المخاطر الاقتصادية**  
حالة عدم يقين يرافقتها أثر مالي محتمل

تتنوع المخاطر الاقتصادية بين المخاطر البحتة ومخاطر المضاربة.

1. **في المخاطر البحتة Pure risks**، الخسارة واقعة لا محالة، ولا فرصة لتحقيق أيّ ربح مالي. فمثلاً، عندما تواجه الشركات خطر اندلاع حريق، فهي لا تجني أيّ أرباح في حال عدم اندلاعه، إلا أنها تتكبد خسائر مالية إذا اندلع الحريق وتضررت منه ممتلكاتها. ويُعدّ سوء الأحوال الجوية مثلاً آخر على الخطر البحت.
2. **أما مخاطر المضاربة Speculative risks**، فهي تحمل احتمال الربح أو الخسارة، ولعلّ الاستثمارات خير مثال عليها. فعندما يوظف المستثمر الأموال في مجال من الممكن أن تتصاعد فيه قيمة الاستثمار أو تتناقص، فيكون المستثمر أمام خيارين، إما جني الأرباح من هذه الأموال وإما خسارتها.

**المخاطر البحتة**  
حالة عدم يقين يرافقتها احتمال خسارة فقط ولا مجال للربح المالي فيها

**مخاطر المضاربة**  
حالة تحمل الربح المالي أو الخسارة المالية

### لماذا يلجأ الأفراد والقائمون على الشركات إلى المخاطرة؟

#### Why Do Individuals and Businesses Take Risks?

يتحمّل كلُّ من الأفراد والشركات المخاطر في سبيل الاستفادة من الفرص أو إمكانية تحقيق النجاحات. ويُعدّ النجاح المالي إحدى النتائج المحتملة لمخاطر المضاربة. وعلى الرغم من أنّ النجاح يُقاس بالربح المالي الذي يحققه، فإنه يُقاس بأساليب أخرى غير مالية مثل التقدير والشهرة ومستوى الرضا الشخصي، التي تُعدّ بدورها أيضاً من نتائج النجاح التي لا تحمل مكافأة مالية.





ما المخاطر التي قد تواجهها الشركات؟

## مصادر المخاطر وأسبابها Risks Sources or Causes

للمخاطر الكثير من المصادر والأسباب.

1. تنتج **المخاطر الطبيعية Natural risks** عن أحداث أو ظواهر طبيعية. فمثلاً، تُعدّ الأعاصير، والفيضانات، والزلازل، وموجات الجفاف، والعواصف الرملية مخاطر طبيعية قد تؤدي إلى أضرار وخسائر.
2. تنتج **المخاطر البشرية Human risks** عن أفعال الأفراد أو المجموعات أو الشركات. فقد تتسبب القيادة المتهورة بالإصابات الجسدية، وقد يتسبب بالخسائر كل من سرقة العملاء أو الموظفين واندلاع الحرائق الناجم عن سوء تخزين المنتجات، وكل هذه الخسائر ناتجة عن المخاطر البشرية.

## المخاطر القابلة للتحكم والمخاطر غير القابلة للتحكم

### Controllable and Uncontrollable Risks

في حين يمكن التحكم ببعض المخاطر، يبقى بعضها الآخر خارج حدود السيطرة.

1. يمكن تجنب **المخاطر القابلة للتحكم Controllable risks** أو التخفيف منها من خلال توخي الحذر في الأفعال. فمعظم المخاطر البشرية قابلة للتحكم. فمثلاً، قد تحدّ القيادة الآمنة، وبرامج توعية الموظفين حول تدابير السلامة، والصيانة الملائمة للمباني والممتلكات من الحوادث والإصابات.
2. أمّا **المخاطر غير القابلة للتحكم Uncontrollable risks** فلا يمكن لأفعال البشر التأثير عليها، أي أنه لا يمكننا إيقاف حدوث الظواهر الطبيعية كالفيضانات والأعاصير، على الرغم من قدرتنا على التخطيط الدقيق والتحضير لتقليل **التأثيرات التي قد تتجم** عنها.

### المخاطر الطبيعية

حالة عدم اليقين التي تسببها أحداث أو ظواهر طبيعية

### المخاطر البشرية

حالة عدم يقين تنتجها أفعال الأفراد أو المجموعات أو الشركات

### المخاطر القابلة للتحكم

المخاطر التي يمكن تجنبها أو التخفيف منها من خلال توخي الحذر في الأفعال

### المخاطر غير القابلة للتحكم

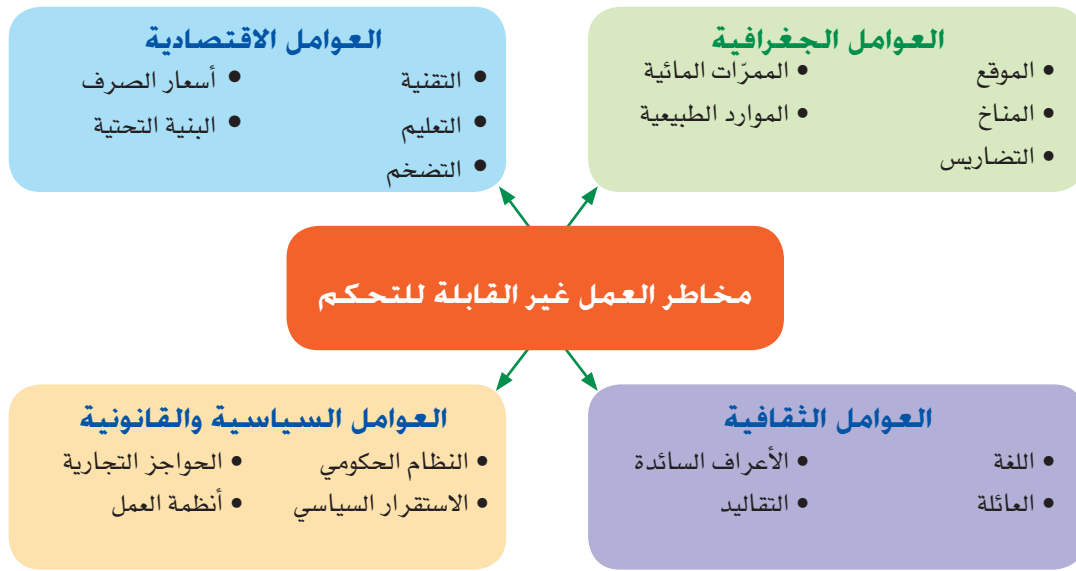
المخاطر التي لا يمكن لأفعال البشر التأثير عليها



### 1.3 (ب) مخاطر العمل غير القابلة للتحكم Uncontrollable Business Risks

عندما تتفد الشركة قرارًا متعلقًا بالعمل، ينطوي قرارها على جوانب من المخاطرة. قد يؤدي حريق فجائي في دولة ما إلى تدمير مصنعها، أو قد تواجه الشركة الإفلاس وعدم القدرة على سداد ديونها.

وتشمل الأنواع الأربعة الشائعة للمخاطر غير القابلة للتحكم التي تواجهها الشركات، المخاطر الجغرافية، والمخاطر الاقتصادية، والمخاطر الثقافية، والمخاطر السياسية (انظر الشكل 1.3).



**الشكل 1.3**  
مخاطر العمل غير القابلة للتحكم

#### المخاطر الجغرافية Geographic Risks

تتسم مناطق جغرافية محددة حول العالم بهذا النوع من المخاطر، ومن الأمثلة عنها أحوال الطقس المتطرفة التي تتسبب بحدوث الزوايح والأعاصير المدارية والفيضانات والعواصف الرملية والزلازل. وبالتالي، فقد تدمر أحوال الطقس السيئة المحاصيل الزراعية، وقد تشكل التضاريس الوعرة لبلد ما عائقًا في المواصلات ما يؤدي إلى مشكلات جمّة على صعيد البنية التحتية لهذا البلد واقتصاده. تخلق هذه العوامل، بالإضافة إلى غيرها من العوامل الجغرافية، مخاطر تواجهها الشركات.

#### المخاطر الاقتصادية Economic Risks

تسفر التقلبات في الأسعار وفي قيمة العملات وإنفاق المستهلكين عن حالة عدم يقين اقتصادية. وتؤثر حالات الصعود والهبوط في الظروف الاقتصادية على طلبات السلع والخدمات التي تقدمها الشركات.



ما أنواع المخاطر الجغرافية التي قد تتعرض لها الشركات؟

### المخاطر الثقافية Cultural Risks

قد تشكل الاختلافات الثقافية، كالعادات، والقيم الاجتماعية، والروابط العائلية حالة عدم يقين عند مزاوله الأعمال في بيئات مختلفة. وإذ تختلف إجراءات تنفيذ نشاطات الأعمال بين مناطق العالم المتنوعة، يتوجب على الشركات مراعاة الاختلافات الثقافية ومعتقدات الأفراد في منطقة ما واحترامها، وذلك عند ممارستها لأي عمل في هذه المنطقة، لأن إغفال ذلك سيؤدي حتمًا إلى فشل مساعيها حتى وإن كانت تتبع كافة إجراءات العمل الأخرى التي تقود إلى النجاح. وبأسلوب مماثل، ستواجه الشركات التي تشدد على مبدأ "الفردية" خطرًا أكبر عند ممارسة أعمالها التجارية في مناطق تتبنى شعوبها مبدأ "الجماعية". وإذ تولي بعض الثقافات الروابط بين العائلة والعمل أهمية كبرى، لا يُعد ذلك من الأمور المهمّة عند ثقافات أخرى. لذا، يتوجب على الشركات العمل وفقًا للبيئة الثقافية للحد من مخاطر العمل.

### المخاطر السياسية-القانونية Political-Legal Risks

من غير السهل تقييم المخاطر السياسية. لذا، يتوجب على الشركات العالمية مراقبة عوامل عدم الاستقرار الحكومي وحالات عدم اليقين السياسي على الدوام. تختلف أنظمة الأعمال من بلد إلى آخر، ففي بعض البلدان تكون صارمة، فيما تتميز بعض البلدان الأخرى بأنظمة عمل حرة إلى حد كبير. في بعض البلدان، قد تحتاج الشركات إلى كتابة معلومات غذائية مفصلة بدقة على العبوات الغذائية، فيما تتبع الأسواق في بلدان أخرى أنظمة وقوانين مختلفة حول ملصقات المواد الغذائية. علاوةً على ذلك، تمثل الحواجز التجارية خطرًا سياسيًا محتملاً. فالرسوم الجمركية، وقوانين مكافحة الإغراق، وحصص الواردات، والضوابط المفروضة على صرف العملات ما هي إلا أمثلة عن التدابير السياسية المتخذة لضبط استيراد البضائع.

ومن المهمّ نشر الوعي بمخاطر العمل العالمية خصوصاً مع توسّع الأنشطة الاقتصادية السعودية إلى أسواق عالمية تزامناً مع تحقيق رؤية السعودية 2030. وخلافاً لحالة عدم اليقين التي لا يمكن التحكم بها، ترتبط المخاطر القابلة للتحكم بأوضاع العمل الداخلية.

### 1.3 (ج) مخاطر العمل القابلة للتحكم Controllable Business Risks

#### المخاطر التشغيلية Operational Risks

تتسبب أنشطة الشركات اليومية بتوليد المخاطر. فقد يؤدي الفشل في الابتكار وفي فهم احتياجات العملاء إلى خسائر في الأرباح، كما قد يؤدي أي خلل في سلاسل التوريد أو توقّف في عملية التوزيع إلى إعاقة الأعمال. بالإضافة إلى ذلك، يُعتبر ارتفاع أسعار مدخلات الإنتاج أو النقص في المواد الأولية من المخاطر المحتملة الأخرى.

#### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. المخاطر البحتة هي المخاطر التي تتوفر فيها فرصة مستقبلية للربح المالي.  
صواب / خطأ
2. المخاطر \_\_\_\_\_ هي حالة تحمل احتمال الربح المالي أو الخسارة المالية.  
أ. البحتة.  
ب. المضاربة.  
ج. الطبيعية.  
د. القابلة للتحكم.
3. تُعتبر القوانين التي تسنّها الحكومات لتنظيم الأعمال من المخاطر \_\_\_\_\_.  
أ. السياسية-القانونية.  
ب. الجغرافية.  
ج. الثقافية.  
د. القابلة للتحكم.





## 2.3 العائد على الاستثمار

تعتمد جميع الاستثمارات على **العائد Return**، سواء أكانت استثمارات الأفراد أو الشركات.

### مصادر العائد The Sources of Return

قد يحصل الاستثمار على عائد من خلال مصدرين اثنين، هما:

- المصدر الأول للعائد هو تدفق الدخل. ففي العديد من البلدان، يدرّ الاستثمار على أصحابه إيرادات من العوائد، إما من خلال حساب استثماري، أو سند، أو نوع آخر من التزامات الديون، كالقروض. ويتمّ تحديد العائد عادةً بموجب عقد لهذه الاستثمارات. أما الإيرادات المتحصلة من الأسهم فتكون على شكل **توزيعات أرباح Dividends**. وتُعرف توزيعات الأرباح على أنها مبالغ تُدفع بانتظام إلى المساهمين، إما نقدًا أو على شكل حصص أسهم إضافية. ولا يتوجب على الشركات دفع توزيعات أرباح، ومع ذلك، يتوقع العديد من المستثمرين الحصول عليها باعتبارها جزءًا من العائد المتوقع لامتلأهم أسهمًا.

- أما المصدر الثاني للعائد فيتمثل بزيادة رأس المال.

- لنفترض أنّ مستثمرًا اشترى أسهمًا ثم ارتفع سعرها، فسيجني هذا المستثمر ما يُسمى **بالربح الرأسمالي Capital gain**. وعليه، فإن الربح الرأسمالي هو زيادة قيمة الأصول استنادًا إلى ثمنها الأساسي.

- قد يتم شراء السندات المخفضة التي يبلغ سعر استحقاقها 10,000 ر.س. بسعر مخفض. وبذلك، يمثّل الفرق بين سعر الاستحقاق والسعر المخفض الربح الرأسمالي.

- وتحمل كافة الاستثمارات احتمال زيادة الدخل و/أو زيادة القيمة الرأسمالية. وبعض الاستثمارات، مثل الاستثمار في الأراضي، قد يحمل زيادة القيمة الرأسمالية فقط. وقد تستوجب بعض الاستثمارات دفع المستثمر بعض النفقات، كالضرائب مثلًا.

### العائد المتوقع والعائد المطلوب

#### The Expected Return and The Required Return

ولعل السبب الذي يدفع المستثمرين والمديرين الماليين إلى الاستثمار هو الحصول على العائد. ومن المهمّ هنا التمييز بين **العائد المتوقع Expected return** والعائد الفعلي. فالعائد المتوقع هو الحافز الذي يدفع المستثمرين إلى قبول المخاطر. ويجب مقارنة هذا العائد **بالعائد المطلوب Required return**، والذي يعني العائد الضروري الذي يحثك على تحمّل المخاطرة. وعادةً ما يرتبط ارتفاع المخاطر في الاستثمار بارتفاع العائد المتوقع منه. ويعتمد العائد المتوقع على كل من النتائج التي يتوقعها الأفراد وعلى احتمالية تحقيقها.

#### العائد

هو ما يتمّ جنيه من الاستثمار: مجموع الإيرادات والأرباح الرأسمالية التي يولدها استثمار معين

#### توزيعات الأرباح

هي مبالغ تُدفع دوريًا للمساهمين، إما نقدًا أو على هيئة أسهم إضافية

#### الربح الرأسمالي

هو زيادة قيمة الأصول استنادًا إلى ثمنها الأساسي

#### العائد المتوقع

هو الحافز الذي يدفع المستثمرين إلى قبول المخاطر

#### العائد المطلوب

هو العائد الضروري الذي يحث الأفراد على الاستثمار



### مثال

لنفترض أن عبد الله يعمل لصالح شركة صناديق الاستثمار المشترك. وكونه مستثمرًا محترفًا، فقد أخذ بالحسبان جميع العوامل التي قد تؤثر على عائد استثماره بالنظر إلى المخاطر المحتملة. وتمتلك الشركة التي يعمل لصالحها عبد الله عدة صناديق استثمار مشترك لها أهداف مختلفة. وبطبيعة الحال، تنطوي هذه الصناديق على مخاطر منخفضة، ومخاطر متوسطة، ومخاطر مرتفعة من حيث فرص النمو. وعليه، لا تعطي الشركة التي يعمل فيها عبد الله وعدًا بتحقيق عائدات متوقعة للمستثمرين، ومع ذلك، ما زال يتوجب على عبد الله هيكله الصناديق للسماح للمستثمرين ببلوغ أهدافهم الاستثمارية.

- سيقوم عبد الله بتقييم أسهم الشركة المحتملة لإدراجها في الصناديق المشتركة. تجدر الإشارة إلى أنه قد ينجز العملية في ظل ظروف اقتصادية طبيعية، كما هي الحال بنسبة 60% من الأحيان. وعليه، ستبلغ نسبة العائد المتوقع من هذا السهم 10% بين أرباح رأسمالية وتوزيعات أرباح.

- وبعد مراجعته للإدارة المحتملة، والمنافسة القائمة، وظروف السوق، قدر عبد الله فرصة لتزايد نمو الاقتصاد، بنسبة 20% بوتيرة أسرع. وبالتالي، سيبلغ العائد الاستثماري نسبة 15%.

- كما قدر عبد الله فرصة دخول الاقتصاد في حالة من الركود بنسبة 20%، مما سينعكس على أداء الشركة، وبالتالي فلن يتجاوز حينها العائد نسبة 5%. بالنظر إلى النتائج الممكنة واحتمال حصولها، يحتاج عبد الله إلى تحديد العائد المتوقع من هذا الاستثمار.

ويجب عبد الله عن هذا السؤال من خلال النظر إلى النتائج واحتمال حصولها (بمعنى آخر، احتمالية نمو الاقتصاد بوتيرة أسرع، واحتمالية نمو الاقتصاد بوتيرة عادية، واحتمالية دخول الاقتصاد في مرحلة ركود). ولأن عبد الله يعتقد أن الاحتمالات المذكورة هي 20%، و60%، و20% على التوالي، قام بتحديد العائد المتوقع للاستثمار من خلال المتوسط المرجح.

انظر إلى المعادلة الحسابية 1.3 التالية:

العائد المتوقع = المتوسط المرجح

المتوسط المرجح = (احتمالية حصول الحدث الأول × عائد الحدث الأول)

+ (احتمالية حصول الحدث الثاني × عائد الحدث الثاني) + ...

وفي هذه الحالة، سيتم حساب المتوسط المرجح على النحو الآتي:

المتوسط المرجح =  $(0.2 \times 15\%) + (0.6 \times 10\%) + (0.2 \times 5\%)$

المتوسط المرجح = 10%

ملاحظة: يجب أن يساوي مجموع الاحتمالات نسبة 100%.



لاحظ أن العائد المتوقع يمثل المتوسط المرجح للنتائج الفردية المتوقعة واحتمالية حصولها. وإذا كانت التوقعات الفردية للنتائج مختلفة، فسيختلف العائد المتوقع.

### جرب بنفسك



افترض بأنك تقوم بتحليل عائد أسهم متوقع، وفي الجدول أدناه العائدات المتوقعة لهذه الأسهم في ظروف اقتصادية مختلفة:

توقعات سلبية	توقعات إيجابية	توقعات عادية	
%25	%15	%60	الاحتمالية
%3	%12	%9	العائد

حدّد المتوسط المرجح للعائد في هذا الاستثمار، وأخبرنا إذا ما كنت ستتخذ قراراً بشراء السهم أم لا، معللاً إجابتك.

والآن، قم بتحليل العائد المتوقع من الاستثمار في سهم ثانٍ:

توقعات سلبية	توقعات إيجابية	توقعات عادية	
%30	%20	%50	الاحتمالية
%1	%15	%8	العائد

ما المتوسط المرجح للاستثمار الثاني؟ هل تفضّل الاستثمار بشراء الأسهم في الخيار الأول أم في الخيار الثاني؟

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يشمل العائد المتوقع لاستثمار ما الدخل المتوقع منه بالإضافة إلى زيادة السعر المتوقع.

صواب / خطأ

2. يمثل الربح الرأسمالي الفارق بين معدل الخصم ومعدل الاستحقاق.

صواب / خطأ





### 3.3 مصادر المخاطر

لا وجود للخطر متى ما وجد اليقين. وفي عالمنا الواقعي المليء بمواقف وظروف من عدم اليقين، يتوجب على المدير المالي أو المستثمر تحليل النتائج المحتملة وتقييم مخاطر الاستثمار. وبالطبع، قد يكون الناتج أفضل من المتوقع، إلا أن التركيز في تحليل المخاطر ينصب على الجانب السلبي، أي على الناتج الأسوأ من المتوقع. ومما لا شك فيه أن القرارات المالية تتطوي على مخاطر عدة، لا سيما أنها تتخذ في الوقت الحاضر ونتائجها تتبلور في المستقبل، ذلك لأن المستقبل غير مؤكد، بل متوقع.

مع ذلك، يمكن تحديد مصادر المخاطر التي تنقسم عادةً بين المخاطر "القابلة للتنوع" والمخاطر "غير القابلة للتنوع" أو المخاطر "غير المنتظمة" والمخاطر "المنتظمة". (يمكن استخدام كل من مجموعتي المصطلحات لتمييز مصادر المخاطر).

#### المخاطر القابلة للتنوع Diversifiable risks

يشير مصطلح **المخاطر القابلة للتنوع Diversifiable risks** (أو **المخاطر غير المنتظمة Unsystematic risks**) إلى المخاطر التي ترتبط بالأصول الفردية. فعندما يشتري المستثمر أصولاً محددة كأشهر أو سندات في شركة ما، عليه تحمل المخاطر المرتبطة بكل استثمار محدد.

ونذكر هنا مصادر المخاطر القابلة للتنوع:

1. **مخاطر الأعمال:** ترتبط بطبيعة العمليات في الشركة.
2. **المخاطر المالية:** ترتبط بكيفية تمويل الشركة لأصولها.

#### المخاطر غير القابلة للتنوع Undiversifiable risks

يشير مصطلح **المخاطر غير القابلة للتنوع Undiversifiable risks** (أو **المخاطر المنتظمة Systematic risks**) إلى مصادر المخاطر التي لا يمكن الحد منها من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية.

ونذكر هنا مصادر المخاطر غير القابلة للتنوع:

1. **مخاطر السوق:** ترتبط بحركة أسعار الأوراق المالية.
2. **مخاطر معدل العائد:** ترتبط بتغير معدلات العائد.

#### المخاطر القابلة للتنوع (المخاطر غير المنتظمة)

مخاطر مرتبطة بأحداث فردية ولها تأثير على أصول معينة؛ وهي مخاطر تخص شركة محددة ويمكن خفضها من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية

#### المخاطر غير القابلة للتنوع (المخاطر المنتظمة)

مخاطر مرتبطة بتقلبات أسعار السندات المالية وبأسباب أخرى لا تخص شركة بحد ذاتها؛ مثل مخاطر السوق التي لا يمكن خفضها بتنوع المحافظ الاستثمارية



3. مخاطر معدل إعادة الاستثمار: ترتبط بأموال إعادة الاستثمار التي يولدها استثمار ما.
4. مخاطر القوة الشرائية: ترتبط بالتضخم.
5. مخاطر أسعار الصرف: ترتبط بتقلبات أسعار العملات الأجنبية.
6. المخاطر السيادية: تنطبق على الاستثمار في ظل التزامات الديون التي يفرضها بلد معين، وفي إمكانية تخلف حكومة ذلك البلد عن السداد.



لماذا يعتبر التنوع أمراً مهماً بالنسبة إلى المستثمرين؟

### تمرينات

1. اختر الإجابة الصحيحة.  
يؤدي تنوع المحافظ الاستثمارية إلى:  
أ. زيادة المخاطر المنتظمة.  
ب. خفض المخاطر المنتظمة.  
ج. زيادة المخاطر غير المنتظمة.  
د. خفض المخاطر غير المنتظمة.
2. يمكن خفض المخاطر المنتظمة من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية.  
صواب / خطأ







## 4.3 قياس المخاطر

كما ذكرنا سابقاً، تتأثر المخاطر التي تواجهها الشركات بعدة عوامل، وبالتالي تتأثر إدارتها والمستثمرون فيها على حدٍ سواء. في الفصل الأول، ناقشنا فرضية كفاءة السوق التي تعتبر أن قيمة الشركة تعكس كافة المعلومات الموجودة في السوق، بما في ذلك المعلومات المتعلقة بالمخاطر.

وبالنسبة إلى المستثمر، فبإمكانه استخدام عدة مؤشرات لتقييم المخاطر في المجال المالي. وتشمل هذه المؤشرات الانحرافات المعيارية لأسعار الأصول ومعامل "بيتا".

### 4.3 (أ) قياس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري The Standard Deviation as a Measure of Risk

ترتبط المخاطر بحالة عدم اليقين من مساواة العائد المحقق للعائد المتوقع. ويمكننا قياس هذه المخاطر باستخدام الانحراف المعياري **Standard deviation** الذي يبين مدى الفارق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع. ويمكن استخدام قياس معامل "بيتا" **Beta coefficient**، كبديل عنه لقياس المخاطر، وهو مؤشر العائد على الأصل مقابل العائد على محافظ الأصول (مثلاً، العائد على الأسهم مقابل العائد على مؤشر الأسهم).

يُستخدم الانحراف المعياري لقياس مدى التشتت حول متوسط القيمة. وعندما يُستخدم كأداة قياس في مجال الاستثمار، فهو يبين متوسط قيمة العائد ومدى انحراف عائدات الأفراد عنه. وإذا أظهرت النتيجة فارقاً بسيطاً بين قيمة متوسط العائد والعائدات الفردية، فسيكون مدى التشتت صغيراً. أمّا إذا أظهرت النتيجة فارقاً كبيراً بين قيمة متوسط العائد والعائدات الفردية، فسيكون التشتت كبيراً. وعادةً ما ترتبط زيادة المخاطر في استثمار ما بنتيجة قياس تبين تشتتاً كبيراً.

ولتوضيح ذلك نعرض المثال التالي. يوضح الجدول أدناه العائد السنوي من الاستثمار في سهمين مختلفين خلال خمس سنوات:

السنة	العائد من السهم الأول	العائد من السهم الثاني
1	13.5%	11%
2	14.5%	13%
3	15%	15%
4	15.5%	17%
5	16.5%	19%
متوسط العائد	15%	15%

#### الانحراف المعياري

قياس مدى التشتت حول قيمة متوسطة؛ كقياس للمخاطر

#### معامل "بيتا"

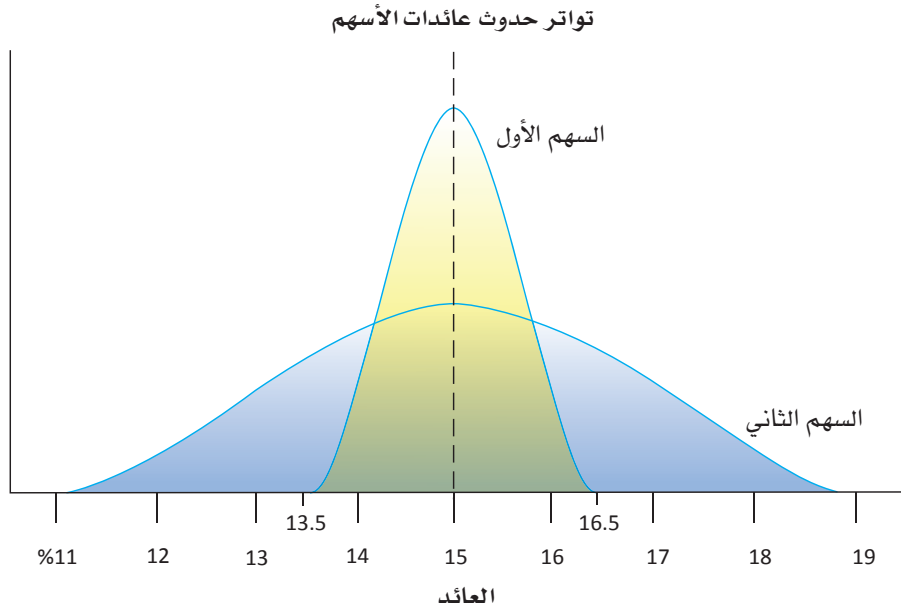
مؤشر المخاطر المنتظمة؛ قياس تقلب عائد السهم بالنسبة إلى عائد السوق

تساوت قيمة متوسط العائد لكلا السهمين على مدار السنوات الخمس بنسبة 15%، ولكن اختلفت العائدات السنوية لكل سهم على حدة. جاءت العائدات الفردية للسهم الأول بنسب متقاربة من متوسط العائد، وولدت أسوأ سنة عائداً بنسبة 13.5% فيما ولدت أفضل السنوات عائداً بنسبة 16.5%. لم تتجاوز نسب الانحراف في العائدات الفردية عن المتوسط نسبة 1.5%. أما للسهم الثاني، فقد اختلفت نسب العائدات الفردية عن متوسط العائد بوضوح، فحقّق أدنى عائد نسبة 11% فيما حقّق أعلى عائد نسبة 19%. وقد انحرفت نسب جميع العائدات عن المتوسط بنسبة 2% باستثناء السنة الثالثة.

يمكن قياس التشتت باستخدام الانحراف المعياري الذي يقيس بدوره اتجاه العائدات الفردية إلى التجمّع حول متوسط العائد، ويمكن استخدامه لقياس المخاطر. كلما كان التشتت أكبر، ازدادت نسبة الانحراف المعياري ما يعني ارتفاع المخاطر المرتبطة باستثمار معيّن. ويمكن احتساب نسبة الانحراف المعياري باستخدام برنامج حاسوبي.

### الشكل 2.3

توزيع عائدات السهمين



على الرغم من تساوي نسبة عائدات السهمين، يجب على المستثمر تقدير هذه التغيّرات عند تحديده لمدى خطورة الاستثمار في أسهم محدّدة. يظهر الشكل 2.3 أعلاه أنّ السهم الأول لم يشهد تغيّرات بفروقات نسب شاسعة خلال 5 سنوات بعكس السهم الثاني الذي أظهر انحرافاً معيارياً أكبر.



### 4.3 (ب) معامل "بيتا" Beta Coefficients

يُستخدم معامل "بيتا" لقياس المخاطر المنتظمة التي ترتبط بأصل معين. وفي حين يمكن تطبيق مفهوم القياس هذا على أي أصل، غالبًا ما يتم توظيفه في قياس مخاطر الأسهم المشتركة. يُعتبر معامل "بيتا" مؤشرًا لقياس المخاطر يعمل على تحديد حجم القدرة على استجابة عائد الأسهم للتغيرات مقارنةً بالعائد على السوق. وبما أن معامل "بيتا" يقيس عائد الأسهم مقابل العائد على السوق، فهو بالتالي يقيس المخاطر المنتظمة المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم.

#### مثال

1. يشير معامل "بيتا" الذي يساوي 1 أن عائد الأسهم يتغير تمامًا مع تغير مؤشر السوق ككل. لذلك، تؤدي زيادة أداء السوق بنسبة 10% إلى زيادة عائد أسهم محددة بنسبة 10%. وعلى النحو ذاته، يؤدي انخفاض بنسبة 10% في أداء السوق إلى انخفاض عائد الأسهم بنسبة 10%.
2. يشير معامل "بيتا" الأصغر من 1 إلى أن عائد الأسهم يميل نحو التقلب أقل من أداء السوق ككل. وبالتالي، يعني معامل "بيتا" الذي يساوي 0.7 أن عائد الأسهم سيرتفع بنسبة 7% كنتيجة لارتفاع أداء السوق بنسبة 10%. وعلى غرار ذلك، سينخفض عائد الأسهم بنسبة 7% فقط عند انخفاض أداء السوق بنسبة 10%.
3. يشير معامل "بيتا" الأكبر من 1 إلى أن عائد الأسهم يميل نحو التقلب أكثر من أداء السوق ككل. وبالتالي، يعني معامل "بيتا" الذي يساوي 1.2 أن عائد الأسهم سيرتفع بنسبة 12% إذا ارتفع أداء السوق بنسبة 10%، وسينخفض بنسبة 12% إذا انخفض أداء السوق بنسبة 10%.

كلما ارتفعت قيمة معامل "بيتا"، ارتفعت مخاطر السوق (المنتظمة) التي ترتبط بالأسهم الفردية. قد يشير معامل "بيتا" المرتفع إلى نسب عائدات مرتفعة خلال ارتفاع الأداء في الأسواق، إلا أنه يشير في الوقت ذاته إلى نسب خسائر أكبر عند انخفاض الأداء في السوق. والعكس صحيح بالنسبة إلى الأسهم ذات معامل "بيتا" منخفض، والتي سيكون عائدها منخفضًا مقابل أداء السوق خلال فترات ارتفاع أسعار الأسهم، لكن عائدها سيفوق أداء السوق ككل خلال فترات انخفاض الأسعار. ويُطلق على هذا النوع من الأسهم "الأسهم الدفاعية".



### 4.3 (ج) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والعائد المطلوب من الاستثمار The Capital Asset Pricing Model and an Investment's Required Return

يُعدّ استخدام معامل "بيتا" ونظرية خفض المخاطر عبر التنوع من الأمور المهمة في عملية تقييم الأصول. ويمثّل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **Capital asset pricing model (CAPM)** أحد الأساليب المستخدمة في تحديد العائد المطلوب. يعرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) العلاقة بين المخاطر والعائد التي يتمّ توظيفها لتقييم العائد المتوقع لأصل ما أو للحكم عليه (يشير التقييم هنا إلى القيمة الحالية لأصل ما بالوحدات النقدية كعملة الريال السعودي، ويتمّ التعبير عن عائد الأصل باستخدام النسب المئوية). إذا ازدادت قيمة الأصل عن سعره المطروح، أو إذا تخطت قيمة العائد المتوقع للأصل قيمة العائد المطلوب، يتخذ المستثمرون قرار الشراء. تؤدي كلتا الطريقتين إلى اتخاذ القرار نفسه ولكن باستخدام وحدات قياس مختلفة.

**نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)**  
نموذج مستخدم في تقييم الأصل الذي يحدد العائد المطلوب لمستويات مختلفة من المخاطر

يستند نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) إلى فكرة أنّ المخاطرة الإضافية تتطلب عائداً أعلى. ويتكوّن هذا العائد من عنصرين هما: (1) الأرباح التي يمكن جنيها عبر أصل خالٍ من المخاطر كسند حكومي عالي الجودة، و(2) العائد الإضافي المكتسب نتيجة تحمل المخاطر. بالنسبة إلى المستثمر، لم يشتري ورقة مالية محفوفة بالمخاطر عندما يكون بإمكانه شراء ورقة مالية خالية من المخاطر إذا لم تكن الأولى ستدرّ عليه نسب أرباح أعلى؟ وبما أنه يتم خفض المخاطر غير المنتظمة بالتنوع، فإنّ العائد الإضافي المكتسب مطلوب لتحمل المخاطر المنتظمة وغير القابلة للتنوع عند الاستثمار في الأسهم.

تُظهر المعادلة 2.3 العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر (k):

$$= \text{العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر (k)}$$

العائد الخالي من المخاطر + العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر

ويتألف العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر من مكونين هما: (1) العائد الإضافي الذي يقدّمه الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام فوق العائد الخالي من المخاطر، و(2) حدّة تقلب ورقة مالية معيّنة مرتبطة بالسوق ككل وفقاً لقياس معامل "بيتا" الخاص بهذه الورقة. يتمّ قياس العائد الإضافي من خلال الفارق بين العائد المتوقع في السوق ( $r_m$ ) وعائد الاستثمار الخالي من المخاطر ( $r_f$ ). يشكّل هذا الفارق ( $r_m - r_f$ ) العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر الذي من شأنه أن يشجّع المستثمر على اتّخاذ قرار شراء أصول محفوفة بالمخاطر. وللنجاح في حث المستثمر على شراء أسهم معيّنة، يجب تعديل العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر المرتبط بالسوق وفقاً لمخاطر السوق المرتبطة بالورقة المالية الفردية. يتمّ تعديل المخاطر باستخدام معامل "بيتا" الخاص بالأسهم والذي يحدّد حدّة تقلبات الأسهم مقابل أداء السوق، ويجري احتسابه من خلال ضرب معامل "بيتا" الخاص بالورقة المالية

بالفارق بين العائد المتوقع على السوق وقيمة العائد الخالي من المخاطر. تُظهر المعادلة في الشكل 3.3 العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر للأسهم الفردية:

$$\text{العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر} = (\text{العائد المتوقع في السوق } (r_m) - \text{العائد الخالي من المخاطر } (r_f)) \times \text{بيتا (beta)}$$

### مثال

تظهر في ما يلي خطوات حساب العائد المعدل بحسب المخاطر لمجموعتي الأسهم (أ) و(ب).

عائد الاستثمار الخالي من المخاطر ( $r_f$ )	4.303%
العائد المتوقع في السوق ( $r_m$ )	9%
معامل بيتا للسهم (أ)	1
معامل بيتا للسهم (ب)	1.31

### العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر

$$k = r_f + \text{beta} (r_m - r_f)$$

السهم (ب)	السهم (أ)
$k = 0.04303 + (r_m - 0.04303) \times 1.31$	$k = 0.04303 + (r_m - 0.04303) \times 1$
$k = 0.04303 + (0.09 - 0.04303) \times 1.31$	$k = 0.04303 + (0.09 - 0.04303) \times 1$
$k = 0.04303 + (0.04697) \times 1.31$	$k = 0.04303 + (0.04697) \times 1$
$k = 0.04303 + 0.0615307$	$k = 0.04303 + 0.04697$
$k = 0.1045607 / 10.46\%$	$k = 0.09 / 9\%$

يتساوى العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر للسهم (أ) الذي تبلغ نسبته 9% مع عائد السوق المتوقع، ويبدو ذلك منطقيًا نظرًا إلى أنّ معامل "بيتا" للسهم (أ) يساوي 1، أي المخاطر تتساوى مع عائد السوق. أمّا السهم (ب) فلديه معامل "بيتا" أعلى، مما يعني أنه أكثر عرضة للتقلبات، وبالتالي يزيد العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر إلى 10.46%. نتيجةً لذلك، فإنّ الأسهم التي لديها معامل "بيتا" أعلى، لديها عائد مطلوب أكبر نظرًا إلى كون نسبة المخاطرة فيها أعلى.



### جرب بنفسك



افترض أنك تريد تحليل عائد مطلوب معدّل بحسب المخاطر لأسهم معيّنة، ولديك عائد استثمار خال من المخاطر نسبته 4.55%، والعائد المتوقع للسوق هو 12%. احسب العائد المطلوب المعدّل بحسب المخاطر المتوقع لهذه الأسهم في كل من الحالات الآتية:

أ. معامل "بيتا" للشركة (أ) يساوي 0.87.

---

---

---

---

ب. معامل "بيتا" للشركة (ب) يساوي 1.21.

---

---

---

---

ما الذي يمكنك استنتاجه من خلال هاتين العمليتين الحسابيتين حول الأسهم؟

---

---

---

---

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يُستخدم الانحراف المعياري لقياس العائد المتوقع من الأصل.

صواب / خطأ

2. لقياس المخاطر، يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

أ. معامل "بيتا".

ب. الانحراف المعياري للأصل.

ج. التقلبات في التدفّقات النقدية للأصل.

د. مدّة الاحتفاظ بالأصل.





### 5.3 استراتيجيات إدارة المخاطر

نظراً إلى إمكانية توقع المخاطر المرتبطة بكافة الأنشطة تقريباً، لا بد من بذل الجهود لتوقع المخاطر الأكثر ترجيحاً، ثم محاولة الحد من هذه المخاطر وتقليل الخسائر المحتملة. يمكن تعريف إدارة المخاطر Risk management بأنها عملية تحديد المخاطر المحتملة بأسلوب منهجي، ومن ثم وضع الخطط لتقليل أثر المخاطر. ومع تزايد احتمال مواجهة معظم الشركات مخاطر متعددة يمكن أن تسبب ضرراً مالياً كبيراً أو حتى فشلاً في الشركات، تزداد مسؤولية مختصي إدارة المخاطر الذين يتعيّن عليهم التخطيط والتنسيق لوضع برامج إدارة المخاطر. غالباً ما تتطوي عملية إدارة المخاطر على مخاطر "بحة" وليس مخاطر "مُضاربة". في المقابل، يتولى المديرون الماليون مسؤولية اتخاذ القرارات بشأن مخاطر المُضاربة أو القرارات المتعلقة بالاستثمار في الشركة.

#### إدارة المخاطر

عملية تحديد المخاطر المحتملة بأسلوب منهجي، ومن ثم وضع الخطط لتقليل أثر المخاطر

### 5.3 (أ) تخطيط برنامج إدارة المخاطر Planning a Risk Management Program

يعمل مختصو إدارة المخاطر على كافة المستويات في الشركة لتحديد المخاطر المحتملة والأثر المالي الذي قد يترتب على كل منها، ووضع خطط وبرامج لتفادي المخاطر التي يمكن السيطرة عليها والحد من الأثر المالي للمخاطر الخارجة عن السيطرة قدر الإمكان، وتوفير الموارد والتدريب اللازمين لإدارتها. لذلك، تستهدف برامج إدارة المخاطر أمن أنظمة الحاسوب وحماية الممتلكات وصحة الموظفين، كما تشمل خطط الاستجابة للأثار السلبية المرتبطة بالكوارث الطبيعية والكوارث الناجمة عن الأنشطة البشرية.

تنقسم المصادر الرئيسية للمخاطر التي تواجهها الشركات إلى ثلاث فئات: مخاطر الممتلكات، ومخاطر الموظفين، ومخاطر الالتزام.

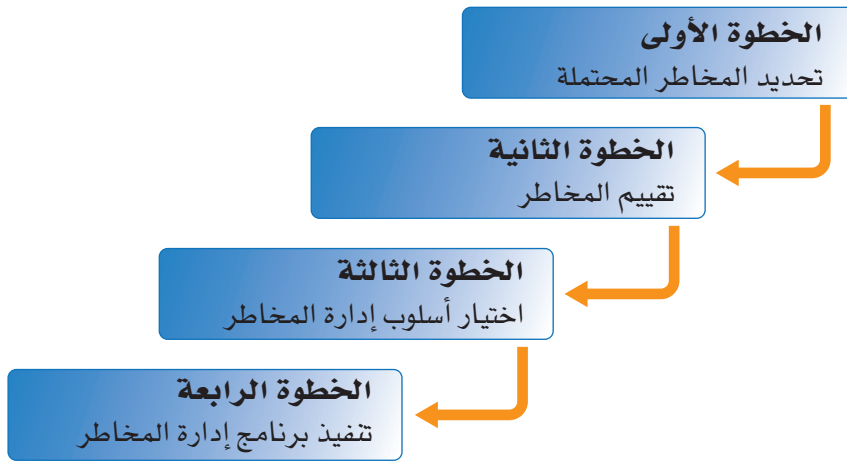
1. مخاطر الممتلكات هي الأضرار أو الخسائر المحتملة التي قد تصيب العقارات التي تملكها الشركة أو تؤجرها أو تستخدمها. كذلك قد تشمل هذه المخاطر الممتلكات التي تتولى الشركة مسؤوليتها والتي تعود إلى شركات أخرى. فمثلاً، إذا قامت إحدى الشركات بتوريد المواد الخام إلى مصنع ما، يمكن أن يؤدي تعطل التوريد أو مشكلات في جودة المواد الخام إلى تكبد المصنع وكذلك المورد خسارة مالية.
2. مخاطر الموظفين وتشمل العوامل التي تؤثر على صحة الموظفين أو حياتهم أو إيراداتهم. وغالباً ما تكون الشركات هي المسؤولة عن التحكم في هذه المخاطر من خلال توفير معدات وظروف عمل آمنة، وذلك لأن مرض موظف ما أو إصابته أو وفاته قد يكون بسبب سوء صيانة المعدات أو تردّي ظروف العمل أو تدهور إجراءات السلامة.



3. تعني مخاطر الالتزام أن الفرد أو الشركة مسؤولان أمام الآخرين عن الإهمال الذي قد يقع. يمكن أن ينجم الإهمال عن إجراء تم اتّخاذه أو عن تقصير في اتّخاذ إجراء ما. إذا أصيب الأفراد أو تضررت ممتلكاتهم بسبب إهمال الشركة، يمكن للطرف المتضرر رفع دعوى مالية ضد الشركة. كما يمكن أن تنتج الإصابة أو الضرر عن استخدام الممتلكات أو المنتجات أو عن تصرفات موظفي الشركة.

### 5.3 (ب) عملية إدارة المخاطر The Risk Management Process

تواجه الشركات مخاطر عدة. يوضح الشكل 3.3 أربع خطوات شائعة لإدارة مخاطر الشركات لمعالجة حالات عدم اليقين.



الشكل 3.3  
عملية إدارة المخاطر

#### Step 1: Identify Potential Risks الخطوة الأولى: تحديد المخاطر المحتملة

في الخطوة الأولى من عملية إدارة المخاطر، يتعيّن على المديرين ذكر العوامل التي قد تؤثر على عمليات الشركة. ومن الأمثلة على هذه العوامل المسببة للمخاطر، نذكر قيمة العملات والعادات والتقاليد المحلية. يمكن للمديرين اللجوء إلى التقارير المتاحة والمقابلات الميدانية وغيرها من مصادر البيانات لاكتشاف المواقف والحالات التي تزداد فيها أوجه عدم اليقين.

#### Step 2: Evaluate Risks الخطوة الثانية: تقييم المخاطر

في هذه الخطوة، يسعى المديرون إلى تحليل الآثار المحتملة للمخاطر على الشركة. هل سيؤدي التغيير في الأنظمة البيئية إلى ارتفاع التكاليف؟ هل يمكن أن تواجه الشركة عقبات تجارية جديدة عند ممارسة الأعمال التجارية في بلد معين؟ في هذه المرحلة، يتلخّص دور المديرين في تحديد كيفية ومدى تأثير المخاطر على المبيعات والأرباح.





### الخطوة الثالثة: اختيار أسلوب إدارة المخاطر Step 3: Select a Risk Management Method

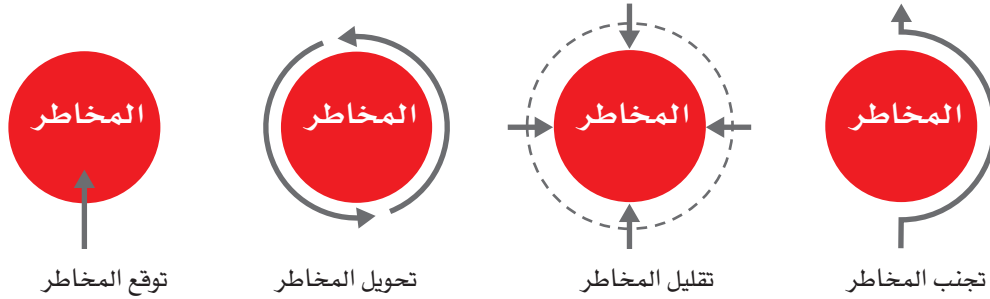
بعد ذلك، يتعيّن على المديرين تحديد كيفية معالجة المخاطر المحددة. ونذكر أربعاً من أكثر طرق إدارة المخاطر شيوعاً: تجنب المخاطر، وتقليل المخاطر، وتحويل المخاطر، وتوقع المخاطر.

### الخطوة الرابعة: تنفيذ برنامج إدارة المخاطر Step 4: Implement the Risk Management Program

أخيراً، يقوم المديرين بوضع خطة إدارة المخاطر محل التنفيذ بما يشمل اتخاذ الإجراءات المناسبة وقياس نجاح تلك الإجراءات.

### 5.3 (ج) طرق إدارة المخاطر Risk Management Methods

عند التخطيط لبرنامج إدارة المخاطر وتنفيذه، كما يُظهر الشكل 4.3، يمكن استخدام أربع طرق للتعامل مع المخاطر وهي: تجنب المخاطر، وتقليل المخاطر، وتحويل المخاطر، وتوقع المخاطر.



الشكل 4.3 طرق التعامل مع المخاطر

### تجنب المخاطر Risk Avoidance

يمكن تجنب بعض المخاطر من خلال التخطيط الدقيق. ولنجاح ذلك، لا بد أن يدرك صانعو القرارات المخاطر التي يمكن أن تهدد قرار العمل. كما عليهم تحديد التكاليف والمكافآت المحتملة لقراراتهم بالإضافة إلى تقدير حجم الخسائر في حالة حدوث مشكلات متوقعة. إذا كان احتمال المخاطرة أو مقدار الخسارة كبيراً جداً، فقد يفضل صانعو القرارات تجنب الإجراء، ما يضمن عدم الخسارة.

تتضمن أمثلة تجنب المخاطر ما يلي:

- إذا عانت دولة ما من بيئة اقتصادية غير مستقرة، يمكن للشركة أن تختار تجنب العمليات في تلك الدولة.
- إذا كان لدى مصنع معدات الإنتاج سجلّ أمان ضعيف، يمكن شراء المعدات من مورد آخر.

- يمكن أن تتجنب الشركة المخاطر المتعلقة بالشركات الدولية من خلال بيع المنتجات في بلدها الأم فقط.
- إذا أشارت أبحاث السوق إلى احتمالية عدم الحصول على طلب كافٍ لمنتج جديد لتغطية التكاليف، يمكن للشركة أن تختار عدم صنع هذا المنتج.
- وعلى الصعيد الشخصي، إذا كنت تعتقد بأنك لا تمتلك القدرة الكافية أو المهارات التي تؤهلك لإنشاء شركتك الخاصة، فخير أن تكون رائد أعمال قد لا يناسبك. كما أنه إذا كانت توقعات النشرة الجوية تنذر بطقس متقلب، يمكنك أن تتجنب قيادة سيارتك لتفادي وقوع حادث محتمل.

### تقليل المخاطر Risk Reduction

- يمكن أن تقلل الشركة من حالة عدم اليقين عبر اتخاذ التدابير الوقائية عندما لا تكون قادرة على تجنب مخاطر محددة أو عندما لا تريد ذلك. مثلًا:
- تستخدم الشركات أنظمة الحماية ورشاشات الحرائق للحد من مخاطر التعرض لسرقة واندلاع حريق.
  - يؤدي تعزيز تدابير الحماية عبر الإنترنت إلى خفض احتمال حدوث اختراقات للبيانات ووقوع الجرائم السيبرانية.
  - يمكن أن تخفض الشركات متعددة الجنسيات المخاطر المرتبطة بالأعمال من خلال بيعها فقط للمنتجات التي لاقت استحساناً في البلدان الأخرى.
  - وقد يتمثل تقليل المخاطر باتباع الأفراد لقوانين السير والمرور والتزامهم بربط أحزمة الأمان أثناء القيادة.

### تحويل المخاطر Risk Transfer

- في بعض الأحيان، تضطر الشركات إلى مزاولة أنشطتها رغم المخاطر التي قد تنجم عنها عواقب مالية وخيمة. وفي حال لم تتمكن الشركة من تحمّل المخاطر، يمكنها أن تقوم بتحويلها. وعندما تقوم شركة ما بتحويل المخاطر، فذلك يعني أنّ أحداً آخر سيتحملها. وفيما يلي أمثلة على ذلك:
- تكليف شركة بتولي مسؤولية المبيعات والتحصيل، وقبول البنك أو شركة خدمات مالية بالمخاطرة في حسابات غير مسددة مقابل أرباح ستجنيها من كل عملية بيع.
  - الاستعانة بخدمات شركة نقل وتخزين لتتحمل مسؤولية أي ضرر قد يلحق بالمنتجات أثناء نقلها.
  - إنشاء مشروع مشترك بالتعاون مع شركة متخصصة في البحوث لتحويل خطر تكلفة أو عدم نجاح عملية البحث عن منتج جديد.





كيف يمكن للشركات إدارة المخاطر؟

قد تشمل استراتيجية تحويل المخاطر والتي تُعرف أيضًا "بمشاركة المخاطر" على التأمين. وتُعدّ مشاركة المخاطر بين الشركات المتعدّدة التي تواجه مخاطر متشابهة من الممارسات الشائعة، حيث يتم شراء التأمين عادةً لتوفير الحماية المالية تجاه خسارة الممتلكات، وحوادث المركبات، وغيرها من أنشطة الشركات.

ويمكن شراء التأمينات ضدّ المخاطر التي يمكن توقعها على نحو معقول. فمثلاً، يمكن أن تقوم الشركات التي تواجه خطر اندلاع الحرائق في ممتلكاتها وتجهيزاتها ومستودعاتها بمشاركة هذه المخاطر مع شركات أخرى من خلال شراء تأمين ضدّ الحرائق. في الواقع، من المحتمل أن يتعرّض عدد قليل من هذه الشركات إلى خسائر نتيجة حرائق خلال فترة زمنية معيّنة. وبالاستناد إلى سجلات الحرائق السابقة في الشركات، يمكن للخبراء تقدير مجموع الخسائر الناجمة عن الحرائق بين عدّة شركات في هذه الفترة الزمنية المعيّنة. عندها، تدفع كلّ شركة جزءًا صغيرًا من مبلغ التأمين الذي سيغطّي خسائر جميع الشركات التي قد تواجه خسارة جرّاء الحريق.

وبذلك، تدفع كلّ شركة نسبة ضئيلة من الخسارة الممكنة لشركة التأمين من أجل ضمان سلامتها من خسارة أكبر في حال وقوع الخطر. ومن الضروري الإشارة إلى أنّه كلّما ازدادت احتمالية وقوع الخطر أو الخسارة، ارتفعت تكلفة التأمين. وعليه، يمكن أن يؤدي اتّخاذ الخطوات اللازمة للحدّ من إمكانيّة حدوث الخسارة أو تقليص تكلفتها إلى خفض تكاليف التأمين.



## توقع المخاطر Risk Assumption

في بعض الحالات، قد يكون تجنّب المخاطر أو تقليلها أو تحويلها غير ممكن، وبالتالي تقرّر الشركة أن تتحمّل مسؤولية الخسائر التي قد تسببها مخاطر معيّنة. فمثلاً، قد تدخر شركة ما مبلغاً من المال وتخصّصه لتعويض الخسائر التي قد تسببها أضرار الحرائق على منشآتها. يُطلق على هذا الفعل اسم **التأمين الذاتي Self-insurance** وهو يعني ادخار مبلغ ما لتغطية أي خسائر مالية محتملة. وقد تجمع الشركة التي تمتلك متاجر ومصانع في مواقع مختلفة المال عبر التأمين الذاتي.

### التأمين الذاتي

ادخار مبلغ من المال لتغطية الخسائر المالية المحتملة

وبالتالي، عندما تقرّر شركة ما توقع المخاطر، فإنّها ستتدارك النتائج الوخيمة التي قد تسببها أضرار المخاطر إن وقعت، وذلك لأنها تعلم أنّ المال المدّخر متوفّر لتعويض الخسائر. في الواقع، تلجأ بعض الشركات الكبيرة إلى ادخار مبلغ صغير من المال شهرياً لتغطية نفقات غير متوقّعة أو أضرار من مخاطر محتملة.

ويُستخدم أسلوب توقع المخاطر عندما تكون احتمالية وقوع الخطر قليلة، أو عندما تكون إمكانية وقوع الخسائر المالية ضئيلة نسبياً. وإذا كانت تكلفة التأمين ضد المخاطر أو تحويلها مرتفعة بالنسبة إلى شركة ما، فمن المنطقي أن تلجأ إلى أسلوب التوقع.

ويشمل أسلوب توقع المخاطر عمليّات الشركات أيضاً، فعندما تعرض شركة ما سلعة للبيع، يجب أن تكون قادرة على بيع المنتج بسعر يغطّي تكلفة إنتاجه. في المقابل، إذا لم تتمكن من تحقيق هذا الهدف، فستكبّد الخسائر. لذلك، تتوقع الشركات أيضاً مخاطر تتعلق بقدرتها على جني الأرباح من المنتجات.

## 5.3 (د) تنويع المخاطر Diversification of Risks

في المقابل، يُعدّ "تنويع المخاطر" أيضاً من استراتيجيّات خفض المخاطر المرتبطة بالشركات والاستثمارات، وينطوي على تنويع الأصول والأوراق المالية. فبدلاً من الاستثمار في مجموعة أسهم واحدة، يمكن الاستثمار في أسهم مختلفة لخفض **مخاطر المحفظة الاستثمارية Portfolio risks**، والتي بدورها تتألّف من مجموع المخاطر للاستثمارات مجتمعة.

### مخاطر

### المحفظة

### الاستثمارية

مجموع المخاطر

المنتظمة وغير

المنتظمة المرتبطة

بامتلاك محفظة

استثمار

يمكن مثلاً، الحدّ من مخاطر المحفظة الاستثمارية عبر الاستثمار في شركة مرافق عامة وفي شركة نفط في آن واحد بدلاً من الاستثمار في واحدة منها فقط. بمعنى آخر، قد تتخفّف عائدات شركة المرافق العامة مع ارتفاع التكاليف وتقييد الأنظمة لإمكانية رفع الأسعار في فترات ارتفاع أسعار تكلفة الاقتراض والتضخّم. في المقابل، قد تستفيد شركة النفط من ارتفاع الأسعار، وبذلك تكسب مزيداً من الأرباح. وبالتالي، قد تتخفّف أسعار شركة المرافق العامة فتؤدّي إلى خسارة في العائدات فيما ترتفع في الفترة ذاتها أسعار أسهم شركة النفط ممّا يؤدي إلى تحقيق المكاسب.



كما قد تؤدي العلاقة العكسية التي تنشأ بين مجموعتي أسهم، والتي يتم قياسها عبر الارتباط **Correlation**، إلى تقليص مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال ما يلي:

1. "الارتباط الإيجابي": إذا نشأ ارتباط إيجابي بين مجموعتي أسهم، فلا يؤدي دمجها في محفظة استثمارية واحدة إلى خفض المخاطر نظراً إلى كونهما تتغيران في الاتجاه نفسه في الوقت ذاته.
2. "الارتباط السلبي": إذا نشأ ارتباط سلبي بين مجموعتي أسهم، فسيؤدي دمجها في محفظة استثمارية واحدة إلى خفض المخاطر نظراً إلى كونهما لا تتغيران في الاتجاه نفسه في الوقت ذاته.

وعليه، تشمل خصائص المحفظة الاستثمارية المتنوعة ما يلي:

- يجب أن تتحرك عائدات الأسهم في اتجاهات متعاكسة؛ إذا ارتبطت العائدات بشكل إيجابي، فإن دمج مجموعتين من الأسهم لن يخفض من مخاطر المحفظة الاستثمارية.
- يؤدي التنوع الفعال إلى خفض المخاطر غير المنتظمة والتي ترتبط بأحداث فردية تؤثر على أصل محدد أو شركة معينة؛ ويمكن خفض المخاطر الخاصة بشركة محددة من خلال إنشاء محفظة استثمارية متنوعة.
- لا يؤدي إنشاء محفظة استثمارية تشمل قطاعات مختلفة إلى الحد من مصادر المخاطر الأخرى، مثل التغيير في أسعار الأسهم، والتضخم، والتغير في معدلات العائد، أو التقلبات في أسعار صرف العملات.
- يتمثل الهدف من تنوع المحفظة الاستثمارية بخفض المخاطر وليس بخفض العائدات. ويمكننا ملاحظة خفض المخاطر من خلال مقارنة الانحرافات المعيارية لعائدات الأسهم الفردية بعائدات المحفظة الاستثمارية المتنوعة. ومع تنوع المحفظة بشكل ملائم، سيظهر مجموع الانحرافات المعيارية للمحفظة منخفضاً عن الانحرافات المعيارية لعائدات أي من استثمارات الأسهم الفردية.

وبالتالي، فإن تنوع الاستثمارات يؤدي إلى خفض آثار المخاطر على إجمالي المحفظة الاستثمارية حتى وإن كان أداء أحد الأصول فيها ضعيفاً. تستخدم الشركات استراتيجية التنوع أيضاً عندما تقوم بتقديم مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات. فمثلاً، قد تقوم شركة صناعات تحويلية ببيع السلع للمستهلكين لتنوع مصادر العائدات لديها.

## الارتباط

العلاقة التي تنشأ بين متغيرين ماليين مع مرور الوقت



## تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تتمثل الخطوة الأولى في عملية إدارة المخاطر في:
  - أ. تقييم المخاطر.
  - ب. تنفيذ برنامج إدارة المخاطر.
  - ج. اختيار أسلوب إدارة المخاطر.
  - د. تحديد المخاطر المحتملة.
2. يُعتبر التأمين الذاتي مثلاً على:
  - أ. تجنب المخاطر.
  - ب. تقليل المخاطر.
  - ج. تحويل المخاطر.
  - د. توقع المخاطر.
3. يتحقق التنوع من خلال:
  - أ. شراء التأمين.
  - ب. اقتناء أصول متنوعة.
  - ج. إعداد برنامج تأمين ذاتي.
  - د. تجنب المخاطر.





تمثل المخاطر حالة من عدم اليقين إزاء حدث أو ناتج معيّن، وتواجه جميع الشركات مخاطر محتملة. ففي حالة المخاطر البحثية، تغيّب فرصة الربح المالي وتكون الخسارة هي الاحتمال الممكن فقط. أما في حالة مخاطر المضاربة، فتساوى احتمالية الربح مع احتمالية الخسارة، وتُعتبر الاستثمارات من الأمثلة على ذلك. تنتج مخاطر الأعمال غير القابلة للتحكم من عوامل جغرافية، واقتصادية، وثقافية، وسياسية، فيما ترتبط مخاطر الأعمال القابلة للتحكم بالعمليات التي تقوم بها شركة ما.

تقوم الاستثمارات على مبدأ توقع العائد، والذي يعني تدفق الدخل و/أو زيادة الأسعار. ويقوم الأفراد والمديرون الماليون بالاستثمار انطلاقاً من هذا المبدأ، ولكن قد تختلف قيمة العائد الذي يحققونه فعلياً عن قيمة العائد المتوقع، وهنا يكمن عامل الخطورة المتمثل بعدم اليقين من المستقبل.

وتتنوع مصادر المخاطر لتتضمّن المخاطر المرتبطة بأصل معيّن (مخاطر قابلة للتنوع، غير منتظمة)؛ والمخاطر غير القابلة للتنوع والمنتظمة التي تحدثها التقلبات في أسعار الأوراق المالية والتغيرات في معدلات العائد، فضلاً عن معدلات إعادة الاستثمار، والتضخم، والتقلبات في أسعار صرف العملات.

ويمكن قياس المخاطر من خلال الانحراف المعياري للأصل (أو المحفظة الاستثمارية)، والذي بدوره يقيس حجم التشتت حول العائد المحقق (في حال وجود سجل عائدات سابق) أو العائد المتوقع (في حال توقع نسبة عائدات محدّدة). وكلّما اتّسع حجم التشتت بين النسب، ارتفعت معه المخاطر.

كما يمكن قياس المخاطر بأسلوب بديل يقوم على تحديد حجم القدرة على استجابة العائد على أصل مقارنة بالتغيرات في العائد على أداء السوق ككلّ. تُسمّى أداة القياس هذه بمعامل "بيتا"، وهو مؤشر يقيس المخاطر المنتظمة المرتبطة بأصل ما. فكلّما ارتفعت المخاطر المنتظمة المرتبطة بالأوراق المالية، ارتفعت أو انخفضت عائداتها بوتيرة أسرع من العائدات على أداء السوق ككلّ.

ويُستخدم معامل "بيتا" لتحديد العائد المطلوب من الاستثمار. على نحو آخر، يحدّد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) العائد المطلوب الذي يتألف من (1) عائد الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يمكن تحصيله من أي استثمار خالٍ من المخاطر، و(2) العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر. ويتكوّن العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر من زيادة في الأرباح يكتسبها المستثمر من قراره بشراء أصول محفوفة بالمخاطر بدلاً من شراء أصول خالية من المخاطر، بالإضافة إلى العائد الإضافي المكتسب من المخاطر المنتظمة المرتبطة باستثمار محدّد.

هذا وتُعرف عملية تحديد المخاطر المحتملة بصورة منهجية وإعداد الخطط للحدّ من تأثيراتها، إذا وقعت "إدارة المخاطر". ويتولّى خبراء المخاطر مسؤولية التخطيط والتنسيق لوضع برامج إدارة المخاطر. في الواقع، غالباً ما تستهدف إدارة المخاطر، "المخاطر البحثية" وليس "مخاطر المضاربة". وتشمل أساليب إدارة المخاطر الأربعة الأكثر شيوعاً تجنب المخاطر وتقليل المخاطر، وتحويل المخاطر، وتوقع المخاطر.

نشير هنا إلى أن تنوع المحفظة الاستثمارية من شأنه أن يخفف من المخاطر المرتبطة بأصل محدد، إذ يمكن للمستثمر الحد من المخاطر غير المنتظمة بدون أن يخفف العائد المحتمل من المحفظة الاستثمارية ككل عبر امتلاكه لمجموعة متنوعة من الأصول التي لا ترتبط عائداتها إيجابياً بصورة كبيرة. ولكن مع ذلك، لا يؤدي تنوع المحفظة الاستثمارية إلى الحد من المخاطر الناتجة من مصادر أخرى.

### الأسئلة



1. أذكر أربعة أنواع مختلفة من المخاطر.

---

---

---

---

2. اشرح مفهوم كل من العائد المتوقع، والعائد المطلوب.

---

---

---

---

3. وضح الفرق بين أنواع المخاطر الآتية: المخاطر الجغرافية، المخاطر الاقتصادية، المخاطر الثقافية، المخاطر السياسية.

---

---

---

---

4. اشرح باختصار المخاطر التي تواجهها في حياتك اليومية.

---

---

---

---

5. ميّز بين الانحراف المعياري ومعامل "بيتا" كوحدي قياس للمخاطر.

---

---

---

---





6. اشرح لماذا تمثل الانحرافات المعيارية الكبيرة مخاطر أعلى.

---

---

---

---

7. اشرح لماذا يمثل معامل "بيتا" الأعلى مخاطر أكبر.

---

---

---

---

8. كيف يتم احتساب العائد باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)؟

---

---

---

---

9. وضح العلاقة بين معامل "بيتا" والعائد المطلوب.

---

---

---

---

10. اشرح موقفاً قد تستخدم فيه الشركة كلاً من الأساليب الآتية:

- أ. تجنب المخاطر.
- ب. تقليل المخاطر.
- ج. تحويل المخاطر.
- د. توقع المخاطر.

---

---

---

---



**11.** لماذا قد يلجأ المستثمر إلى الاستثمار في قطاعين صناعيين غير مرتبطين؟

---

---

---

---

**12.** ما الأساليب الأربعة الأكثر شيوعاً لإدارة المخاطر؟

---

---

---

---



## التمرينات



1. إذا أردت شراء أسهم الشركة (أ)، فما العائد الذي تتوقعه من استثمارك بالنظر إلى مجموعة الأوضاع الاقتصادية والعائدات المبينة في الجدول أدناه؟

نمو اقتصادي بطيء	تدهور اقتصادي	نمو اقتصادي سريع	الاحتمالية
65%	20%	15%	
6%	-20%	30%	العائد

2. يساوي معامل "بيتا" للسهمين (أ) و(ب) 0.8 و 1.4 على التوالي. إذا كان العائد المتوقع على السوق يساوي 10%، ونسبة العائد من الاستثمار الخالي من المخاطر تساوي 5%، فما العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر لكل منهما؟

3. ما العائد المتوقع من السهم (أ) إذا كان معامل "بيتا" يساوي 0.57، وعائد الاستثمار الخالي من المخاطر يساوي 2.3%، والعائد المتوقع على السوق يساوي 8.1%؟

4. ما العائد المتوقع لاستثمار يساوي فيه معامل "بيتا" 1.3 إذا كانت نسبة عائد الاستثمار الخالي من المخاطر تساوي 2% ونسبة العائد على السوق تساوي 8.1%؟ وما الذي يتوجب فعله إذا كان العائد المطلوب على الاستثمار يساوي 11.2%؟



### أسئلة المراجعة

اختر الإجابة الصحيحة.

1. قد يؤدي حدوث الزلزال إلى مخاطر:
  - أ. مُضاربة.
  - ب. بشرية.
  - ج. طبيعية.
  - د. قابلة للتحكم.
2. تُسمى حالة عدم اليقين بتحقيق عائد يساوي العائد المتوقع بالمخاطر.  
صواب / خطأ
3. المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر الناتجة عن ميل أسعار الأسهم إلى التغير في الوقت نفسه.  
صواب / خطأ
4. يُحدّد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر المنتظمة.  
صواب / خطأ
5. لا يشمل العائد المطلوب بحسب المخاطر:
  - أ. الانحراف المعياري للأسهم.
  - ب. معامل "بيتا".
  - ج. عائد الاستثمار الآمن.
  - د. العائد المفترض على السوق.
6. يُعتبر شراء التأمين مثلاً على تجنّب المخاطر.  
صواب / خطأ
7. الخطوة الأخيرة في برنامج إدارة المخاطر هي تنفيذ البرنامج.  
صواب / خطأ





المصطلح	التعريف
Risks / المخاطر	حالة من عدم اليقين من وقوع حدث معين أو التوصل إلى ناتج محدد.
المخاطر الاقتصادية / Economic risks	حالة عدم يقين يرافقها أثر مالي محتمل.
المخاطر البحتة / Pure risks	حالة عدم يقين يرافقها احتمال خسارة فقط ولا مجال للربح المالي فيها.
مخاطر المضاربة / Speculative risks	حالة تحتمل الربح المالي أو الخسارة المالية.
المخاطر الطبيعية / Natural risks	حالة عدم اليقين التي تسببها أحداث أو ظواهر طبيعية.
المخاطر البشرية / Human risks	حالة عدم يقين تنتجها أفعال الأفراد أو المجموعات أو الشركات.
المخاطر القابلة للتحكم / Controllable risks	المخاطر التي يمكن تجنبها أو التخفيف منها من خلال توخي الحذر في الأفعال.
المخاطر غير القابلة للتحكم / Uncontrollable risks	المخاطر التي لا يمكن لأفعال البشر التأثير عليها.
العائد / Return	هو ما يتمّ جنيه من الاستثمار: مجموع الإيرادات والأرباح الرأسمالية التي يولدها استثمار معين.
توزيعات الأرباح / Dividends	هي مبالغ تُدفع دورياً للمساهمين، إما نقدًا أو على هيئة أسهم إضافية.
الربح الرأسمالي / Capital gain	هو زيادة قيمة الأصول استنادًا إلى ثمنها الأساسي.
العائد المتوقع / Expected return	هو الحافز الذي يدفع المستثمرين إلى قبول المخاطر.
العائد المطلوب / Required return	هو العائد الضروري الذي يحثّ الأفراد على الاستثمار.



المصطلحات  
الرئيسية



المصطلح	التعريف
المخاطر القابلة للتوزيع (المخاطر غير المنتظمة) / Diversifiable risks (Unsystematic risks)	مخاطر مرتبطة بأحداث فردية ولها تأثير على أصول معينة؛ وهي مخاطر تخصّ شركة محدّدة ويمكن خفضها من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية.
المخاطر غير القابلة للتوزيع (المخاطر المنتظمة) / Undiversifiable risks (Systematic risks)	مخاطر مرتبطة بتقلّبات أسعار السندات المالية وبأسباب أخرى لا تخصّ شركة بحدّ ذاتها؛ مثل مخاطر السوق التي لا يمكن خفضها بتنويع المحافظ الاستثمارية.
الانحراف المعياري / Standard deviation	قياس مدى التشتت حول قيمة متوسطة؛ كمقياس للمخاطر.
معامل "بيتا" / Beta coefficient	مؤشر المخاطر المنتظمة؛ قياس تقلب عائد السهم بالنسبة إلى عائد السوق.
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) / Capital asset pricing model (CAPM)	نموذج مستخدم في تقييم الأصل الذي يحدد العائد المطلوب لمستويات مختلفة من المخاطر.
إدارة المخاطر / Risk management	عملية تحديد المخاطر المحتملة بأسلوب منهجي، ومن ثم وضع الخطط لتقليل أثر المخاطر.
التأمين الذاتي / Self-insurance	ادخار مبلغ من المال لتغطية الخسائر المالية المحتملة.
مخاطر المحفظة الاستثمارية / Portfolio risks	مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة المرتبطة بامتلاك محفظة استثمار.
الارتباط / Correlation	العلاقة التي تنشأ بين متغيّرين ماليين مع مرور الوقت.



المتوسط المرجح للعائد = (احتمالية حصول الحدث الأول × العائد على الحدث الأول) + (احتمالية حصول الحدث الثاني × العائد على الحدث الثاني) + ...

العائد المطلوب المعدل بحسب المخاطر (k) = العائد الخالي من المخاطر + العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر

العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر = (العائد المتوقع في السوق  $(r_m)$  - العائد الخالي من المخاطر  $(r_f)$ ) × بيتا (beta)

المعادلات  
الأساسية



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 1.3: قرارات الاستثمار

تودّ أمانة تنفيذ استثمارات في محفظة استثمارية تقاعدية طويلة الأمد. لكن بملاحظتها لوجود مخاطر منتظمة كثيرة في البيئة الاستثمارية، قررت تقييم محفظتها بالنظر إلى المخاطر التي حدّتها. لا تريد أمانة أن تكون متحفظة جداً في أسلوبها، إذ إنها تريد الاستفادة من أي نمو مفاجئ قد يحصل في سوق الأسهم.

#### المطلوب

1. عدّد أنواع المخاطر المنتظمة التي من الممكن أن تكون أمانة قد حدّتها.

---

---

---

---

2. ما الأساليب التي يمكن لأمانة اتّباعها من أجل تقييم محفظتها الاستثمارية وتعديلها؟

---

---

---

---

3. استخدم المخاطر التي قمت بتحديدتها لاقتراح الأدوات المالية المناسبة التي يجب أن تستخدمها أمانة. علّل إجابتك.

---

---

---

---





## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 2.3: إدارة المخاطر والتأمين

يتمثل أحد أهداف رؤية السعودية 2030 بتمهيد سُبُل النجاح أمام الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبرى. ومع نمو الشركات الجديدة وتوسع الشركات القائمة، تبرز الحاجة إلى زيادة المعرفة باستراتيجيات إدارة المخاطر. بدأت سحر مع شركائها بتأسيس شركة صناعات تحويلية لإنتاج معدّات خاصة بتوليد الطاقة الشمسية. وتألّفت الشركة من منشأة إنتاج بالإضافة إلى مستودع تخزين ومساحة خاصة للمكاتب. وحتى الآن، لديها 14 موظفًا تتنوع مهامهم بين البحث، والإنتاج، والتوزيع، والأنشطة المكتبية، والإدارة. كما تتعاون الشركة مع ثمانية من الموردين الذين يزودونها بمواد الإنتاج، ومع خمسة عملاء رئيسيين من الشركات التي تصنّع الألواح الشمسية وتقدم خدمات تركيبها.

### المطلوب

1. اشرح كيف يمكن لسحر وشركائها اتّباع كل من أساليب تجنّب المخاطر، وتقليل المخاطر، وتحويل المخاطر، وتوقع المخاطر من أجل وضع خطة لإدارة المخاطر خاصّة بشركتهم.

---

---

---

---

2. اقترح عدة أنواع من التأمين التي يمكن للشركة الاستفادة منها لحماية نفسها من المخاطر.

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

## حالة دراسية بسيطة 3.3: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

مع محاولة شركات السلع الأساسية جذب المستثمرين، أدرك المديرون حاجتهم إلى تقديم معدل عائد أعلى نظراً لعدة مخاطر ترافق الاستثمار. فالمستثمر لن يُقدم على شراء أسهم شركة إلا إذا حصل على مكافأة لقاء تحمله المخاطر. لذا، يجب أن يتجاوز العائد المتوقع العائد المطلوب ويتضمن العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر الذي يمكن احتسابه من خلال استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). ومع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، سيقوم العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر على: (1) عائد إضافي فوق معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر، و(2) وعدم إمكانية توقع عائد أسهم شركة السلع الأساسية مقارنةً بأداء السوق، والتي يمكن قياسها من خلال تحديد مؤشر "بيتا" الخاص بهذه الأسهم. يتم حساب العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المطلوب (CAPM) من خلال المعادلة الآتية:

العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر =

(العائد المتوقع في السوق  $(r_m)$  - العائد الخالي من المخاطر  $(r_f)$ )  $\times$  بيتا (beta)

تشمل مكونات المعادلة كلٌّ من: (1) عائد السوق المتوقع  $(r_m)$ ، و(2) عائد الاستثمار الخالي من المخاطر  $(r_f)$ ، و(3) معامل "بيتا".

## المطلوب

1. اشرح المخاطر الممكنة التي قد تواجهها شركة السلع الأساسية لتلجأ إلى استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من أجل تحديد العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر.

2. باستخدام معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، احسب قيمة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر في الحالة الآتية:  
بيتا: 1.2    عائد استثمار خال من المخاطر: 5%    متوسط عائد السوق: 11%



## حالة دراسية : الاستشارات الاستثمارية

كَلَّف مشرف قسم التمويل الشخصي للمتقاعدين في بنك سعودي كبير كلاً من خالد وفاطمة، اللذين تخرجا حديثاً من الجامعة حائزين على شهادة تخصص في مجال المالية. فطلب منهما وضع خطة لاستقطاب المهنيين السعوديين الشباب لفتح حسابات استثمارية تقاعدية في البنك لعرضها خلال الأسبوع المقبل أمام الإدارة التنفيذية للبنك الذي يقدم في المقام الأول خدمات مصرفية شخصية وخدمات متعلقة بالأعمال للمواطنين من الفئات العمرية الأكبر.

بدأ خالد وفاطمة اجتماعهما، فقالت فاطمة: "أعتقد بأننا نحتاج إلى اتباع أسلوب مؤلف من خطوتين. أولهما الإشارة إلى الإدارة التنفيذية بأن أحد أهداف رؤية السعودية 2030 تتمثل بتعزيز الاستقلال المالي للأفراد وتوفير خيارات أكثر للتقاعد. وبعدها، علينا تصميم استراتيجية استثمار تستهدف المهنيين السعوديين الشباب".

ردَّ خالد: "هذا صحيح، ولكننا بحاجة إلى عرض بعض البيانات التي تظهر فرص نجاح الخطة. فلنجر بعض البحوث ولنلتقِ غداً." جمع الخريجان النتائج التي أفضت إليها بحوثهما والتقيا في صباح اليوم التالي، فبدأ خالد قائلاً: "أحرزت المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية عائدات أرباح جيدة جداً العام الماضي، بنسبة تجاوزت 14%. فأجابته فاطمة: "هذا صحيح، ولكن إلى متى سيدوم ذلك؟ بحلول عام 2050، سيكون عدد كبير من الأفراد قد انتقل إلى مرحلة التقاعد أو على وشك الانتقال إليها. كما أن متوسط الأعمار المتوقع يتزايد، لذا يحتاج الأفراد إلى البدء في التخطيط للتقاعد من هذه اللحظة كي يحصلوا على أموال التقاعد لاحقاً من الحكومة أو من مراكز عملهم ومن المدخرات الشخصية والاستثمارات. ومن هذه النقطة يمكننا الانطلاق".

أجاب خالد: "أعتقد أن لدينا حجة مقنعة لطرح منتجات استثمارية تقاعدية في البنك، ولكن ما الذي سنقترحه لجذب المستثمرين؟". فقالت فاطمة: "إدارة البنك محافظة بعض الشيء، وربما لن توافق على استثمارات الأفراد الذين يرغبون في تبني استراتيجيات نمو ترافقها مخاطر أكبر".

وتابعت فاطمة: "كما أننا نواجه مشكلة تتعلق بالمستثمرين الشباب الذين نسعى إلى استهدافهم، وهي تتمثل بكون العديد منهم مبتدئين في مجال الاستثمار، ما يعني أن آراءهم ستكون مبنية على ما يسمعون من مصادر عبر الإنترنت والتي تتكلم عن الاستثمارات الكبيرة. لذا، سيكون علينا إعداد برنامج تثقيفي لهم." فأضاف خالد: "يجب علينا أيضاً تحديد ما إذا كنا سنستخدم المنتجات الاستثمارية السعودية الموجودة على منصة "تداول"، أم سنتعاون مع فرعنا الدولي لتوفير فرص الاستثمار خارج حدود المملكة. كما أن البنك سبق أن بدأ بالتعاون مع وسطاء مرخص لهم، وأنشأ علاقات مع عدة بنوك استثمارية ووكلائها من صنّاع السوق. قد يرغب المستثمرون الشباب في امتلاك محفظات استثمارية تمتد إلى خارج حدود سوق الأسهم السعودية".



عندها ردّت فاطمة: "أعتقد أنه علينا النظر إلى مؤشرات معامل "بيتا" الخاص بالمنتجات

الاستثمارية التي يقدمها البنك والتي قد تكون محافظة بعض الشيء. فقد يرغب المستثمرون

الشباب الذين لديهم آفاق استثمارية طويلة الأمد في اتباع استراتيجيات استثمارية ذات نسب نمو أعلى. ومن الممكن أن يطلبوا استخدام استراتيجيات استثمارية أخرى مثل الشراء بالهامش والبيع على المكشوف".

فأجابها خالد: "علينا أن نقوم بإعداد استراتيجية لمحفظلة استثمارية خاصة بالمهنيين الشباب تكون جديرة بالموافقة عليها عند عرضها على الإدارة التنفيذية. سيكون علينا أيضاً إقناع إدارة البنك بتطوير المنصة التقنية للاستثمار، إذ قد يرغب المستثمرون الشباب في مراقبة محفظاتهم باستخدام الهاتف الجوال". فعلقت فاطمة: "فلنقدم إذاً عرضنا المبدئي للإدارة التنفيذية ونعرضه على المشرف للاستفادة من ملاحظاته".

### أسئلة الدراسة 1.

لمساعدة خالد وفاطمة في مهمة اطلاع المهنيين السعوديين الشباب على مشروعهم من خلال برنامج تثقيفي، ضع قائمة بالمخاطر غير القابلة للتحكم التي قد تؤثر على أداء الشركات.

---

---

---

---

### 2.

يحتاج خالد وفاطمة إلى شرح مؤشرات معامل "بيتا" للمخاطر المالية للمهنيين الشباب. اكتب شرحاً قصيراً حول مؤشرات معامل "بيتا" مبيناً كيفية تحديدها، وأسلوب الاستفادة منها في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار.

---

---

---

---

### 3.

يساور خالد وفاطمة قلق حيال عدم اقتناع المهنيين السعوديين الشباب بفكرة الاستثمار التقاعدي. اكتب شرحاً يبيّن كيف يتلاءم الاستثمار التقاعدي مع استراتيجية إدارة المخاطر للمهنيين السعوديين الشباب.

---

---

---

---

### أنشطة عبر الإنترنت

قم بالبحث عن بنوك سعودية توفر خططاً مالية شخصية للمتقاعدين، وحدد أنواع المنتجات والخدمات الاستثمارية التي تقدمها، ثم بيّن كيف تلبي هذه العروض احتياجات المهنيين السعوديين الناشئة.

MARKET	YIELD	
NAME	0.18 %	▲
3 Month	0.42 %	▲
6 Month	0.58 %	▲
1 Year	0.80 %	▲
2 Year	1.15 %	▲
5 Year		▲

## الأسهام والسندات

## الفصل 4

### أهداف التعلم



- بعد الانتهاء من دراسة هذا الفصل، ستكون قادرًا على:
1. فهم مختلف مصادر تمويل الشركة.
  2. وصف مزايا وعيوب الأسهم العادية.
  3. تفسير الاستراتيجيات التي تؤثر على سياسة توزيعات أرباح الشركة.
  4. تفسير مزايا وعيوب الأسهم الممتازة.
  5. وصف خصائص جميع أدوات الدين.
  6. وصف أنواع سندات الشركات.
  7. توضيح طرق تسديد الديون في الشركات.
  8. تحديد دور الأوراق المالية الحكومية والدين العام على الاستثمار.

كما سبق وذكرنا في الفصل الأول، تخضع الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية لضوابط هيئة السوق المالية. ومن بين الأهداف التي تسعى رؤية السعودية 2030 إلى تحقيقها تسهيل تدفق الاستثمارات الخاصة من أجل تحسين قدرة الشركات السعودية التنافسية. لذلك، حدد مجلس الوزراء السعودي لوائح تنظيمية لتحديث إطار العمل القانوني للشركات السعودية، وتوفير المرونة في تشغيل الشركات الحالية في المملكة العربية السعودية. وتهدف التنظيمات الجديدة أيضًا إلى جذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق السعودية عبر اتباع الممارسات الدولية.

وعليه، سيتناول هذا الفصل مصادر التمويل المتاحة في الأسواق المالية العامة بما فيها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات. حيث تحتاج الشركات إلى تحديد طريقة توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها، وسياسة التوزيعات السهمية، وتجزئتها، وإعادة شرائها؛ فضلًا عن حاجتها إلى تحديد كيفية الحصول على التمويل في أسواق السندات. ومن الضروري الحفاظ على التوازن بين مختلف مصادر تمويل الشركة، وذلك بغية الحد من المخاطر وضمان سير العمليات.



يتطلع فهد للاستفادة من خبرته الواسعة في مجال الإدارة المالية للشركات، وذلك في منصبه الجديد كمدير مالي، حيث يرفع التقارير مباشرة إلى تركي، وهو المدير التنفيذي الجديد. وقد بدأت الشركة المساهمة التي يعمل فيها كل من فهد وتركّي العمل منذ خمس سنوات، وأراد مجلس إدارتها تعيين مديرين جدد لمساعدتها على النمو. وقد راجع فهد القوائم المالية الخاصة بالشركة والمدرجة في كلّ من التقارير العامة السنوية، والربعية، والوثائق الداخلية. أما تركّي، فيسعى إلى تأمين رأس مال إضافي، لذلك طلب من فهد النظر في طرح الأسهم العادية للأفراد ليصبحوا مالكي أسهم (حاملو الأسهم) في الشركة، بالإضافة إلى التفكير في خيارات تمويل أخرى. ويتعيّن على فهد أن يختار بين إصدار الشركة للأسهم الممتازة أو للسندات، لكنّه غير متأكد بعد من التصنيف الائتماني للشركة. والجدير بالذكر أن عمل الشركة يتوافق مع الشريعة الإسلامية، لذلك فهما ينظران أيضًا في خيار الصكوك.





## 1.4 مصادر التمويل

ينبغي للشركة أن تبحث عن مصادر لتمويل أصولها وذلك باستخدام الأسهم أو الدين. ويتمتع المستثمرون الذين يملكون أسهمًا في شركة مساهمة بملكية أسهم. ويمكن للشركات المساهمة أن تصدر مجموعة متنوعة من أدوات الدين، مثل السندات والصكوك، وذلك للحصول على تمويل المستثمرين الذين يشترون سندات الدين. وعند الحديث عن أرباح الشركة، فإن لسداد التزامات الدين أولوية على الأسهم، أي ينبغي للشركة أن تسدد العائد على الدين قبل أن توزع أي أرباح نقدية على المساهمين. أمّا إذا تم حلّ الشركة وتصفيتها، فيجب سداد الديون أولاً، ومن ثمّ توزيع الأصول المتبقية على المساهمين. وبالتالي، تُعتبر ملكية الأسهم **القيمة المتبقية (الصافية)** وهي عرضة للمخاطر أكثر من الدين. وتمثل الأسهم العادية المطالبة النهائية بأصول الشركة وأرباحها. وفي حين أن الأسهم تمثل القيمة المتبقية (الصافية)، فإنها لا تفقد صفتها كمطالبة، وهذا يعني أن المديرين والموظفين يعملون لمصلحة مالكي الأسهم ويتحملون المسؤوليات أمامهم.

### القيمة المتبقية (الصافية)

مطالبة بسهم من الأرباح بعد سداد الدين

## 1.4 (أ) الأسهم Equity

تمثل الأسهم ملكية الشركة. وتعقيباً على ما سبق، إذا كان أداء شركة فهد سيئاً، فسيؤدي ذلك إلى قلة أو انعدام العائدات المتاحة لمالكي أسهمها. لكن، يمكن للشركة الربحية أن تولد عائداً كبيراً لمالكي أسهمها، وذلك انطلاقاً من كون الأرباح المتبقية تعود إلى مالكي الأسهم فقط بعد استيفاء التزامات الدين. وفي الوقت الذي تكثر فيه أنواع أدوات الدين، هناك نوعان فقط من الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة. وكما يشير الاسم، فالأسهم الممتازة تحتل مركزاً ممتازاً أو عالياً.

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. هناك أكثر من نوعين من الأسهم.

صواب / خطأ

2. تمثل الأسهم العادية المطالبة الأولية بعائدات الشركة وأصولها.

صواب / خطأ



## 2.4 الأسهم العادية



**الأسهم العادية Common stock** هي ملكية أسهم مباشرة في شركة ما. وعليه، يحق لمالكي

الأسهم العادية التالي:

- حضور اجتماع الجمعية العمومية لمالكي الأسهم في الشركة والحصول على الأرباح عند توزيعها.
- التصويت لانتخاب مجلس الإدارة في الشركة.
- شراء أسهم إضافية، بفضل تمتعهم بحق الأولوية، إذا أصدرت الشركة أسهمًا جديدة.

ويتمتع مالكو الأسهم بالقيمة المتبقية (الصافية) بشأن أصول الشركة وأرباحها. وفي حال التصفية، يحصل مالك الأسهم العادية على ما يتبقى منها بعد تسديد جميع المطالبات الأخرى، أي يتلقى مالك الأسهم العادية الأرباح التي بقيت بعد دفع النفقات والعوائد وأرباح الأسهم الممتازة. وعليه، يتحمل الأفراد الذين يستثمرون في الأسهم العادية المخاطر ويجنون الأرباح المرتبطة بملكية الشركة.

ويتمتع المستثمرون الذين يشترون الأسهم العادية بجميع حقوق الملكية بما فيها حق التصويت لانتخاب مجلس إدارة الشركة. وغالبًا ما يعتمد التصويت على نسبة الأسهم المملوكة، فيحصل مالكو الأسهم الذين يملكون 20% من الأسهم العادية في الشركة على نسبة تصويت تساوي عشرين ضعفًا مقابل تلك التي يتمتع بها الذين يملكون 1% من الأسهم العادية. ويختار **مجلس الإدارة Board of directors** مديري الشركة ليكونوا مسؤولين أمامه، ويكون مجلس الإدارة مسؤولًا أمام مالكي الأسهم في الشركة. وإذا لاحظ مالكو الأسهم أن مجلس الإدارة لا يؤدي دوره بجدارة، يستطيعون انتخاب مجلس آخر لتمثيلهم.

تتبع الشركة المساهمة التي يعمل فيها فهد مجموعة من القوانين الداخلية أو الإجراءات، تُسمى **بالنظام التأسيسي أو النظام الداخلي Articles of association or Articles of incorporation**. ويشير هذا النظام إلى إجمالي عدد الأسهم العادية والأسهم الممتازة التي يُسمح للشركة بإصدارها. وقد يقرر المجلس ألا يعرض جميع الأسهم العادية التي سُمح للشركة بإصدارها أو تعويمها، أمام العامة للبيع. وعليه، تبقى بعض الأسهم داخل الشركة باعتبارها **أسهم الخزينة Treasury shares**. وتتطوي على أسهم تحتفظ بها الشركة لاستخدامها، مثل أسهم الموظفين المخصصة لتعويضاتهم وحوافزهم. ويرى تركي ومجلس الإدارة أن الشركة تحتاج إلى اعتماد استراتيجية خاصة بأسهم الموظفين من أجل تعيين الأفضل منهم. ويستطيع الموظفون الذين يبقون في الشركة الحصول على أسهم فيها. وإذا حققت الشركة الأهداف المتعلقة بالأداء، يمكن منح أسهم إضافية لمديري الشركة بهدف تحفيزهم.

## الأسهم العادية

ورقة مالية تمثل ملكية في شركة؛ يتمتع مالكو الأسهم العادية بمطالبة نهائية بأصول الشركة وأرباحها بعد وفاء الشركة بالتزاماتها تجاه الدائنين ومالكي الأسهم الممتازة

## مجلس الإدارة

مجموعة من الأعضاء ينتخبهم مالكو الأسهم، تتحمل المسؤولية أمامهم بتحديد سياسة الشركة واختيار المديرين المناسبين لإدارة الشركة

## النظام التأسيسي

## أو النظام

## الداخلي

قوانين داخلية أو إجراءات تتبعها الشركة المساهمة

## أسهم الخزينة

أسهم تحتفظ بها الشركة لاستخدامها، مثل أسهم الموظفين







لماذا يجب فصل مجلس الإدارة عن مديري الشركة؟

تتعدد الاعتبارات التي تحدد كيفية تمويل عمليات الشركة. فمثلاً، يسمح النظام الداخلي لشركة فهد بإصدار مليوني سهم من الأسهم العادية، وقد تم فعلياً إصدار وطرح مليون سهم لعامة الناس. وبما أن أسهم الشركة متداولة علناً، يجب الإعلان عن القرارات المالية البارزة وتعميمها في **نشرة الإصدار Prospectus**، وهي وثيقة رسمية تقدم تفاصيل بشأن الاستثمار لعامة الناس. وتشترط هيئة السوق المالية السعودية أن تُضمّن الشركات في نشراتها جميع المعلومات اللازمة للمستثمر، لكي يقيّم النشاطات، والأصول، والالتزامات، والمركز المالي، والإدارة، والتوقعات بشأن أرباح الشركة وخسائرها، مما يسمح للمستثمرين بمراقبة الشؤون المالية الخاصة بالشركة. وبالإضافة إلى ذلك، يجب أن تضم نشرة الإصدار معلومات بشأن عدد الأوراق المالية وسعرها، وأي التزامات وحقوق وصلاحيات وامتيازات مرتبطة بها.

#### نشرة الإصدار

وثيقة تقدم معلومات بشأن استثمار معين، مثل السهم أو صندوق الاستثمار المشترك





ما المعلومات التي ينبغي أن تحتوي عليها نشرة إصدار الشركة؟

ويظهر الشكل 1.4 الميزانية العمومية المبسطة للشركة التي يعمل فيها فهد والتي وُضعت في بداية العام. وتمتلك الشركة أصولاً بقيمة 100 مليون ر.س. توّظفها في تنشيط عمليات البيع، وتُعادل الأصول الدين الذي تبلغ قيمته 30 مليون ر.س. مضافاً إليه حقوق المساهمين التي تتألف من الأسهم المتداولة، ورأس مال الأسهم، وتبلغ قيمتهما معاً 40 مليون ر.س. والأرباح المُبقاة بقيمة 30 مليون ر.س.

جميع الأرقام بالريال السعودي (بالملايين)	
بداية السنة	الميزانية العمومية
100	الأصول
	الالتزامات وحقوق الملاك
30	الدين
	حقوق المساهمين
40	رأس مال الأسهم
30	الأرباح المُبقاة
100	

الشكل 1.4  
الميزانية العمومية  
المبسطة

وقامت الشركة التي يعمل فيها فهد إلى تحديد قيمة أولية، أو قيمة فعلية، لسعر السهم العادي وذلك لهدف محاسبي. ويمثل رأس المال المشترك في الميزانية العمومية الأموال الناجمة عن بيع الأسهم المتداولة. إن الأموال التي تلقتها الشركة التي يعمل فيها فهد من الأسهم المتداولة، تمثل رأس المال المشترك المستثمر في الشركة. ولا يرتبط ذلك بسعر السهم الجاني المتداول

في السوق. فتعتمد أسعار الأسهم المتداولة في السوق على العرض والطلب. أما **الأرباح المُبقاة** فهي **Retained earnings** فهي أرباح متراكمة لدى الشركة، لم يتم توزيعها منذ تأسيسها. وهي تمثل، تمامًا مثل الأسهم العادية، استثمارًا لمالكي الأسهم العادية في الشركة. وبما أن هؤلاء المساهمين يحصلون على الأرباح في حال توزيعها، تُعد الأرباح المُبقاة جزءًا من مساهمة مالكي الأسهم في الشركة.

ولتأمين التمويل الإضافي، قد تحاول الشركة التي يعمل فيها فهد إصدار المليون سهم المتبقية، وهذا يعني أنه سيتعين على الشركة توزيع حقوق المساهمين على المالكين الحاليين، والتي تبلغ قيمتها 70 مليون ر.س.، على مليوني سهم بدلًا من مليون سهم. وبالإضافة إلى ذلك، سيخسر مالكو الأسهم العادية الحاليون نصف قيمة حقهم في التصويت، وقد يشهدون تراجعًا ملحوظًا في قيمة أسهمهم. وإذا عجزت الشركة التي يعمل فيها فهد عن تحقيق العائدات المتوقعة لمالكي الأسهم العادية، فقد يُصوت هؤلاء لانتخاب أعضاء مجلس إدارة جدد، وذلك بهدف تغيير مديري الشركة.

من ناحية أخرى، لاحظ فهد أنّ النظام التأسيسي لشركته يتيح **حقوق الأولوية** **Preemptive rights**، التي تضمن لمالك السهم الحالي حق الاحتفاظ بنسبة ملكيته في الشركة إذا عرضت الشركة أسهمًا للبيع. وعليه، في حال قررت الشركة بيع أسهم إضافية لعامة الناس، فإنه يتم عرضها أولاً على مالكي الأسهم الحاليين في عملية بيع تستند إلى **حقوق الأولوية** **Tradable rights**.

**الأرباح المُبقاة**  
الربح المتراكم بعد دفع التوزيعات

**حقوق الأولوية**  
الحق الذي يضمن لمالكي الأسهم الحاليين بالاحتفاظ بنسبة ملكيتهم في الشركة

**حقوق الأولوية المتداولة**  
الحق الذي يضمن لمالكي الأسهم الحصول على أسهم جديدة يتم عرضها بالتزامن مع زيادة رأس المال، مثل بيع أسهم جديدة

	Consolidated		Separate	
	2015	2014	2015	2014
ASSETS				
CURRENT ASSETS :				
Cash	359,211	54,681	35,160	24,658
Temporary investments	31,958	58,462	354,800	254,800
Accounts Receivable	50,859	5,985	28,590	14,985
Note received	585,090	0	48,521	32,405
Inventory	1,072,211	5	535,084	320,535
TOTAL CURRENT ASSETS			1,002,155	647,383
NON-CURRENT ASSETS :				
Long - Term Investment	200,100	0	195,025	152,000
Property Plant and Equipment - net	1,452,600	1,200,000	1,452,600	1,350,652
Intangible Assets	25,305	0	20,658	25,000
Other assets	20,620	0	18,067	15,600
TOTAL NON-CURRENT ASSETS	1,698,625	1,200,000	1,686,350	1,543,252
TOTAL ASSETS	2,770,836	2,415,415	2,688,505	2,190,445
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY				
CURRENT LIABILITIES :				
Short - Term Loan from Financial Institutions	112,000	0	97,000	871,000
Other current liabilities	255,000	0	175,415	0
TOTAL CURRENT LIABILITIES	367,000	0	272,415	871,000
Shareholders' Equity	2,403,836	2,415,415	2,416,090	1,319,445

ماذا يمثل رأس مال الأسهم في الميزانية العمومية؟



وضع مجلس الإدارة في الشركة التي يعمل فيها فهد هدفاً لعرض أسهم الشركة في أحد الصناديق. وتخضع هذه الصناديق لإدارة محترفة، وغالباً ما يبحث مدير الأموال المديرين التنفيذيين في الشركات على تحقيق أرباح وعائدات أعلى لمالكي الأسهم. وتحظى الصناديق وسواها من الشركات التي تشتري حصصاً كبيرة من الأسهم بعدد أكبر من الأصوات. وفي حال عجز مدير الشركة عن تحقيق أهدافهم، فقد يسعى مدير الأموال إلى تبديله أو إلى **الاستحواذ Acquisition** على شركة أخرى، وذلك بهدف تحقيق عائدات أعلى من الأسهم لصالح الشركة. وغالباً ما يؤدي خطر تغيير مديري الشركة أو الاستحواذ على الشركة، إلى اعتماد استراتيجيات من قبل مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الحاليين بهدف رفع قيمة أسهم الشركة.

**الاستحواذ**  
شراء شركة لشركة  
أخرى

يريد فهد أن يضمن عمل الشركة لصالح جميع المستثمرين في الأسهم، أي أن توفر الشركة حصول مالكي الأسهم على العائدات المتوقعة من استثمارهم. وتتدفق عائدات مالكي الأسهم العادية من مصدرين:

1. ارتفاع قيمة السهم العادي.
2. توزيع الأرباح على مالكي الأسهم.

وعليه، سيضطر فهد إلى التوصية بسياسة ذات صلة بالأرباح لمجلس إدارة شركته.

### تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. ينبغي للشركة أن تبحث عن مصادر للتمويل لشراء الأصول، سواء باستخدام حقوق المساهمين أو الدين.  
صواب / خطأ
2. ينبغي للشركة أن تدفع الأرباح لمالكي الأسهم قبل دفع عوائد الدين.  
صواب / خطأ



### 3.4 سياسة توزيعات الأرباح

بعد أن تحقق الشركة أرباحًا، ينبغي لمديري الشركة أن يقرروا مصير هذه الأرباح. وعليه، يقف المدبرون أمام ثلاثة خيارات، فإما أن تحتفظ الشركة بالأرباح وتزيد من مستوى استثمار كل من يملك الأسهم، أو أن تخفض معدل الدين، أو أن توزع الأرباح على شكل **توزيعات أرباح نقدية Cash dividends**. وإذا ما اختار المدبرون توزيع الأرباح، يتدفق النقد خارج الشركة. أما إذا تم الاحتفاظ بها، فسوف يستفيد المدبرون من الأموال عبر شراء أصول تولد الأرباح أو عبر السداد الكامل للديون المعلقة.

وبهذا الصدد، يتعين على فهد أن يفكر في استراتيجيات بديلة لاستخدام الأرباح المبقاة لتقديمها إلى مجلس الإدارة. ويظهر الشكل 2.4 أدناه ميزانية عمومية مبسطة تبين ثلاثة خيارات متاحة للشركة، مع افتراض أن الأرباح المبقاة في نهاية العام تبلغ 10 ملايين ر.س.

الخيارات هي:

- **الخيار الأول – زيادة الأصول Increase assets:** تزيد الأرباح المبقاة النقد المتاحة للشركة لتشتري به أصولاً إضافية من شأنها رفع المبيعات.
- **الخيار الثاني – تخفيض الديون Reduce debt:** يمكن استخدام الأرباح المبقاة لتقليص الدين من 30 مليون ر.س. إلى 20 مليون ر.س.، وقد يؤدي ذلك إلى خفض تكاليف الديون بالنسبة إلى الشركة في السنوات التالية.
- **الخيار الثالث – توزيع الأرباح Pay dividends:** تستخدم الشركة مبلغ 10 ملايين ر.س. لتوزيع الأرباح. ولن يؤثر ذلك في الميزانية العمومية، إذ تستخدم الشركة الأموال التي تتلقاها لتوزيع الأرباح لمالكي الأسهم.

#### جميع الأرقام بالريال السعودي (بالملايين)

الميزانية العمومية	بداية السنة	الخيار الأول زيادة الأصول	الخيار الثاني تخفيض الدين	الخيار الثالث توزيع الأرباح
الأصول	100	110	100	100
الالتزامات وحقوق الملاك				
الدين	30	30	20	30
حقوق المساهمين				
رأس مال الأسهم	40	40	40	40
الأرباح المبقاة	30	40	40	30
	100	110	100	100

#### توزيعات الأرباح النقدية

توزيع الأرباح عبر دفع مبالغ نقدية لمالكي الأسهم

#### الشكل 2.4

خيارات استخدام الأرباح المبقاة

في الخيارين الأول والثاني، تحتفظ الشركة بكامل الأرباح، فتزيد الأرباح المُبقاة بقيمة 10 ملايين ر.س. بالرغم من أن توزيع الأرباح على شكل توزيعات نقدية لا يزيد من نسبة حقوق المساهمين في الشركة. ويسعى مجلس إدارة الشركة التي يعمل فيها فهد إلى تحقيق النمو، لذلك لا بد من الاستثمار في أصول إضافية. لكن، يستطيع فهد أن يوصي باستخدام مصادر بديلة للتمويل، إذ يمكن اقتراض المال، إلا أن ذلك قد يفاقم المخاطر المالية التي قد تتعرض لها الشركة. ويمكن الحصول على التمويل عبر إصدار أسهم إضافية، ولكن لا جدوى من توزيع الأرباح ثم إصدار أسهم جديدة لزيادة حقوق المساهمين، لا سيّما وأنّ إبقاء الأرباح له الأثر نفسه، ولكن من دون تكبد تكاليف بيع أسهم جديدة.

توزع بعض الشركات كل أرباحها، والبعض الآخر لا يوزع أي أرباح. وبما أن مالكي الأسهم هم مالكو الشركة ويحق لهم الحصول على الأرباح، فلا بدّ من طرح السؤال التالي: هل يريد مالكو الأسهم القيام بالمزيد من الاستثمار في الشركة أم يريدون تحقيق توزيعات أرباح نقدية؟ وفي حين أنّ الإجابة عن هذا السؤال قد تبدو سهلة بالنسبة إلى فهد، إلا أنها ليست كذلك في الواقع. ويعود السبب في ذلك إلى أن الأسهم مملوكة من قبل عدد من المساهمين، وقد يرغب بعضهم في تحقيق الإيرادات بواسطة توزيعات الأرباح، بينما يفضل البعض الآخر الحصول على أرباح رأسمالية.

وغالبًا ما تحتفظ الشركات التي تحقق نموًا عاليًا بالأرباح المُبقاة للمساهمة في ذلك النمو. في المقابل، من المرجح أن يفضل مستثمرو أسهم النمو ارتفاع قيمة أسهمهم مع الوقت. وقد لا تتمتع شركات أخرى بنمو عالٍ، لكنها تشتهر بدفع توزيعات الأرباح بشكل دوري. وغالبًا ما يشتري أسهم الأرباح هذه، الأفراد الذين يرغبون في الحصول على توزيعات الأرباح أكثر مما يرغبون في ارتفاع قيمة أسهمهم.



ومن المهم أن يدرك فهد أن مالكي الأسهم المستثمرين في الشركة، هم حاملوها. ومن الضروري أن يفهم ماهية رسوم المعاملات التي تنطوي عليها القرارات المالية. حيث أن رسوم المعاملات المالية **Financial transaction costs** هي الرسوم المرتبطة بالبيع والشراء في سياق المعاملات المالية.

### رسوم المعاملات المالية

الرسوم المرتبطة بالبيع والشراء في سياق المعاملات المالية

ومما لا شك فيه أن للضرائب تأثيرًا كبيرًا على القرارات المالية، لكن في المملكة العربية السعودية، لا يدفع المواطنون السعوديون وسائر مواطني دول الخليج ضرائب الدخل على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية (الأرباح الناجمة عن بيع الأوراق المالية). في الواقع، يدفع المواطنون السعوديون ما يُسمّى بالزكاة، بنسبة 2.5% على الدخل المعدل للأغراض الزكوية. أما في بعض الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية، فتخضع الأرباح والمكاسب الرأسمالية لمعدلات ضريبية مختلفة.

وعليه، يتعيّن على الشركة التي يعمل فيها فهد دفع زكاة بمعدل 2.5%. ومن شأن هذه الزكاة أن تؤثر على استراتيجية التمويل التي تعتمد عليها الشركة، فيتم توزيع أرباح الأسهم العادية والممتازة من الأرباح المُبقاة بعد دفع الضرائب والزكاة. وبما أن المبالغ المخصصة لسداد الدين تُعدّ من النفقات، فستلعب دورًا في خفض صافي الربح العام للشركة، وبالتالي في خفض الضرائب على الأرباح ومبلغ الزكاة المدفوع.

### 3.4 (أ) التوزيعات النقدية Cash Dividends

بالنسبة إلى المستثمر في السوق السعودية، فإن الحصول على التوزيعات أو بيع الأسهم للحصول على مكاسب رأسمالية لهما الأثر نفسه على الدخل، بحسب رسوم المعاملات، أمّا في الشركة التي يعمل فيها فهد، فإن لكيفية استخدام الأرباح المُبقاة لتمويل تشغيلها أثرًا عليها:

- إذا اعتمدت الشركة خيار الإبقاء على جميع الأرباح لدعم النمو في المستقبل، فستزيد حقوق المساهمين لكل مساهم.
- إذا قررت الشركة توزيع جميع الأرباح المُبقاة على شكل توزيعات أرباح نقدية، فسترتفع عائدات مالكي الأسهم عمومًا بحصولهم على التوزيعات.



وترتبط سياسة الأرباح بمقدار إيرادات الشركة التي يجب توزيعها. وفي العادة، تتبع الشركات التي تدفع التوزيعات النقدية سياسة مُعلنة أو سياسة يعرفها المستثمرون ضمناً. وإذا دفعت الشركة توزيعات نقدية، فغالبًا ما تكون المبالغ مستقرة ومعروفة. وتُقاس نسبة الإيرادات الموزعة بواسطة **نسبة دفع العوائد Payout ratio**، وهي:

$$\text{نسبة دفع العوائد} = \frac{\text{توزيعات الأرباح لكل سهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

### نسبة دفع العوائد

نسبة توزيعات الأرباح إلى ربحية كل سهم

### مثال

أعلنت شركة عن توزيعات أرباح بقيمة 3 ر.س. للسهم الواحد، بعد أن أعلنت سابقًا عن ربحية بقيمة 10 ر.س. للسهم الواحد. وعليه، تبلغ نسبة دفع العوائد  $\frac{3}{10}$ ، أو 30%.

### جرب بنفسك



تتداول إحدى الشركات حاليًا بمعدل 200 ر.س. للسهم. وأعلنت الشركة عن ربح بقيمة 6 ر.س. للسهم.

ما معدل عائد الربح على السهم؟

---



---



---



---

بلغ متوسط **عائد Yield** الشركات التي توزع الأرباح في السوق المالية السعودية 3.25% في العام 2021. ودفعت 30 شركة الأرباح بشكل دوري لأكثر من 10 سنوات، وذلك بمعدل 3.78%. إذا كانت توزيعات الأرباح بالريال السعودي مستقرًا، فستتبدل نسبة دفع العوائد بحسب تغير الإيرادات. ويشير استقرار توزيعات الأرباح، وتغيرات الإيرادات، إلى اختلاف مبالغ الأرباح المُبقاة في كل سنة، وهذا ما يجعل مديري الشركة يتخذون قرار الإبقاء على توزيعات أرباح مستقرة مقابل الزيادات الثابتة في الأرباح المُبقاة.

وفي المملكة العربية السعودية، توزع الشركات توزيعات الأرباح النقدية بشكل ربع أو نصف سنوي أو سنوي. ومع زيادة الإيرادات، يمكن للشركة أن تزيد التوزيعات النقدية التي توزعها.

### العائد

يتمثل العائد على السهم في ربح السهم مقسومًا على سعر السهم الحالي



## عملية توزيع الأرباح - Distributing dividends

تستغرق عملية توزيع الأرباح وقتًا، وهي موضحة في الخطوات الثلاث التالية:

### الخطوة الأولى

تعتمد الخطوة الأولى على اجتماع مجلس إدارة الشركة لمناقشة توزيعات الأرباح. وإذا قرر المجلس توزيع الأرباح النقدية، يتم تحديد مواعيد لذلك. فيُخصص الموعد الأول لتحديد من سيحصل على الأرباح. وفي يوم محدد، تُغلق سجلات الملكية في الشركة، ويحصل كل فرد يملك سهمًا في الشركة بحلول نهاية ذلك اليوم على الأرباح، ويُسمى ذلك **بتاريخ التسجيل Date of record**. وإن اشترى مستثمرون أسهمًا بعد تاريخ التسجيل، فلا يحصلون على توزيعات الأرباح، أي يتم شراء السهم من دون التوزيعات، وهو ما يُعرف **بسهم بدون حصة التوزيعات Ex dividend**، بما أن سعر السهم لا يشمل دفع توزيعات الأرباح. وعندما يكون السهم بدون حصة التوزيعات، ينخفض سعره بسبب غياب التوزيعات، ما يفسر تغير السعر.

### تاريخ التسجيل

اليوم الذي ينبغي فيه للمستثمر أن يكون مالكًا للسهم لكي يحصل على الأرباح

### سهم بدون حصة التوزيعات

سهم يتم شراؤه من دون دفع أي توزيعات أرباح

### الخطوة الثانية

الموعد المهم الثاني هو اليوم الذي يتم فيه توزيع الأرباح، فيسمى **بتاريخ الدفع Pay date** أو **تاريخ التوزيع Distribution date**. وقد يقع تاريخ التوزيع بعد أسابيع عدة من تاريخ التسجيل، إذ يجب أن تحدد الشركة مالكي الأسهم في يوم التسجيل، وأن تعالج عملية الدفع. ويمكن للشركة ألا تؤدي هذه المهمة بنفسها، فتستعين بالبنك التجاري الذي تتواصل معه والذي يحصل بدوره على رسوم المعاملة.

### تاريخ الدفع أو تاريخ التوزيع

اليوم الذي يتم فيه دفع توزيعات الأرباح لمالكي الأسهم

### الخطوة الثالثة

يقع اليوم الذي يتلقى فيه المساهمون الأرباح على الأرجح بعد أسابيع عدة من إعلان مجلس الإدارة عن دفع التوزيعات.





ما الذي يدفع الشركة للحفاظ على توزيعات أرباح ثابتة؟

### مثال

إذا تم بيع سهم مقابل 50 ر.س.، وتم دفع توزيعات أرباح نقدية بقيمة 2 ر.س.، فقد لا تبقى قيمة السهم 50 ر.س. في التاريخ الذي يصبح فيه السهم من دون ربح. وإذا لم يتم تعديل السعر، يمكن لأحد المستثمرين أن يشتري السهم مقابل 50 ر.س. قبل يوم من كونه بدون توزيعات أرباح، وأن يبيعه مقابل السعر نفسه في اليوم نفسه الذي يكون فيه بدون توزيعات أرباح، وبعدها يمكنه أن يحصل على توزيعات الأرباح بقيمة 2 ر.س.، وربح صافٍ بقيمة 2 ر.س. وإذا استطاع مستثمر أن يجني 2 ر.س.، فقد يحصل أي فرد على 2 ر.س. أيضًا، إلا أن الأرباح السهلة كهذه لا تحدث. بل يتحول سعر السهم إلى 48 ر.س. في اليوم الذي يكون فيه من دون توزيعات أرباح. ويبقى في حوزة المستثمر مبلغ إجمالي قدره 50 ر.س.، يتألف من السهم وقيمته 48 ر.س.، بالإضافة إلى توزيعات الأرباح بقيمة 2 ر.س.

### جرب بنفسك



يتم تداول سهم بقيمة 40 ر.س.، وتم الإعلان عن توزيعات بقيمة 3 ر.س. لكل سهم. كم سيصبح سعر السهم إذا لم يستحق التوزيعات؟



يريد فهد أن يعزز أرباح مالكي الأسهم في الشركة، وقد بنى قرار توزيع الأرباح على من يوظف الأموال بشكل أفضل؛ الشركة أم مالكو الأسهم. إلا أن فهد ليس متأكدًا من حاجة مالكي الأسهم إلى المال. كما أنه إذا لاقى سياسة التوزيعات إعجابهم، فقد يشتركون المزيد من الأسهم، أما إذا لم تُعجبهم السياسة، فقد يبيعون أسهمهم. لكن، إذا زاد عدد البائعين عن عدد المشترين، فستتخفص قيمة الأسهم، وسينتبه فهد إلى أن مالكي الأسهم يفضلون الأرباح النقدية على احتجاز الأرباح.

### 3.4 (ب) التوزيعات السهمية Share Dividends

توزع بعض الشركات توزيعات سهمية **Share dividends** بالإضافة إلى توزيعات الأرباح النقدية (أو بدلاً عنها). وتغير التوزيعات السهمية قيمة حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، لكنها لا تؤثر على أصول الشركة والتزاماتها. وبما أن الأصول لا تزيد ولا تتخفص، فلا تؤثر التوزيعات السهمية على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح. وتحول التوزيعات السهمية المبالغ من أرباح مُبقاة إلى أسهم عادية وإلى رأس مال إضافي مدفوع. ولا تزيد التوزيعات السهمية من ثروة المستثمر، لكنها تزيد عدد الأسهم التي يمتلكها.

#### التوزيعات السهمية

التوزيعات التي يتم دفعها لمالكي الأسهم على شكل أسهم، وذلك بدلاً من توزيع الأرباح نقدًا

#### مثال

إذا كان أحد المستثمرين يملك 100 سهم تبلغ قيمة كل منها 20 ر.س. قبل توزيع التوزيعات السهمية، فإنه يملك أسهمًا بقيمة 2,000 ر.س. (100 سهم × 20 ر.س.). وبعد توزيع التوزيعات السهمية، يملك المستثمر 110 أسهم (ونجمت الأسهم العشرة الإضافية عن التوزيعات السهمية). ومع ذلك، تبلغ قيمة الأسهم الـ 110 أيضًا 2,000 ر.س.، بما أن سعر السهم تراجع من 20 ر.س. إلى 18.18 ر.س.  $\left(\frac{2000 \text{ ر.س.}}{110 \text{ أسهم}}\right)$ .

ويعود سبب تراجع سعر الأسهم إلى ارتفاع الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 10%. فيما لم تزد أصول الشركة ولا قدرتها على تحقيق الأرباح. وقد تم تخفيف قيمة الأسهم **Dilution** القديمة، وينعكس ذلك على تراجع قيمة الأسهم. فإذا لم تتراجع أسعار الأسهم، لكانت كل الشركات قادرة على زيادة ثروة مالكي الأسهم عبر التوزيعات السهمية. ولكن سرعان ما سيلاحظ المستثمرون أن التوزيعات السهمية لا تزيد أصول الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح، ولن يقبلوا بدفع السعر القديم مقابل عدد أكبر من الأسهم. وسي تراجع سعر السوق ليعوض عن تخفيف قيمة الأسهم القديمة، وهذا ما يحدث بالفعل.

#### تخفيف قيمة الأسهم

تراجع الأرباح للسهم بسبب إصدار أسهم إضافية



## جرب بنفسك



يملك أحد المستثمرين 100 سهم ويتداولها مقابل 10 ر.س.، وأعلنت الشركة عن توزيع أرباح على شكل سهم واحد مقابل كل 10 أسهم يملكها كل مستثمر. بما أن التوزيعات السهمية لا تزيد من ثروة المستثمر، فكم سيبلغ سعر تداول الأسهم بعد التوزيعات السهمية؟

يجب أن يحدد فهد ما إذا كانت التوزيعات السهمية ستزيد من قدرة الشركة على النمو. وإن كانت التوزيعات السهمية بديلاً للأرباح النقدية، وكانت الفرضية صائبة جزئياً، وذلك باعتبار أن الشركة لا تزال تحتفظ بالنقد المتاح في الأصول، الذي كانت ستدفعه للمساهمين في حال تم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية. لكن، تستطيع الشركة أن تبقى على النقد إذا لم تدفع التوزيعات السهمية. ولا يؤدي قرار دفع التوزيعات السهمية إلى زيادة النقد المتاح فيها. أما القرار بعدم دفع التوزيعات النقدية فيساهم في الاحتفاظ بالنقد.

## 3.4 (ج) تجزئة الأسهم Stock Splits

ويمكن لمديري الشركة أن يقرروا تجزئة الأسهم **Stock split**، لا سيما بعد أن يرتفع سعر السهم بشكل ملحوظ. وتؤدي تجزئة الأسهم إلى خفض سعر الأسهم وزيادة قدرة المستثمرين على الحصول عليها. ويعني ذلك ضمناً أن المستثمرين يفضلون الأسهم المنخفضة السعر، وأن تراجع سعر الأسهم يساعد مالكي الأسهم الحاليين عبر توسيع نطاق تداولهم.

وكما الحال مع التوزيعات السهمية، لا تغير تجزئة الأسهم معطيات قسم حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، ولا تؤثر في أصول الشركة أو التزاماتها، ولا في قدرة الشركة على تحقيق الأرباح. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها لا تزيد من ثروة مالكي الأسهم إلا إذا فضل المستثمرون الآخرون الأسهم منخفضة السعر وارتفع الطلب عليها. وعند تجزئة سهم إلى سهمين، يتحول السهم القديم إلى سهمين جديدين. ولا يتغير رأس المال الإضافي المدفوع ولا الأرباح المُبقاة ولا إجمالي حقوق المساهمين، إذ إن ما حصل هو مجرد تضاعف في الأسهم المتداولة، حيث أصبحت قيمة كل سهم تساوي حالياً نصف قيمته القديمة. ويمكن أن تتبع تجزئة الأسهم أي معادلة، مثل أربعة أسهم مقابل سهم واحد، أو سبعة أسهم مقابل أربعة أسهم، لكن أكثر التجزئات شيوعاً تعتمد سهمين مقابل سهم واحد أو ثلاثة أسهم مقابل سهمين. ويمكن أن تكون التجزئات معاكسة، فينخفض عدد الأسهم ويرتفع سعر الأسهم.

## تجزئة الأسهم

زيادة رأس المال من خلال تغيير عدد الأسهم المتداولة

#### الفصل 4 الأسهم والسندات

وتؤثر جميع تجزئات الأسهم في أسعارها. فإذا اعتمدت التجزئة سهمين مقابل سهم واحد، ينخفض سعر السهم إلى النصف. وإذا اعتمدت تجزئة معاكسة سهمًا واحدًا مقابل عشرة أسهم، يرتفع سعر السهم عشرة أضعاف. وفي ما يلي طريقة سهلة لحساب سعر السهم بعد التجزئة:

$$\text{سعر السهم بعد التجزئة} = \text{سعر السهم قبل التجزئة} \times \text{نسبة معادلة التجزئة}$$

#### مثال

إذا تم بيع سهم مقابل 54 ر.س. للسهم الواحد، وتمت تجزئته باعتماد ثلاثة أسهم مقابل سهمين، فسيكون السعر بعد التجزئة:

$$54 \text{ ر.س.} \times \frac{2}{3} = 36 \text{ ر.س.}$$

#### جرب بنفسك



إذا تم بيع سهم مقابل 5.5 ر.س. للسهم الواحد، وتم اعتماد تجزئة معاكسة تتطوي على سهم مقابل سهمين، فكم سيبلغ سعر السهم بعد التجزئة المعاكسة؟ أظهر طريقة توصلك إلى الإجابة.

---

---

---

---

---



يقيّم فهد ما إذا كان عليه أن ينصح مجلس الإدارة بتجزئة أسهم الشركة أم لا. الأمر الذي سيسبب تراجع سعر البيع وقد يعزز قدرة الشركة على التسويق لأسهمها. وسيؤدي ذلك إلى توزيع الملكية بشكل أوسع وإلى زيادة اهتمام المستثمرين بالشركة. وفي نهاية المطاف، قد تؤدي زيادة الاهتمام والتسويق إلى تحسن قيمة السهم. وسيستفيد مالكو الأسهم الحاليون من ارتفاع الطلب عليها. إلا أن ارتفاع سعر الأسهم في السوق المالية لن يعزز أرباح الشركة. ويمكن أن يوصي فهد أيضًا بتجزئة معاكسة. وسيزيد ذلك من سعر الأسهم إلا أنه لن يزيد من ثروة مالكي الأسهم.

### 3.4 (د) إعادة شراء الأسهم Repurchase of Stock

يمكن لأي شركة يتوفر لديها النقد أن تختار إعادة شراء بعض أسهمها. وتؤدي إعادة شراء الأسهم إلى تراجع عدد الأسهم المتداولة. وبما أن الأرباح ستتحصر على عدد أقل من الأسهم، فسترتفع نسبة الأرباح لكل سهم، ما قد يساعد على ارتفاع سعر الأسهم في المستقبل. وتتحول الأسهم التي تعيد الشركة شراءها بعد إصدارها إلى أسهم الخزينة. وتستطيع الشركة أن تحتفظ بهذه الأسهم، أو أن تعيد إصدارها، أو أن تلغيها. ولا تشكل هذه الأسهم جزءًا من رأس مال الشركة، ولا تحقق أرباحًا.

ويفكر فهد في إعادة شراء أسهم كبديل لدفع التوزيعات النقدية. فبدلاً من توزيع المال على شكل أرباح نقدية، يمكن للشركة أن تقترح شراء الأسهم من مالكي الأسهم. ويقدم ذلك ميزة بارزة لهم، إذ تتيح لهم خيار بيع أسهمهم أو الإبقاء عليها. وإذا رأى مالكو الأسهم أن إمكانات الشركة كافية لضمان الإبقاء على الأسهم، لن يضطروا إلى بيعها. ويبقى قرار بيع الأسهم بيد مالك الأسهم. ويلخص الشكل 3.4 استراتيجيات الأسهم المذكورة أعلاه.

الشكل 3.4  
استراتيجيات الأسهم

سياسات الأسهم	الأثر على ثروة مالك الأسهم	الأثر على الشركة
التوزيعات النقدية	يؤثر الحصول على الأرباح على الدخل، ويعتمد ذلك على رسوم المعاملات.	يحدّ دفع التوزيعات النقدية من نمو الأرباح المُبقاة التي تستخدمها الشركة لدعم النمو في المستقبل.
التوزيعات السهمية	لا تزيد من ثروة المستثمر، لكنها تزيد عدد الأسهم التي يمتلكها.	تغير التوزيعات السهمية معطيات قسم حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، لكنها لا تؤثر في أصول الشركة والتزاماتها، ولا تؤثر في قدرتها على تحقيق الأرباح.



سياسات الأسهم	الأثر على ثروة مالك الأسهم	الأثر على الشركة
تجزئة الأسهم	تؤدي تجزئة الأسهم إلى خفض سعر الأسهم وزيادة قدرة المستثمرين على الحصول عليها، وبما أن المستثمرين يفضلون الأسهم المنخفضة السعر، يستفيد مالكو الأسهم الحاليون من تراجع سعر الأسهم بفعل توسيع نطاق تداولهم.	لا تغير معطيات قسم حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، ولا تؤثر في أصول الشركة أو التزاماتها.
إعادة شراء الأسهم	تؤدي إعادة شراء الأسهم إلى تراجع عدد الأسهم المتداولة، وإلى ارتفاع نسبة الأرباح لكل سهم، ما قد يساعد على ارتفاع سعر الأسهم في المستقبل.	تتحول الأسهم التي تعيد الشركة شرائها بعد إصدارها إلى أسهم الخزينة. وتستطيع الشركة أن تحتفظ بهذه الأسهم، أو أن تعيد إصدارها، أو أن تلغيها. ولا تشكل هذه الأسهم جزءاً من رأس مال الشركة، ولا تحقق أرباحاً.

## تمريبات

### اختر الإجابة الصحيحة.

- يؤدي توزيع التوزيعات السهمية من أرباح الشركة إلى خفض إجمالي حقوق المساهمين.  
صواب / خطأ
- يتم دفع الأرباح عند:  
أ. تاريخ الإعلان.  
ب. تاريخ السهم بدون توزيعات الأرباح.  
ج. تاريخ التسجيل.  
د. تاريخ التوزيع.
- تؤدي التوزيعات السهمية إلى:  
أ. انخفاض النقد في الشركة.  
ب. زيادة إجمالي حقوق المساهمين في الشركة.  
ج. انخفاض سعر أسهم الشركة.  
د. زيادة أصول الشركة.





## 4.4 الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من فئة الأسهم، لكنها تشبه الديون أكثر مما تشبه الأسهم العادية، وذلك لأنها تحقق توزيعات ثابتة من الأرباح تتراكم في حال لم يتم توزيعها. وتمنح **الأسهم الممتازة Preferred stock** مالكيها الأولوية في الحصول على نسبة مئوية محددة مسبقاً من أرباح الشركة، والأولوية على مالكي الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم في حال تمت تصفية الشركة. ويمكن أن تكون الأسهم الممتازة دائمة مثل الأسهم العادية، فلا تضطر الشركة أبداً إلى سدادها، لكنها تستطيع استرداد الأسهم الممتازة. وعلى خلاف مالكي الأسهم العادية، لا تسمح الأسهم الممتازة لمالكيها بالتصويت. ويؤدي إصدار الأسهم الممتازة إلى زيادة حقوق المساهمين، ويتم احتسابها من ضمن رأس مال الأسهم عوضاً عن حسابها كدين في الميزانية العمومية.

لم تصدر شركة فهد كغيرها من الشركات أسهماً ممتازة على الرغم من أن نظامها التأسيسي يسمح بذلك بموجب مواد نظام الشركات السعودي.

- يمكن أن يؤدي إصدار الأسهم الممتازة إلى توفير رأس مال إضافي للشركة، لكنه سيحجز نسبة مئوية من إجمالي الأرباح ليتم دفعها إلى مالكي الأسهم الممتازة.
- بموجب نظام الشركات السعودي، إذا عجزت شركة فهد عن دفع النسبة المئوية المحددة من إجمالي أرباحها في سنة ما، فلا يمكنها توزيع أي أرباح في الأعوام التالية إلا بعد دفع النسبة المئوية المحددة لمالكي الأسهم الممتازة.
- لا تضطر الشركة التي يعمل فيها فهد إلى سداد الأسهم الممتازة كغيرها من الديون، لذلك يتم عادة شراء الأسهم الممتازة من قبل الشركات الاستثمارية أكثر من شرائها من قبل الأفراد.

### 4.4 (أ) تحليل الأسهم الممتازة Analysis of Preferred Stock

وبما أن الأسهم الممتازة تشكل مصدرًا للدخل بالنسبة إلى المستثمرين، يُعنى تحليل فهد بشكل أساسي بقدرة شركته على سداد توزيعات الأرباح. وعلى الرغم من أنه يجب أن ترتبط الأرباح بالإيرادات الحالية وبقدرة الشركة على تحقيق الإيرادات في المستقبل، يتم دفع توزيعات الأرباح الممتازة نقدًا. وحتى إن تكبدت الشركة الخسارة، فقد تتمكن من الاستمرار في دفع توزيعات الأرباح لمالكي الأسهم الممتازة إذا توفر لديها النقد الكافي. ويمكن دفع توزيعات الأرباح النقدية على الرغم من العجز في الأرباح، وذلك إشارة إلى أن الخسائر مؤقتة وأن الشركة قوية ماليًا.







ما أهمية الاستمرار في دفع الشركة للأرباح بالنسبة إلى سمعتها وإن تكبدت بعض الخسائر خلال السنة؟

## تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يتم دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة بعد دفع عوائد الديون وقبل دفع توزيعات أرباح الأسهم العادية.  
صواب / خطأ
2. تشمل الخصائص الشائعة للأسهم الممتازة:  
أ. الأرباح المتغيرة.  
ب. الأرباح المحذوفة.  
ج. الأرباح المعدلة.  
د. الأرباح الثابتة.
3. يمكن دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة حتى وإن كانت الشركة تتكبد الخسارة.  
صواب / خطأ





## 5.4 السندات

وكما سبق أن ذكرنا، تُعرف **السندات Bonds** على أنها التزامات دين ثابتة تصدر عن جهات مثل الحكومات والشركات. وتمثل قرضًا يقدمه المستثمر للمُقترض.

وعليه، فكر فهد في زيادة رأس المال عن طريق إصدار السندات، وذلك لأن تكلفة الأموال التي يتم جمعها من خلال إصدار الأسهم أعلى من تكلفة الأموال التي يتم جمعها من إصدارات السندات.

### 5.4 (أ) خصائص أدوات الدين Characteristics of All Debt Instruments

وعند الحديث عن السندات وأدوات الدين طويلة الأجل الأخرى، لا بدّ من الإشارة إلى أنها تتشارك في العديد من الخصائص. يمكن وصف كل من السندات وأدوات الدين طويلة الأجل الأخرى على أنها التزامات دين تُلزم مُصدرها بسداد مبلغ محدد يُطلق عليه **المبلغ الأصلي Principal** (القيمة الصورية). وجميع الديون تخضع ل**تاريخ استحقاق Maturity date**؛ أي أنه يجب أن يتم سدادها في تاريخ محدد. وتُعد الديون الواجب سدادها بعد عام ديونًا طويلة الأجل. وقد يتراوح تاريخ استحقاق الديون ما بين بضع سنوات و20 سنة أو أكثر. من جهة أخرى، يتلقى مالكو أدوات الدين مدفوعات غالبًا ما يشار إليها بال**عائد**، ويمكن التعبير عنها على أنها **عائد حالي أو عائد حتى الاستحقاق Current yield or Yield to maturity**. وعادةً ما تكون هذه المدفوعات مبالغ ثابتة، ويشار إليها بال**قسمة Coupon**. ومن المهم التفرقة بين توزيعات الأرباح المدفوعة لحملة الأسهم العادية والممتازة والمتحصلة من عوائد الشركة وبين العائد لحملة السندات والذي يمثل أحد مصروفات الشركة.

بالإضافة إلى ذلك، تخضع جميع اتفاقيات الدين لأحكام وشروط **التعهد Indenture**، وهو عبارة عن وثيقة قانونية تنطوي على الشروط التي تستوجب على المدين الوفاء بها. ولعلّ أحد المتطلبات الأكثر شيوعًا هو **التعهد بالضمانات** التي سيتعيّن على المُقترض تقديمها للحصول على القرض. فعلى سبيل المثال، بهدف الحصول على قرض عقاري، يتعيّن على الفرد رهن مبنى أو قطعة أرض كضمان. ويمكن أيضًا رهن أصول أخرى، مثل الأوراق المالية أو المخزون الذي يملكه المُقترض، وذلك لضمان الحصول على القرض. وإذا ما **تخلّف Default** المُقترض عن سداد القرض (أي عجز عن دفع العائد أو عجز عن تلبية الشروط الأخرى الواردة في **التعهد**)، يجوز للدائن الاستحواذ على الضمان الذي قدّمه المدين، وبيعه بغرض استرداد المبلغ الأصلي.

ومن الأمثلة الأخرى على قيود القروض الشائعة نذكر القيود المفروضة على توزيعات الأرباح، والقيود المفروضة على إصدار الدين الإضافي، والشروط التي تقضي بدفع جزء من هذا القرض

**المبلغ الأصلي**  
المبلغ الواجب دفعه

**تاريخ الاستحقاق**  
التاريخ الذي يتوجب فيه سداد الدين

**عائد حالي أو عائد حتى الاستحقاق**  
معدل العائد على استثمار السندات

**القسمة**  
معدل العائد الذي يتقاضاه مالك السند

**التعهد**  
وثيقة تنطوي على شروط إصدار الدين

**التخلّف عن السداد**  
عدم استيفاء الشروط المحددة في عقد إصدار دين

بشكل دوري، فضلاً عن جميع الشروط الممكنة لقرض معين. وتجدر الإشارة إلى فرضية حصول اختلافات بسيطة بين اتفاقيات القروض، لا سيما وأنه يتم التفاوض على كل قرض على نحو منفصل. ولكن على الرغم من ذلك، تنطوي جميع الاتفاقيات على النقطة المحورية نفسها، والتي تتلخص في أنه يجوز للدائن إعلان تخلف المدين عن سداد الدين، وأن القرض بأكمله مستحق، وذلك في حال انتهاك الدائن أي جزء من اتفاقية القرض. ولا يقتصر التخلف عن السداد على مجرد عدم دفع العائد، بل يشمل أيضاً عدم الوفاء بأي حكم من أحكام العقد، حتى ولو في حال الالتزام بدفع العائد.



ما سبب تعيين حد معين على توزيعات الأرباح؟

إن من شأن عاملين اثنين التأثير على العائد المتوقع من أدوات الدين.

وينطوي العاملان المؤثران على العائد المتوقع من أدوات الدين على: عائد السوق المتوقع، والمخاطر المتصورة لقدرة الشركة على دفع عائد الدين والمبلغ الأصلي. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، مثل الأسهم الممتازة والسندات ذات السعر الثابت، لا تحمي من التضخم. إن من شأن ارتفاع معدلات التضخم أن يخفّض من القوة الشرائية الحقيقية للأرباح أو عائد القسيمة. إضافة إلى ذلك، قد يؤدي التضخم المتزايد إلى ارتفاع مدفوعات العائد للأوراق المالية الجديدة، ما يساهم بالتالي في انخفاض القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية الحالية ذات الدخل الثابت وذات معدل العائد المنخفض، بما في ذلك السندات والأسهم الممتازة. وتؤثر معدلات التضخم المرتفعة على الدخل الثابت والأوراق المالية طويلة الأجل، وذلك من خلال انخفاض القوة الشرائية للأرباح أو العائد، والتي بطبيعة الحال تسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم أو السند.



### مثال

فلنفترض أن سندات ذات معدل عائد ثابت بقيمة 1,000 ر.س. تدفع عائداً بقيمة 4% عندما يكون معدل التضخم 2%. في المقابل، فإن المستثمرين مستعدون لدفع 1,000 ر.س. للحصول على عائد، وذلك بعد النظر في احتمالية حدوث تضخم بنسبة 2%. وفي ظل ارتفاع التضخم إلى 3%، ما الخصم (والذي تبلغ قيمته أقل من القيمة الصورية) الذي قد يدفعه المستثمر مقابل السندات ذات السعر الثابت، وذلك للحفاظ على عائد 2% بعد التضخم؟

وعند معدل عائد يبلغ 4%، يتلقى المستثمر 40 ر.س. (1000 ر.س. × 4%) كل عام، في حين أن التضخم = 1,000 ر.س. × 2% = 20 ر.س.، لذلك يحصل المستثمر على 20 ر.س. فوق معدل التضخم (40 ر.س. - 20 ر.س.).

أما في حال بلوغ التضخم نسبة 3%، فسيحتاج الاستثمار إلى تحقيق عائد قدره 5% (عائد الاستثمار المطلوب هو: 3% تضخم + 2% عائد أعلى من التضخم) للحفاظ على 2%  $\left(\frac{20}{1000}\right)$  فوق التضخم.

وعليه، ستبقى قيمة الدفعة السنوية 40 ر.س.، وبالتالي سيكون السعر الجديد سعر السند الجديد بالريال السعودي × عائد الاستثمار المطلوب = الدفعة السنوية  
سعر السند الجديد بالريال السعودي × 5% = 40 ر.س.

$$\text{سعر السند الجديد بالريال السعودي} = \frac{40}{0.05} = 800 \text{ ر.س.}$$

أظهرت المعادلات أعلاه أن سعر السندات يمكن أن ينخفض إلى 800 ر.س.، إذا ما أراد المستثمر الحفاظ على عائد بنسبة 2% أعلى من عائد التضخم.

### جرب بنفسك



لدى إحدى الشركات سندات ذات معدل عائد ثابت بقيمة 1,000 ر.س. تدفع عائداً بقيمة 5% عندما يكون معدل التضخم 3%. في المقابل، فإن المستثمرين مستعدون لدفع 1,000 ر.س. للحصول على عائد، وذلك بعد النظر في احتمالية حدوث تضخم بنسبة 2%. وفي ظل انخفاض التضخم إلى 2%، ما العلاوة (والذي تبلغ قيمته أعلى من القيمة الصورية) التي قد يدفعها المستثمر مقابل السندات ذات السعر الثابت، وذلك للحفاظ على عائد بنسبة 2% بعد التضخم؟

---



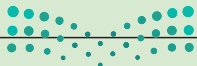
---



---



---



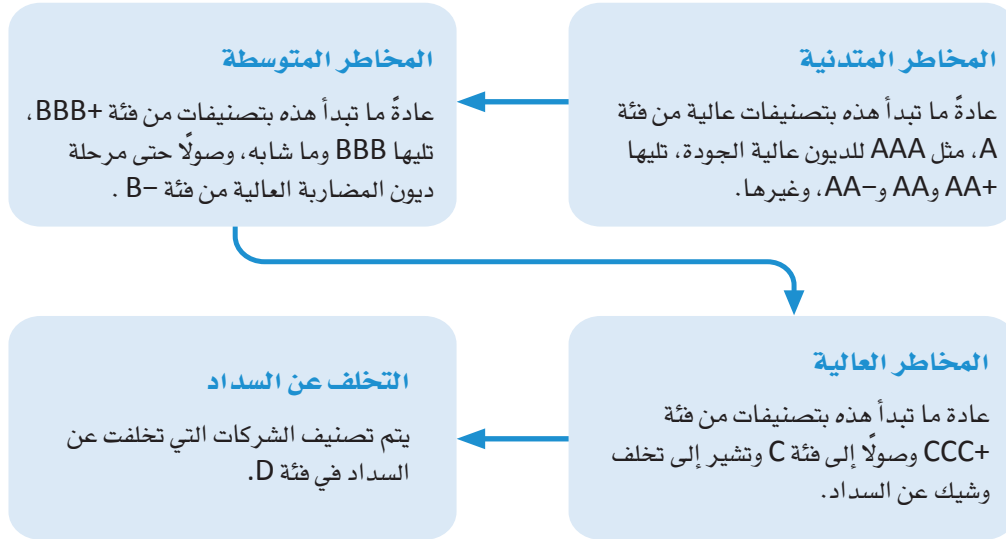
في المقابل، تنطوي خصائص جميع الديون على المخاطرة، بما في ذلك مخاطر عدم دفع العائد، ومخاطر عدم سداد المبلغ الأصلي، فضلاً عن مخاطر انخفاض سعر أداة الدين، ومخاطر تسبب التضخم في انخفاض القوة الشرائية لمدفوعات العائد وسداد المبلغ الأصلي. وكلما زادت المخاطرة من قدرة الشركة على دفع العائد والمبلغ الأصلي، ارتفع العائد المتوقع لذلك الدين.

### التصنيف الائتماني Credit ratings

تحدد وكالات التصنيف الائتماني تدابير المخاطر المتصورة للشركة. أمّا في المملكة العربية السعودية، فيتعيّن على وكالة **تصنيف ائتماني Credit ratings** معتمدة أن تحدّد التصنيفات الائتمانية، والتي بدورها تشمل الوكالات التي تم تأسيسها في المملكة العربية السعودية ووكالات التصنيف الائتماني الأجنبية. وقد تستخدم وكالات التصنيف أنظمة تصنيف مختلفة، ومنها:

#### تصنيف ائتماني

أنماط تصنيف تشير إلى المخاطر المرتبطة بأداة دين معيّنة



وبما أن خطر التخلف عن سداد الدين يرتبط بالديون منخفضة الجودة، فلن يشتري بعض المستثمرين والمنظمات المالية ديناً يحتل فئة ضعيفة من التصنيف الائتماني.

الآن، يعلم فهد جيداً أن الشركة إذا أصدرت سندات وتوقع الدائنون حلول التضخم، فسيطالبون بمعدل عائد أعلى للمساهمة في حماية قدرتهم الشرائية. بالإضافة إلى ذلك، لم يسبق أن أصدرت الشركة التي يعمل فيها فهد أوراقاً مالية من قبل، لذلك فليس لديها أي تصنيف ائتماني. وبالتالي، يعلم فهد أيضاً أنه في حال باعت شركته السندات، فمن الممكن أن يُعاد بيعها في السوق الثانوية بعلاوة أو بخسّم.

يستفيد الأفراد الذين يستثمرون في السندات من إحدى خصائص ديون السندات التي تعوّض جزئياً عن مخاطر تقلبات الأسعار، وهي أنه عندما يبلغ الدين الاستحقاق في نهاية المطاف، ينبغي



دفع المبلغ الأصلي. وإذا تراجع السعر وتم بيع أداة الدين بخصم، فسيرتفع سعر السند عندما يقترب من الاستحقاق. وعند حلول تاريخ الاستحقاق، ينبغي للشركة أن تدفع للمستثمر كامل المبلغ الأصلي. ويظهر الشكل 4.4 شراء سهم في السوق المفتوحة بخصم يبلغ 90 ر.س.، ويبدأ السهم بالاقتراب من القيمة الصورية فيما يقترب من الاستحقاق.



**الشكل 4.4**  
سند بخصم يقترب من الاستحقاق

## 5.4 (ب) أنواع سندات الشركات Types of Corporate Bonds

تتعرض كل السندات لمستوى ما من المخاطر. وترتبط السندات المضمونة بأحد الأصول الذي يُستخدم كرهن لضمان القرض، وتعرض المستثمر بالتالي لمخاطر أقل، مقارنةً بالسندات غير المضمونة. ويظهر الشكل 5.4 أنواع سندات الشركات وخصائصها ومخاطرها بالنسبة إلى المستثمرين.

أنواع السندات	الخصائص	الخطر بالنسبة إلى المستثمر
سندات رهن عقاري Mortgage bonds	يتم رهنها بعقار ما، مثل مبنى معين.	خطر متدنٍ
أوراق مالية مضمونة بأصول Asset-backed securities	يتم إصدارها لتمويل نشاطات تولّد الإيرادات. فمثلاً، يمكن إصدارها لتمويل إنشاء مواقف للسيارات، على أن يكون الرهن عبارة عن رسوم ركن السيارات. وإذا عجز المصدر عن تسديد الدفعات المطلوبة لهذه السندات المضمونة، يمكن أن يستحوذ المستثمرون على الأصول المحددة ليتم استخدامها لاسترجاع الأموال المستحقة.	خطر متدنٍ
الصكوك Sukuk	وهي عبارة عن أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتشبه الأوراق المالية المضمونة بأصول. ويحصل المستثمر على جزء من ملكية أصول المصدر، ما يحقق له عائداً يعتمد على معدل العائد السنوي للورقة المالية، وذلك إلى حين حلول تاريخ استحقاق الصك.	خطر متدنٍ
سندات قابلة للتحويل Convertible bonds	تتيح لمالكيها إمكانية تحويلها إلى عدد محدد سابقاً من الأسهم العادية باتباع نسبة تحويل معيّنة.	خطر متدنٍ

**الشكل 5.4**  
أنواع سندات الشركات

### سندات رهن عقاري

سندات مضمونة بعقار ما

### أوراق مالية مضمونة بأصول

سندات يتم إصدارها لتمويل نشاطات تولّد الإيرادات

### سندات قابلة للتحويل

سندات يمكن تحويلها إلى (استبدالها بـ) أسهم على أن يعود الخيار إلى مالك السندات

الخطر بالنسبة إلى المستثمر	الخصائص	أنواع السندات
خطر متدنٍ	تختلف الدفعات المرتبطة بهذه السندات بحسب تغير معدل التضخم أو تغيرات معدلات العائد في السوق، وتعرف أيضًا بسندات بمعدل عائد عائِم.	سندات بمعدل عائد متغير Variable interest Rate bonds
خطر متدنٍ	تُباع بخصم على القيمة الصورية، ويتم تحديد الخصم وفق المدة الزمنية بين الإصدار والاستحقاق، ووفق العائد المحدد الذي سيتراكم. وعند الاستحقاق، يحصل المستثمر على قيمة السند الصورية.	السندات الصفرية Zero coupon bonds
خطر	سندات غير مضمونة تستند إلى الائتمان العام للشركة.	سندات الديون غير المضمونة Debentures
خطر عالٍ	سندات دين منخفضة الجودة، تصنّف ما دون فئة BBB، وغالبًا ما تخضع لسائر ديون الشركة. وتعرف أيضًا بالسندات عالية المخاطر.	سندات ذات عائد مرتفع High-yield securities (junk bonds)

### سندات بمعدل عائد متغير

أدوات دين طويلة الأجل، تختلف دفعات عائدها بحسب تغيرات معدلات العائد قصيرة الأجل أو تغيرات معدلات العائد في السوق

### السندات الصفرية

سندات يتم بيعها أساسًا بخصم ويتراكم عليها العائد، ويتم دفعها عند الاستحقاق

### سندات الديون غير المضمونة

سندات غير مضمونة تستند إلى الائتمان العام للشركة

### سندات ذات عائد مرتفع

(سندات عالية المخاطر)

سندات دين منخفضة الجودة تتميز بعوائد مرتفعة وبارتفاع خطر التخلف عن السداد



ما الحماية التي توفرها السندات ذات معدل العائد العائِم؟



## تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تعتمد الحكومة السعودية إلى تصنيف الشركات ائتمانياً.  
صواب / خطأ
2. إذا ارتفعت معدلات العائد بسبب التضخم:  
أ. ترتفع أسعار السندات والأسهم الممتازة.  
ب. يرتفع سعر السندات بينما يتراجع سعر الأسهم الممتازة.  
ج. يتراجع سعر السندات والأسهم الممتازة.  
د. يتراجع سعر السندات بينما يرتفع سعر الأسهم الممتازة.
3. تتيح السندات القابلة للتحويل لمالكيها إمكانية تحويلها إلى عدد محدد سابقاً من الأسهم العادية.  
صواب / خطأ
4. أي من السندات التالية تستند إلى رهن؟  
أ. السندات غير المضمونة.  
ب. سندات الدخل.  
ج. سندات الرهن العقاري.  
د. سندات الديون غير المضمونة.







## 6.4 السداد المبكر للدين

ويتلخص مفهوم **السداد المبكر للدين Retiring debt** في إيفاء المُقترض بدينه بالكامل. وبطبيعة الحال، يعلم فهد أن أي دين صادر عن شركته يجب سداه في النهاية، ويجب فعلياً أن يتحقق هذا السداد قبل تاريخ الاستحقاق. وعندما يتم إصدار السند، عادةً ما يتم تحديد أسلوب معين لسداد الدين بشكل دوري، إذ إنه من النادر سداد إصدارات الديون دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق النهائي. وبدلاً من ذلك، يتم سداد جزء صغير من الإصدار بانتظام كل عام. ويمكن تحقيق هذا السداد المنتظم من خلال إصدار السندات بشكل تسلسلي. وإضافةً إلى ذلك، قد تؤدي التغييرات الجذرية في معدلات العائد إلى قيام الشركة بسداد السندات قبل استحقاقها، وذلك عبر إعادة شراء الدين أو استدعائه.

وعليه، إذا ارتفعت معدلات العائد وانخفضت أسعار السندات، فقد تقوم الشركة التي يعمل فيها فهد إلى تسديد الدين عبر إعادة شرائه. وبذلك، يمكن لفهد إعادة شراء السندات من وقت إلى آخر، وذلك بدون علم بائعيها بأن الشركة تشتريها وتسدها. وقد تعلن هذه الشركة أيضاً عن نيّتها في شراء السندات وسداها بسعر محدد. كما يجوز لمالكي السندات بيع سنداتهم بالسعر المحدد.

### مثال

إذا تم بيع السندات بخضم، فستتمتع الشركة التي يعمل فيها فهد بميزة استدعاء الديون. وإذا تم بيع سند قيمته الصورية تبلغ 1,000 ر.س. حالياً مقابل 800 ر.س.، فستخفّض الشركة التي يعمل فيها فهد ديونها بمقدار 1,000 ر.س.، وذلك بدفع 800 ر.س. نقداً فقط. وعليه، فإنه قد تم توفير 200 ر.س. من شراء الديون وسداها بخضم. ويُصنّف هذا الربح كعائد لمساهمي الشركة.

يعلم فهد أن هذه الاستراتيجية قد تبدو أسلوباً محبباً لسداد الديون. ومع ذلك، فإن استخدام المال لإعادة شراء الديون هو قرار استثماري تماماً مثل شراء المصانع والمعدات. وإذا قامت الشركة بإعادة شراء الديون، فلا يمكنها استخدام الأموال لأغراض أخرى. وبالتالي، يحتاج فهد إلى تحديد الاستخدام الأفضل للمال، إما عبر شراء أصول أخرى تولد الإيرادات أو سداد الدين.

## 6.4 (أ) استدعاء الدين Calling the Debt

في المقابل، تتسم بعض السندات بميزة **الاستدعاء Call feature**، والتي بدورها تسمح للمُصدر باسترداد السند قبل الاستحقاق. وقد يكون من المفيد للشركة أحياناً إصدار سند جديد بمعدل عائد أقل إذا ما انخفضت معدلات العائد بعد إصدار السند، ليتم من بعدها استخدام العائدات لسداد السندات القديمة ذات معدل العائد الأعلى. وعليه، تقوم الشركة

### ميزة الاستدعاء

حق المدين في سداد (استدعاء) السند قبل تاريخ الاستحقاق

"باستدعاء" السند القديم وسداده. ولكن رغم ما تحمله هذه الميزة من منافع للشركات، فإنها تضر مالكي السندات، إذ تفقدتهم الأدوات ذات العوائد الأعلى. لذلك، عادةً يتم فرض غرامة على ميزة الاستدعاء، كأن تدفع الشركة العوائد المفروضة لمدة عام، وذلك لحماية الدائنين.

### مثال

إذا كان معدل العائد على الإصدار الأولي يساوي 9%، فسيتمتع على الشركة دفع 1,090 ر.س. لاستدعاء ديون بقيمة 1,000 ر.س. وفي حين أن مثل هذه الغرامة تحمي مالكي السندات، يبقى باستطاعة الشركة إعادة التمويل إذا انخفضت معدلات العائد بما يكفي لتبرير دفع غرامة الاستدعاء.

## 6.4 (ب) الأوراق المالية الحكومية Government Securities

لا يقتصر إصدار مجموعة متنوعة من أدوات الدين على الشركات فقط، إذ تلجأ الحكومات إلى هذا الخيار بغية جمع رأس المال اللازم للاستثمار، وذلك من خلال التمويل من الأفراد والشركات والحكومات الأخرى. وتتشابه هذه الأوراق المالية مع ديون الشركات من حيث السمات العامة؛ حيث يعتمد كل منهما على دفع العائد وسداد الدين بالكامل خلال وقت محدد في المستقبل. وفي حال كانت الأوراق المالية قابلة للاسترداد، فغالبًا ما يتم إصدار الدين بشكل تسلسلي، حيث تستحق كل سلسلة بشكل دوري. أما الحكومات، فتصدر أوراقًا مالية متنوعة ما بين قصيرة الأجل وطويلة الأجل. وغالبًا ما تركز هذه الأوراق المالية على التمويل قصير الأجل إلى متوسط الأجل، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى أن معدلات العائد على الديون قصيرة الأجل عادةً ما تكون أقل من معدلات العائد على الديون طويلة الأجل.

1. أوراق الخزينة Treasury Notes: الأوراق المالية الحكومية التي تستحق خلال 10 سنوات أو أقل.
2. سندات الخزينة Treasury Bonds: الأوراق المالية التي تستحق خلال أكثر من 10 سنوات.
3. أذونات الخزينة Treasury Bill: تستحق في أقل من سنة.

ويؤدّي المركز الوطني السعودي (NDMC) لإدارة الدين دورًا في تأمين الاحتياجات التمويلية للمملكة العربية السعودية بتكلفة عادلة ومستويات مخاطر مقبولة. ويعمل المركز الوطني لإدارة الدين على:

- تأمين الاحتياجات التمويلية للمملكة العربية السعودية بأفضل التكاليف الممكنة من خلال إصدار الأوراق المالية على المدى القصير والمتوسط والطويل.
- تطوير خطة اقتراض سنوية للمملكة العربية السعودية تُعنى بالتعامل مع إرشادات إدارة الديون، وإدارة المخاطر، والجدول الزمني لإصدارات الصكوك المحلية، وإرشادات إصدار الديون.

- هيكله نشاطات الاقتراض الخاصة به لإصدار الأوراق المالية على الصعيدين المحلي والدولي.

ويتم إصدار الصكوك للسوق المحلية، أمّا التمويل الدولي فيتم من خلال الصكوك وأوراق الخزينة متوسطة الأجل المقدمة بعمليتي الدولار واليورو.

وتعدّ الأوراق المالية الحكومية من بين الاستثمارات الأكثر أماناً، ويتم تصنيفها من قبل وكالات التصنيف نفسها التي توظّف لتصنيف الأوراق المالية المؤسسية، ورغم اعتبارها خالية من المخاطر إلى حدّ ما، فلا يلغي ذلك احتمال تعرض المستثمر للخسارة، فقد تؤدي التغييرات في معدل العائد الحالي مثلاً إلى تقلّب أسعارها. كما يمكن للمستثمر شراء الأوراق المالية الحكومية فينخفض سعرها في السوق. ولا بدّ أن نذكر أيضاً المخاطر المرتبطة بأسعار الصرف. ويقوم المركز الوطني لإدارة الدين بتقييم مخاطر الصرف لقضايا الديون الدولية، إذ يرتبط الريال السعودي بالدولار الأمريكي، وبالتالي يرتبط الصرف بمخاطر متدنية. في المقابل، تعوم قيمة اليورو مقابل الريال السعودي بحسب أسواق الصرف، فإذا ارتفع اليورو، تطلب الأمر بطبيعة الحال مزيداً من الريالات السعودية لتسديد القرض المُقوّم باليورو. أما إذا انخفض اليورو، فسيطلب الأمر ريالات سعودية أقل لتسديد القروض.

وبهذا الصدد، علم فهد أن معدلات العائد على الأوراق المالية الحكومية الخالية من المخاطر تؤثر على العائدات المتوقعة على الأوراق المالية للشركة، وذلك نظراً إلى أن مخاطرها عادةً ما تكون أكبر. وعليه، فإنه يراقب الأسعار التي تقدمها أدونات الخزينة الخاصة بالحكومة السعودية لتحديد العائد الذي ستحتاج الشركة التي يعمل فيها إلى تقديمه لأوراقها المالية.

## 6.4 (ج) الدين القومي National Debt

يُعرّف الدين القومي **National debt**، والذي يسمّى أيضاً الدين الحكومي أو الدين العام، بأنه إجمالي التزامات الدولة المعلقة. بمعنى آخر، تقترض الدول الأموال لتغطية العجز في الدخل القومي من الضرائب والمصادر الأخرى من جهة، والنفقات الوطنية من جهة أخرى. وقد تقترض الدول أيضاً للاستثمار في تحقيق التنمية والتطور، مثل بناء البنية التحتية.

ويُعدّ الدين الإجمالي أقل أهمية من نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة، على النحو الذي تحدده نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. وفي المملكة العربية السعودية، يُعنى المركز الوطني لإدارة الدين بمراقبة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي والإشراف عليه. ففي العام 2020م، بلغت نسبة الدين 32.4% وكان من المتوقع أن تنخفض إلى 25.9% بحلول العام 2022م. وقد تمتلك الدول الأخرى نسباً عالية جداً من الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. أما في العام 2020م، فبلغت النسبة في اليونان أكثر من 225% وفي الولايات المتحدة 119%.

وقد تشير المستويات العالية من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى مخاطر مالية، ما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض للدولة.



## تمريبات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. يتسم العديد من السندات بميزة الاستدعاء، التي تسمح للشركة باسترداد السندات قبل استحقاقها.
2. إذا ارتفعت معدلات العائد بعد إصدار السند، فقد يكون من المفيد للشركة سحبه. صواب / خطأ
3. يجوز سداد السندات قبل استحقاقها عن طريق (1) إعادة الشراء، (2) الإصدار الجديد، (3) ميزة الاستدعاء:
  - أ. 1 و 2
  - ب. 1 و 3
  - ج. 2 و 3
  - د. 1، 2، و 3
4. تسمح ميزة الاستدعاء للمصدر باسترداد السند قبل الاستحقاق. صواب / خطأ
5. يُعتبر الدين الإجمالي أقل أهمية من نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة. صواب / خطأ





وفي الختام، نستنتج أنه يتعين على فهد تقييم بدائل متعددة لتطوير استراتيجية التمويل في الشركة التي يعمل فيها. وتمثل أسهم الملكية (حقوق المساهمين) في الشركة. ويُعد مالكو الأسهم العادية المالكين المتبقين، إلا أنهم يتمتعون بحق المطالبة النهائية بأرباح الشركة وأصولها، وذلك بعد وفائها بالتزاماتها تجاه الدائنين ومالكي الأسهم الممتازة. بالإضافة إلى ذلك، يحق لمالكي الأسهم العادية اختيار أسهمهم وانتخاب مجلس إدارة الشركة. وبمجرد أن تحقق الشركة أرباحًا، يتم توزيعها أو الإبقاء عليها. وإذا ما اختارت المنظمة الإبقاء على أرباحها، تصبح هذه الخطوة مصدرًا مهمًا لتمويل الشركات وزيادة استثمار مالكي الأسهم في الشركة. ويمكن استخدام الأرباح المُبقاة لتمويل النمو المستقبلي أو لسداد الديون الحالية.

وتقوم العديد من الشركات بتوزيع جزء من أرباحها كأرباح نقدية. في حين يختار البعض الآخر دفع التوزيعات السهمية. وتسهم هذه الخطوة في زيادة عدد الأسهم من دون التقليل من أصول الشركة. في المقابل، تساهم تجزئة الأسهم في تغيير عدد الأسهم المتداولة؛ وكما الحال مع التوزيعات السهمية، لا تغير تجزئة الأسهم معطيات قسم حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، كما لا تؤثر في أصول الشركة والتزاماتها، ولا في قدرة الشركة على تحقيق الأرباح. ويؤثر كل من تجزئة الأسهم والتوزيعات السهمية على سعر السهم، وذلك بحسب عدد الأسهم التي تم إصدارها. ويمكن للشركات أن تختار إعادة شراء الأسهم كبديل لتوزيع الأرباح النقدية. أما إذا ما أراد مالكو الأسهم الحاليون الإبقاء على ملكيتهم في الشركة، فقد يختارون عدم بيع أسهمهم.

في المقابل، تشبه الأسهم الممتازة السندات أكثر من الأسهم العادية.

فالسهم الممتاز:

1. يدفع الأرباح الثابتة التي قد تتراكم إذا لم يتم دفعها.
2. سهم دائم، وفي هذه الحالة لا يتعين على الشركة أبدًا سداها.
3. قد يكون قابلاً للاستدعاء.

إلا أن الإصدارات الأخرى، بما في ذلك السندات، تخضع لحكم سداد إلزامي يلزم بسداد المبلغ الأصلي خلال تاريخ محدد. وتُعد الأرباح المدفوعة لمالكي الأسهم الممتازة توزيعات الأرباح. وعلى عكس مدفوعات العائد لمالكي السندات، فإن الأرباح الممتازة ليست نفقات معفاة من الضرائب. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه من شأن عدم وجود خصم ضريبي أن يحد من جاذبية الأسهم الممتازة للمُصدرين.

ونظرًا إلى أن الأسهم الممتازة تدفع أرباحًا ثابتة، فإن تقييمها هو تقييم السند نفسه. وتؤدي معدلات العائد المرتفعة إلى انخفاض أسعار الأسهم الممتازة، لكن معدلات العائد المنخفضة تؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأسهم. ويعتمد تحليل الأسهم الممتازة على قدرة الشركة على تغطية (أي دفع) التوزيعات.



وقد تصدر الشركة مجموعة متنوعة من السندات، تتنوع ما بين سندات الوهن العجباري

المضمونة وغير المضمونة. وتنص شروط كل إصدار لسند على إلزامية وجود قسيمة بمعدل

عائد وتاريخ الاستحقاق. أمّا المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات، فتتطوي على التخلف عن سداد العائد والمبلغ الأصلي، فضلاً عن زيادة معدلات العائد التي تقلل من القيمة السوقية الحالية للسندات، وخسارة القدرة الشرائية بسبب التضخم. وقد تكون السندات أيضاً قابلة للاستدعاء، ما يسمح للمصدر بدفع كامل الإصدار قبل تاريخ الاستحقاق. وإذا ارتفعت معدلات العائد وسببت انخفاض سعر السندات، فسيكون من الأفضل للمصدر إعادة شرائها بدلاً من استدعائها ومن ثم سدادها بالكامل بقيمتها الصورية.

من ناحية أخرى، تصدر الحكومات والشركات السندات، فتتمثل الميزات والمخاطر العامة المرتبطة بالاستثمار في السندات الحكومية وفي السندات المؤسسية. ويعتمد معدل العائد على الأوراق المالية الحكومية على المخاطر المفترضة للسندات، بما في ذلك نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي.

1. اشرح خصائص الأسهم العادية.

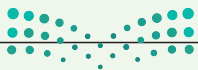
الأسئلة



2. اشرح الأثر المترتب على الميزانية العمومية للشركة من جراء الإبقاء على الأرباح مقابل دفع التوزيعات النقدية.

3. حدّد التواريخ المهمة لتوزيعات الأرباح النقدية.

4. قارن بين أثر كل من التوزيعات النقدية والتوزيعات السهمية وتجزئة الأرباح على الميزانية العمومية للشركة.



5. عدّد خصائص الأسهم الممتازة.

---

---

---

---

6. اشرح الخصائص العامة للسندات.

---

---

---

---

7. اشرح العلاقة بين تغيرات معدلات العائد وأسعار الأسهم الممتازة والسندات.

---

---

---

---

8. عدّد أنواع سندات الشركات.

---

---

---

---

9. اشرح كيف يمكن لنسبة دين إحدى الدول إلى ناتجها المحلي الإجمالي أن يؤثر في تكاليف اقتراضها.

---

---

---

---

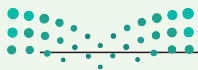
10. تريد شركة البناء السعودية أن تصدر سندات جديدة، مع العلم بأن تصنيفها الائتماني تغيّر من AA إلى AA+ كيف سيؤثر ذلك في العائد الذي يتوقعه المستثمرون من إصدار هذه السندات الجديدة؟

---

---

---

---



## التمرينات



1. تكسب شركة البناء السعودية 9 ر.س. عن كل سهم، وتبيعه مقابل 90 ر.س.، وتدفع توزيعات أرباح بقيمة 6 ر.س. للسهم. وتظهر أدناه الميزانية العمومية لهذه الشركة:

جميع الأرقام بالريال السعودي (بالملايين)	
بداية السنة	الميزانية العمومية
150	الأصول
	الالتزامات وحقوق الملاك
60	الدين
	حقوق المساهمين
x	رأس مال الأسهم
40	الأرباح المُبقاة
150	

أ. ما مبلغ رأس مال الأسهم في شركة البناء السعودية؟

ب. ما نسبة دفع العوائد في شركة البناء السعودية؟

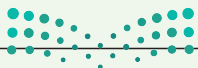
ج. إذا تمت تجزئة الأسهم باعتماد سهمين مقابل السهم، فكم سيكون السعر الجديد للسهم؟

د. ما سعر سهم شركة البناء السعودية عند دفع الأرباح؟

هـ. في العام المقبل، تخطط شركة البناء السعودية لاستخدام جميع أرباحها السنوية لدفع الأرباح النقدية. كيف سيغيّر ذلك الإيرادات المُبقاة؟

2. أصدرت شركة البناء السعودية سنداً ذا سعر ثابت بقيمة 1,000 ر.س. يحقق عائداً بنسبة 3.5% عندما يبلغ معدل التضخم 2.5%. إذا ارتفع معدل التضخم إلى 3.5%، فكم سيكون الخصم الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه لكي يحافظ السند ذو السعر الثابت على عائد بنسبة 1% بعد التضخم؟

3. لمَ قد تتظر شركة البناء السعودية في إصدار السندات بدلاً من الأسهم الممتازة؟





### أسئلة المراجعة

اختر الإجابة الصحيحة.

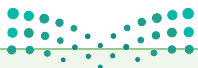
1. ينتخب مالكو الشركة مجلس الإدارة.  
صواب / خطأ
2. أي مما يلي يُعدّ من حقوق المساهمين؟ 1. الاستثمارات، 2. رأس المال الإضافي المدفوع، 3. الأرباح المُبقاة.  
أ. 1 و2  
ب. 1 و3  
ج. 2 و3  
د. 1، 2، و3
3. تخفض التوزيعات النقدية من قدرة الشركة على زيادة الأصول.  
صواب / خطأ
4. رسوم المعاملات المالية هي الرسوم المرتبطة بالبيع والشراء في سياق المعاملات المالية.  
صواب / خطأ
5. تؤدي إعادة شراء الأسهم إلى:  
أ. زيادة الأرباح لكل سهم.  
ب. خفض الأرباح لكل سهم.  
ج. زيادة الالتزامات.  
د. خفض الالتزامات.
6. تتجه شركات الاستثمار إلى شراء الأسهم الممتازة أكثر من الأفراد.  
صواب / خطأ
7. الوثيقة التي تحدد شروط السند هي التعهد.  
صواب / خطأ
8. أذونات الخزينة هي سندات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها لأقل من سنة.  
صواب / خطأ
9. الأوراق المالية الحكومية: 1. تحقق عائداً، 2. ينبغي سدادها بالكامل في وقت محدد في المستقبل، 3. قد تكون قابلة للسحب.  
أ. 1 و2  
ب. 1 و3  
ج. 2 و3  
د. 1، 2، و3



المصطلحات  
الرئيسية



المصطلح	التعريف
القيمة المتبقية (الصافية) / Residual claim	مطالبة بسهم من الأرباح بعد سداد الدين.
الأسهم العادية / Common stock	ورقة مالية تمثل ملكية في شركة؛ يتمتع مالكو الأسهم العادية بمطالبة نهائية بأصول الشركة وأرباحها بعد وفاء الشركة بالتزاماتها تجاه الدائنين ومالكي الأسهم الممتازة.
مجلس الإدارة / Board of directors	مجموعة من الأعضاء ينتخبهم مالكو الأسهم، تتحمل المسؤولية أمامهم بتحديد سياسة الشركة واختيار المديرين المناسبين لإدارة الشركة.
النظام التأسيسي أو النظام الداخلي / Articles of association or Articles of incorporation	قوانين داخلية أو إجراءات تتبعها الشركة المساهمة.
أسهم الخزينة / Treasury shares	أسهم تحتفظ بها الشركة لاستخدامها، مثل أسهم الموظفين.
نشرة الإصدار / Prospectus	وثيقة تقدم معلومات بشأن استثمار معين، مثل السهم أو صندوق الاستثمار المشترك.
الأرباح المُبقاة / Retained earnings	الربح المتراكم بعد دفع التوزيعات.
حقوق الأولوية / Preemptive rights	الحق الذي يضمن لمالكي الأسهم الحاليين بالاحتفاظ بنسبة ملكيتهم في الشركة.
حقوق الأولوية المتداولة / Tradable rights	الحق الذي يضمن لمالكي الأسهم الحصول على أسهم جديدة يتم عرضها بالتزامن مع زيادة رأس المال، مثل بيع أسهم جديدة.
الاستحواذ / Acquisition	شراء شركة لشركة أخرى.
توزيعات الأرباح النقدية / Cash dividends	توزيع الأرباح عبر دفع مبالغ نقدية لمالكي الأسهم.





المصطلح	التعريف
رسوم المعاملات المالية / Financial transaction costs	الرسوم المرتبطة بالبيع والشراء في سياق المعاملات المالية.
نسبة دفع العوائد / Payout ratio	نسبة توزيعات الأرباح إلى ربحية كل سهم.
العائد / Yield	يتمثل العائد على السهم في ربح السهم مقسومًا على سعر السهم الحالي.
تاريخ التسجيل / Date of record	اليوم الذي ينبغي فيه للمستثمر أن يكون مالكًا للسهم لكي يحصل على الأرباح.
سهم بدون حصة التوزيعات / Ex dividend	سهم يتم شراؤه من دون دفع أي توزيعات أرباح.
تاريخ الدفع أو تاريخ التوزيع / Pay date or distribution date	اليوم الذي يتم فيه دفع توزيعات الأرباح لمالكي الأسهم.
التوزيعات السهمية / Share dividends	التوزيعات التي يتم دفعها لمالكي الأسهم على شكل أسهم، وذلك بدلًا من توزيع الأرباح نقدًا.
تخفيف قيمة الأسهم / Dilution	تراجع الأرباح للسهم بسبب إصدار أسهم إضافية.
تجزئة الأسهم / Stock split	زيادة رأس المال من خلال تغيير عدد الأسهم المتداولة.
الأسهم الممتازة / Preferred stock	تعتبر من فئة الأسهم التي تتمتع بالمطالبة بأرباح الشركة وأصولها قبل الأسهم العادية.
المبلغ الأصلي / Principal	المبلغ الواجب دفعه.
تاريخ الاستحقاق / Maturity date	التاريخ الذي يتوجب فيه سداد الدين.



المصطلحات  
الرئيسية



المصطلح	التعريف
عائد حالي أو عائد حتى الاستحقاق / Current yield or yield to maturity	معدل العائد على استثمار السندات.
Coupon / القسيمة	معدل العائد الذي يتقاضاه مالك السند.
Indenture / التعهّد	وثيقة تنطوي على شروط إصدار الدين.
Default / التخلف عن السداد	عدم استيفاء الشروط المحددة في عقد إصدار دين.
تصنيف ائتماني / Credit ratings	أنماط تصنيف تشير إلى المخاطر المرتبطة بأداة دين معينة.
سندات رهن عقاري / Mortgage bonds	سندات مضمونة بعقار ما.
أوراق مالية مضمونة بأصول / Asset-backed securities	سندات يتم إصدارها لتمويل نشاطات تولّد الإيرادات.
سندات قابلة للتحويل / Convertible bonds	سندات يمكن تحويلها إلى (استبدالها ب) أسهم على أن يعود الخيار إلى مالك السندات.
سندات بمعدل عائد متغير / Variable interest rate bonds	أدوات دين طويلة الأجل، تختلف دفعات عائدتها بحسب تغيرات معدلات العائد قصيرة الأجل أو تغيرات معدلات العائد في السوق.
السندات الصفرية / Zero coupon bonds	سندات يتم بيعها أساسًا بخصم ويتراكم عليها العائد، ويتم دفعها عند الاستحقاق.
سندات الديون غير المضمونة / Debentures	سندات غير مضمونة تستند إلى الائتمان العام للشركة.
سندات ذات عائد مرتفع (سندات عالية المخاطر) / High-yield securities (junk bonds)	سندات دين منخفضة الجودة تتميز بعوائد مرتفعة وبارتفاع خطر التخلف عن السداد.



المصطلح	التعريف
السداد المبكر للدين / Retiring debt	عندما يسدد المُقترض دينه بالكامل.
ميزة الاستدعاء / Call feature	حق المدين في سداد (استدعاء) السند قبل تاريخ الاستحقاق.
الدين القومي / National debt	إجمالي التزامات الدولة المعلّقة.

### المصطلحات الرئيسية



سعر السهم بعد التجزئة = سعر السهم قبل التجزئة × نسبة معادلة التجزئة

$$\text{نسبة دفع العوائد} = \frac{\text{توزيعات الأرباح لكل سهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

$$\text{سعر السند الجديد بالريال السعودي بعد التضخم} = \frac{\text{الدفعة السنوية بالريال السعودي}}{\text{عائد الاستثمار المطلوب}}$$

### المعادلات الأساسية



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 1.4 : مشكلات مرتبطة بأسهم الشركات

يخطط مطعم ناجح متوسط الحجم متخصص في تقديم الدجاج المشوي في التوسع في مدن سعودية عدة. وسيطلب ذلك رأس مال جديد لشراء الأصول كالمباني والمعدات ومخزون المطاعم. ويعتقد صاحب الشركة بأنه سيحقق أرباحاً أكثر بعد أربع سنوات من التوسع. ويُعدّ المطعم شركة مساهمة منذ خمسة أعوام، ويتمتع بمجلس إدارة. ويشتمل مساهمو الشركة حالياً على المستثمرين الحاليين، لكن الشركة تخطط لإصدار أسهم عادية وعرضها على عامة الناس من أجل تمويل نشاطات التوسع.

#### المطلوب

1. اشرح تداعيات إصدار الشركة لأسهم عادية وعرضها لعامة الناس.

---

---

---

---

---

2. هل توصي بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين العاديين خلال الأعوام الأربعة القادمة أم لا؟

---

---

---

---

---

3. قيم مزايا وعيوب إصدار التوزيعات النقدية مقارنة بالتوزيعات السهمية بعد تحقيق الشركة أرباحاً بعد التوسع.

---

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 2.4: الأسهم العادية مقابل الأسهم الممتازة

يسعى صديقك زياد إلى الحصول على دخل إضافي عن طريق الاستثمار في الأسهم. وقد قيّم عددًا من الشركات ونظر في خيارين. ويقتضي الخيار الأول شراء أسهم عادية من شركة دفعت التوزيعات بانتظام خلال السنوات الخمس الماضية. ويفكر أيضًا في شراء أسهم ممتازة من شركة مختلفة. ويريد زياد استشارتك بشأن هذين الخيارين.

#### المطلوب

1. اشرح لزياد مزايا وعيوب شراء المستثمر للأسهم العادية.

---

---

---

---

---

2. اشرح لزياد مزايا وعيوب شراء المستثمر للأسهم الممتازة.

---

---

---

---

---

3. قدّم لزياد توصية مع التعليل.

---

---

---

---

---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 3.4: السندات

يناقش المديرون في شركة سعودية كبيرة مختصة بتجارة التجزئة إن كان يتعين عليهم خفض الدين قصير الأجل ومتوسط الأجل في البنك عبر إصدار السندات. مع العلم أنّ هذه الشركة هي شركة مساهمة ولها عدة فروع ومبان. وتحظى بتصنيف ائتماني من فئة BBB+. على نحو آخر، يعتقد بعض أعضاء الفريق بأن التضخم سيزداد في المستقبل.

#### المطلوب

1. اشرح لفريق قسم الإدارة مزايا وعيوب إصدار السندات.

---

---

---

---

---

2. اشرح مختلف أنواع السندات التي يمكن للشركة إصدارها. إلام يشير تصنيف BBB+؟

---

---

---

---

---

3. أذكر مزايا وعيوب سداد أو استدعاء السندات المُصدرة.

---

---

---

---

---





## حالة دراسية : مصادر التمويل

تريد فاطمة، وهي المدير التنفيذي لشركة اتصالات، أن تساهم في تحقيق هدف رؤية السعودية 2030 المتمثل في توفير تغطية واسعة النطاق وفائقة السرعة لتقنية الجيل الخامس في أرياف المملكة العربية السعودية. وستحتاج شركة فاطمة المساهمة إلى إنشاء أبراج تغطية خلوية جديدة ونقاط ساخنة جديدة للهواتف الجوال في المناطق النائية. ويتطلب ذلك من الشركة البحث عن مصادر تمويل جديدة. وتعمل فاطمة حالياً مع سعد، وهو المدير المالي، على تطوير خطة تمويل لعرضها على مجلس الإدارة في الشركة.

ويريد المجلس أن يضمن حصول المساهمين الحاليين على فرصة للحفاظ على نسبهم الحالية من التصويت. وقد تكون البنوك السعودية من المستثمرين المحتملين، لكن فاطمة تخشى أن يفقد المساهمون الحاليون السيطرة على الشركة إذا ما أصبحت البنوك من المساهمين الكبار في الشركة. وقد حققت شركة فاطمة الأرباح في الفترة الأخيرة ودفعت الأرباح دورياً بشكل نصف سنوي، وأدى ذلك إلى ارتفاع سعر أسهم الشركة مقارنة بشركات الاتصالات الأخرى. وتحظى الشركة أيضاً بتصنيف ائتماني قوي لدى وكالات التصنيف السعودية والدولية، غير أن هذا التوسع نحو أرياف المملكة العربية السعودية يزيد من مخاطر الشركة.

أما سعد فحدد عدداً من البدائل لتمويل هذا التوسع، وتشمل:

1. تعليق دفع توزيعات الأرباح من أجل زيادة الأرباح المُبقاة في الشركة وتمويل التوسع.
2. إصدار أسهم جديدة من الأسهم العادية.
3. إصدار أسهم ممتازة.
4. إصدار السندات.
5. إصدار الصكوك كي يتمكن المستثمرون من امتلاك جزء من التجهيزات الجديدة التي سيتم استخدامها في التوسع ضمن الأرياف.
6. تطوير استراتيجيات للاستدعاء أو التحويل تعنى بمسائل الأوراق المالية.

قالت فاطمة لسعد: "أشكرك على الأفكار المقترحة الخاصة بالتمويل. يبدو أننا سنحتاج إلى اختيار عدد من هذه المصادر المختلفة. ونظراً إلى توجيهات المجلس، أرجو منك إعداد قائمة بمزايا وعيوب كل واحدة من هذه الاستراتيجيات. وحينها نستطيع أن نحدد استراتيجيتنا وأن نعمل على خطة للتواصل من أجل المجلس والمساهمين الحاليين في شركتنا".

فأجاب سعد: "سأفعل ذلك الآن. وينبغي ألا ننسى أن هذا التوسع سيزيد من المخاطر العامة التي تتعرض لها شركتنا. وقد يمكّننا ذلك من التفاوض مع البنوك للبحث في خياراتها الاستثمارية".



1. أسئلة الدراسة 1. اجمع بين مصدرين من المصادر الستة المذكورة، واذكر مزايا وعيوب خيارك.

---

---

---

---

2. ما التوصية التي تقدمها لشركة فاطمة في موضوع التمويل انطلاقاً من المصدرين اللذين اخترتهما؟

---

---

---

---

3. كيف ستؤثر مخاطر هذا التوسع الجديد على خطط التمويل التي تضعها فاطمة؟

---

---

---

---

أنشطة عبر الإنترنت  
زُر الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، وابحث عن "شركات الاتصالات".  
اختر إحداها، ثم تعرف على سياستها الخاصة بالتوزيعات في حال وجدتها. أنظر أيضاً إلى  
الميزانية العمومية لتحديد عدد الأسهم التي يملكها المساهمون في الشركة وما إذا كانت قد  
زادت أو انخفضت مع مرور الوقت.



### أهداف التعلّم

1. بعد الانتهاء من دراسة هذا الفصل، ستكون قادرًا على:
  1. تحديد مكونات هيكل رأس المال في الشركات.
  2. وصف العوامل التي تؤثر على تكلفة الدين، وتكلفة الأسهم الممتازة، وتكلفة الأسهم العادية.
  3. حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
  4. تحديد هيكل رأس المال الأمثل في الشركة.
  5. وصف الخصائص التي تتسم بها كافة أدوات الدين.

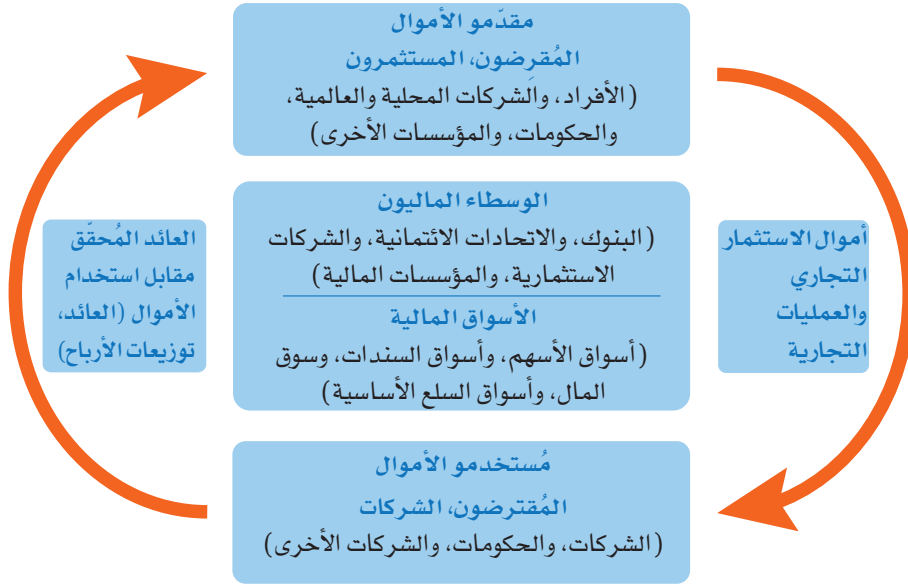


تتشابه عملية اتّخاذ القرارات الاستثمارية التي يتبناها المدير المالي في الشركة مع العملية التي تتبناها أنت عند اختيارك للأسهم في استثماراتك الشخصية. فإمّا يقارن المدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بالتكلفة الحالية للاستثمار أو يقارن العائد المتوقع للاستثمار بالعائد المطلوب.

إنّ الاستثمار في المعدات أو المباني أو أي عنصر رأسمالي آخر يتطلب تقديرًا لتكلفة الأموال لتمويل شراء الأصل. ويُشار إلى هذا المبلغ بتكلفة رأس المال، والذي يعتمد بدوره على تكلفة مصادر الأموال المختلفة، حيث يمكن للشركة الاقتراض من مجموعة متنوعة من المصادر، وقد تصدر أسهمًا ممتازة وأسهمًا عادية بهدف جمع الأموال. وكما هو مبين في الشكل 1.5، تجمع بيئة الأسواق المالية بين مقدمي الأموال ومستخدميها بغرض الحصول على تمويل للنشاطات التجارية التي تزاولها الشركة.



## الشكل 1.5 بيئة الأسواق المالية



يتوقع المُقرضون والمساهمون كسب عائد من الأموال التي يقدمونها، ففي حين يطلب المُقرضون معدلات عائد، يريد المساهمون توزيعات أرباح وأرباحاً رأسمالية. ونظراً إلى أن جميع مصادر الأموال تترافق مع تكلفة معينة، لا بدّ من طرح السؤال التالي: ما أفضل تركيبة من التمويل بالدين والأسهم المالية التي من شأنها "خفض" تكلفة رأس مال الشركة إلى الحد الأدنى؟ في الواقع، تُسمى هذه التركيبة "هيكل رأس المال الأمثل" في الشركة.

ومن هنا، يُعنى هذا الفصل بتحديد تكلفة رأس المال وهيكل رأس المال الأمثل في الشركة. وبما أن الشركات تستخدم تكلفة رأس المال لاختيار الاستخدامات التنافسية المختلفة لرأس مال الشركة، يتطرق هذا الفصل أولاً إلى تكاليف المكونات المختلفة التي يتألف منها هيكل رأس مال الشركة. ثمّ ينتقل الفصل إلى مناقشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وتحديد هيكل رأس المال الأمثل. وبمجرد تحديد هيكل رأس المال هذا، يجب الحفاظ عليه لأنه يولد أقلّ تكلفة للأموال فيما يُسهم في رفع قيمة أسهم الشركة إلى الحدّ الأقصى.



ما الإجراءات التي يتبناها المدير المالي في اتّخاذ القرارات الاستثمارية؟



## 1.5 تكلفة رأس المال

عندما تستخدم شركة معينة أموال الآخرين لمزاولة نشاطاتها التجارية، فإنها تدفع للمساهمين والمُقرضين مقابل استخدام هذه الأموال. وفي هذا السياق، تشير **تكلفة رأس المال Cost of capital**، والتي تسمى أيضاً "معدل العائد المطلوب"، إلى المعدل الذي يطلبه المُقرضون والمستثمرون من الشركة مقابل السماح لها باستخدام أموالهم. وفيما يلي المصادر الثلاثة الرئيسية للأموال التي تستخدمها الشركات:

1. الدين.
2. الأسهم الممتازة (نوع من أنواع حقوق المساهمين).
3. الأسهم العادية (نوع آخر من أنواع حقوق المساهمين).

### 1.5 (أ) تكلفة الدين Cost of Debt

يُعدّ الاقتراض ممارسة شائعة بين الشركات، وذلك نظراً إلى أنّ السندات والقروض والأنواع الأخرى من الديون تُعدّ مصادر تمويل رئيسية. ومن هنا، تجدر الإشارة إلى مصطلح شائع الاستخدام وهو **تكلفة الدين Cost of debt**، والذي بدوره يشير إلى معدل العائد الذي يطلبه المُقرضون. وهذه النسبة المئوية هي المعدل الذي يتوقع المُقرضون الحصول عليه عند السماح لفراد ما باستخدام أموالهم. ولا بدّ من التنويه إلى أنّ اللجوء إلى الدين له منافع عدّة أبرزها:

- تستخدم الشركة أموال الآخرين ما يسمح لها بالحفاظ على أموالها كي تبقى متاحة لاستخدامات أخرى.
  - ينخفض مستوى المخاطر التي قد يتعرض لها المُقرضون، إذ إنّ المُقرض ملزم قانوناً بسداد الدين، لذا من المرجح أن يستعيد المُقرضون أموالهم مقارنة بأنواع مصادر التمويل الأخرى.
  - تقلّ تكلفة رأس المال عن مصادر التمويل الأخرى بسبب انخفاض المخاطر التي قد يتعرض لها المُقرضون (الدائنون).
  - تكون معدلات العائد على الديون معفاة من الضرائب باعتبارها نفقات تجارية.
- تعتمد تكلفة الدين بعد خصم الضرائب ( $k_d$ ) على معدل العائد للدين ( $i$ ) ومعدل الضريبة ( $t$ )، وذلك بحسب المعادلة التالية:

$$k_d = i(1 - t)$$

#### مثال

إذا كان معدل العائد للدين 7.6% ومعدل الضريبة 35%، فستكون تكلفة الدين بعد خصم الضرائب على النحو الآتي:

$$0.076 (1 - 0.35) = 0.0494 = \%4.94$$

#### تكلفة رأس المال

تسمى أيضاً "معدل العائد المطلوب"، وهي المعدل الذي يطلبه المُقرضون والمستثمرون من الشركة مقابل السماح لها باستخدام أموالهم

#### تكلفة الدين

معدل العائد الذي يطلبه المُقرضون



ما فوائد لجوء الشركة إلى الدين لتمويل نشاطاتها التجارية؟

### جرب بنفسك



إذا كانت تكلفة الدين تساوي 10% ومعدل الضريبة يساوي 20%، فإن تكلفة الدين بعد خصم الضرائب تساوي \_\_\_\_\_ %.

بالإضافة إلى معدل الضريبة، تتأثر تكلفة الدين في الشركة أيضًا بالعوامل التالية:

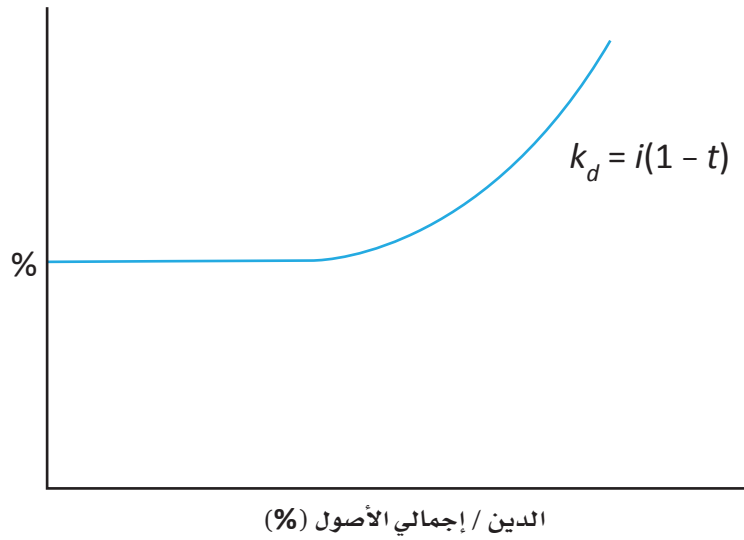
- **تكلفة الاقتراض الحالية The current cost of borrowing**: قد يكون لدى الشركة دين غير مستحق أصدرته في الماضي. وفي ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة، من المحتمل أن يكون معدل العائد على هذا الدين أعلى من المعدلات الحالية أو أقل منها. لذا لا بد من الاستناد إلى معدل العائد الحالي بهدف تحديد تكلفة الدين الحالية.
- **مدّة الاقتراض The length of the borrowing term**: عادةً ما يكون للديون قصيرة الأجل معدل عائد أقل من الديون طويلة الأجل. لذلك، إذا أصدرت شركة ديناً طويل الأجل، فعادةً ما يكون المعدل أعلى من التمويل قصير الأجل بسبب عدم اليقين بما يحمله المستقبل. ومع ذلك، فإنّ اللجوء إلى الديون طويلة الأجل يسهم في تلافى المخاطر المرتبطة بإعادة تمويل الديون قصيرة الأجل.



- المخاطر المؤسسية **The riskiness of the firm**: ترتبط المخاطر بطبيعة العمل التجاري (مخاطر الأعمال التجارية) واستخدام الدين (المخاطر المالية). وكلما زاد لجوء الشركة إلى التمويل بالدين، زادت احتمالية تخلفها عن الوفاء بالتزاماتها في سداد الديون. وتشير الزيادة في مخاطر التخلف عن السداد إلى أن زيادة استخدام الشركة للرفع المالي، سيزيد معدل العائد على الأموال المُقترضة. وهذا ما يوضحه المنحنى في الشكل 2.5. ففي البداية، قد تكون تكلفة الدين مستقرة، حيث تستخدم الشركة المزيد من الديون من دون زيادة المخاطر على المُقرضين. ومع ذلك، مع زيادة استخدام الديون، تبدأ تكلفة الدين في الارتفاع لأن المُقرضين يطالبون بعائد أعلى بسبب زيادة مخاطر تكبّد الخسائر.

### الشكل 2.5

تكلفة الدين



### 1.5 (ب) تكلفة الأسهم الممتازة Cost of Preferred Stock

لا يتمّ تحديد معدل العائد المطلوب للمساهمين بسهولة كما هو الحال بالنسبة إلى المُقرضين. فعادةً ما يتم تحديد تكلفة الدين من خلال المعدل المفروض على اقتراض الأموال. في المقابل، تشير **تكلفة الأسهم Cost of equity** إلى العائد المطلوب للملاك في الشركة. وهذا المبلغ هو النسبة المئوية التي يتوقع أصحاب الشركة كسبها بناءً على الأموال التي استثمرتها في الشركة. وتستخدم الشركات نوعين من الأسهم وهي:

1. الأسهم الممتازة.
2. الأسهم العادية.

#### تكلفة الأسهم

العائد المطلوب الذي يتوقع ملاك الشركة كسبه بناءً على الأموال التي استثمرتها في الشركة



وتعتمد قيمة الأسهم الممتازة على توزيعات الأرباح والعائد المطلوب لحث المستثمرين على شراء الأسهم. ويمكن التعبير عن تقويم الأسهم الممتازة على النحو التالي:

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

في هذه المعادلة، يشير  $P_p$  إلى سعر السهم الممتاز، و  $D_p$  إلى توزيعات الأرباح التي يحققها السهم الممتاز، و  $K_p$  إلى العائد الذي يطلبه المستثمرون. ويمكن إعادة ترتيب هذه المعادلة بما يسمح بحساب عائد تكلفة السهم الممتاز التي تتكبدها الشركة وذلك باتباع خطوتين على النحو الآتي:

$$P_p \times k_p = D_p \quad .1$$

$$k_p = \frac{D_p}{P_p} \quad .2$$

نتيجة لذلك، تشير **تكلفة الأسهم الممتازة Cost of preferred stock** إلى العلاقة التي تربط بين توزيعات الأرباح والأسعار التي يدفعها المستثمرون مقابل السهم.

### تكلفة الأسهم

#### الممتازة

العلاقة التي تربط بين أرباح الأسهم الممتازة وسعر السوق

#### مثال

إذا كان السهم الممتاز يوزع أرباحاً قيمتها 1.00 ر.س. ويُباع بقيمة 12 ر.س.، تبلغ تكلفة السهم الممتاز بالنسبة إلى الشركة:

$$K_p = \frac{1.00 \text{ ر.س.}}{12.00 \text{ ر.س.}} = 0.0833 = \%8.33$$

تشير نسبة 8.33% إلى تكلفة رأس المال للسهم الممتاز في هذه الحالة.

تعتبر الشركة أنّ تكلفة رأس المال للأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الدين. وهذا الاختلاف هو نتيجة العائد على الدين، وذلك لكونه معفى من الضرائب؛ "عائد الدين معفى من الضرائب بينما توزيعات الأرباح الممتازة ليست كذلك".

#### جرب بنفسك



كم ستبلغ تكلفة السهم الممتاز في حال كان سعر السوق 78 ر.س. وتوزيعات الأرباح تساوي 6 ر.س.؟





## 1.5 (ج) تكلفة الأسهم العادية Cost of Common Stock

تشير **تكلفة الأسهم العادية Cost of common stock** إلى العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل شراء الأسهم العادية التي تطرحها الشركة. ولا بدّ من الإشارة إلى أنّ تكلفة الأسهم العادية هي تكلفة الفرصة البديلة، أي أنها العائد الذي يمكن أن يجنيه المستثمرون من خلال استخدامات بديلة مماثلة لأموالهم. وتطبق هذه التكلفة على كلّ من الأسهم المطروحة في الشركة والأسهم الجديدة التي تصدرها في المستقبل.

ونظرًا إلى أنّ تكلفة الأسهم العادية تعتبر "تكلفة الفرصة البديلة"، فما من نفقات يمكن تحديدها مثل العائد الذي قد يستخدمه المدير المالي لتحديد تكلفة هذه الأموال. ومع ذلك، يعرف المدير المالي أنّ "تكلفة الأسهم العادية" تتجاوز "تكلفة الدين".

إضافةً إلى ذلك، ما من ميزة ضريبية مرتبطة بالأسهم العادية، وذلك لأنّ توزيعات الأرباح تُدفع بالريال السعودي بعد خصم الضرائب (أي أن توزيعات الأرباح ليست معفاة من الضرائب)، بينما يُدفع العائد بالريال السعودي قبل خصم الضرائب (أي أن العائد عبارة عن نفقات معفاة من الضرائب). أمّا الأسهم العادية، فهي تمثّل الملكية، وبالتالي فهي أوراق مالية محفوفة بالمخاطر أكثر من الالتزام بدين. وعلى الرغم من أنّ الشركة ملزمة قانونًا بدفع العائد والوفاء بشروط اتفاقية الدين، فما من التزام قانوني على الشركة بتوزيع الأرباح.

غالبًا ما تُستخدم ثلاث طرق لتحديد تكلفة الفرصة البديلة لتكلفة رأس المال للأسهم العادية.

1. عندما تكون الأسهم العادية أخطر من الديون بالنسبة إلى المستثمر، يمكن أن يبدأ تقدير تكلفة الأسهم العادية بمعدل العائد المدفوع للمقرضين وإضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر. ويمكن تمثيل هذه الطريقة على النحو الآتي:

$$k_e = i + \text{العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر}$$

في هذه المعادلة،  $k_e$  هي تكلفة الأسهم العادية و  $i$  هو معدل العائد للديون الجديدة، ثمّ تتم إضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر إلى معدل العائد. وعلى الرغم من أنّ المدير المالي يعرف معدل العائد على الدين، فإنّ مبلغ العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر غير مؤكّد. يمكن أن يكون اختيار معدل العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر بمثابة تقدير مبني على عوامل مختلفة من ناحية الاقتصاد والشركة والسوق.

2. تستند الطريقة الثانية لتحديد تكلفة الأسهم العادية إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). ويُستخدم هذا النموذج، كما تمت مناقشته في الفصل الثالث، لتحديد العائد على الأسهم العادية على النحو الآتي:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

### تكلفة الأسهم العادية

العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل شراء الأسهم العادية التي تطرحها الشركة، والذي يعتبر بمثابة تكلفة الفرصة البديلة



في هذه الطريقة، تعتمد تكلفة الأسهم العادية على معدل الفائدة الخالي من المخاطر ( $r_f$ ) بالإضافة إلى العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر. ويعتمد العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر على:

- الفرق بين العائد على السوق ككل ( $r_m$ ) والمعدل الخالي من المخاطر ( $r_f$ ).
  - معامل "بيتا" الذي تعتمد عليه الشركة، والذي يقيس المخاطر المنهجية المرتبطة بالشركة.
- ويُعدّ هذا العائد المطلوب ضرورياً لإقناع المستثمرين بشراء الأسهم، لذلك يمكن اعتباره بمثابة تكلفة الأسهم العادية في الشركة. وعادةً ما يُعتبر استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أفضل من استخدام معدل العائد وإضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر، وذلك لأنه يحدّد العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر المرتبط بالاستثمار في الأسهم بدقة أكبر.



لم تُعدّ تكلفة السهم العادي بمثابة تكلفة الفرصة البديلة؟

**3.** أما الطريقة الثالثة فتحدّد تكلفة الأسهم العادية على أساس العائد المتوقع للمستثمر، وهو عائد توزيعات الأرباح المتوقع بالإضافة إلى النمو المتوقع. وبهذا الصدد، يمثل  $D_0$  الأرباح الحالية، بينما يمثل  $g$  معدل النمو المتوقع، والذي يقدره المديرون بناءً على الاتجاهات الحديثة والتوقعات المستقبلية. فمثلاً، سينتج عن أرباح بقيمة 5 ر.س. بمعدل نمو 10% توزيعات أرباح متوقعة وقدرها 5.5 ر.س. وباستخدام "نموذج معدل نمو الأرباح" هذا، يمكن التعبير عن العائد على الأسهم العادية ( $r$ ) على النحو التالي:

عائد الأرباح + معدل النمو =  $r$

$$r = \frac{D_0 (1 + g)}{p} + g$$



وكما هو الحال مع الطريقة التي تستند إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يتعين على المدير المالي تحويل هذا النموذج إلى نموذج تشغيلي. فعلى الرغم من أن توزيعات الأرباح الحالية وسعر السهم معروفان، يجب إجراء تقديرات لمكاسب رأس المال المستقبلية.

ويمكن ملاحظة أن هذه الطرق الثلاث تجمعها بعض أوجه التشابه الأساسية. وعليه، يمكن المقارنة بين طريقة معدل العائد بإضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر وطريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. ومع ذلك، يحدد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بشكل أوضح العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر من حيث العائد على الأوراق المالية الخالية من المخاطر، والعائد في السوق، والمخاطر المنهجية المرتبطة بالشركة نفسها.

أما طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وطريقة العائد المتوقع فهما طريقتان متطابقتان إذا سلّمنا جدلاً أن الأسواق المالية في حالة توازن. وإذا صحّ هذا الافتراض، فإن العائد المطلوب والذي يُحسب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سيكون نفسه العائد المتوقع للمستثمرين والذي يُحسب باستخدام معادلة عائد توزيعات الأرباح المتوقعة مضافاً إليه الأرباح الرأسمالية المتوقعة. فمثلاً، إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب، فسيرفع المستثمرون سعر السهم ما يؤدي إلى انخفاض العائد المتوقع. في المقابل، إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب، فسيحدث العكس، حيث سيسعى المستثمرون إلى بيع الأسهم ما قد يؤدي إلى انخفاض سعرها وزيادة العائد. ولكن هذه التغيرات ستتوقف عندما تكون السوق في حالة توازن وعندما يتساوى العائد المطلوب مع العائد المتوقع.

وينطبق المفهوم نفسه على تقييم السهم وسعر السهم. فإذا كان سعر السهم أقل من قيمته الجوهرية، يعمد المستثمرون إلى رفع السعر. أما إذا تجاوز سعر السهم قيمته الجوهرية، فيسعى المستثمرون إلى البيع، ما يؤدي إلى انخفاض السعر.

ويعتبر العامل المحفز لتوقف التغير في أسعار الأسهم التساوي بين سعر السهم مع قيمته. وبالتالي، إذا كانت أسواق الأسهم المالية في حالة توازن، يجب أن يساوي سعر السهم قيمته، وأن يساوي العائد المطلوب العائد المتوقع.

إذا كانت أسواق الأسهم المالية في حالة توازن، يمكن استبدال سعر السهم بقيمته في نموذج نمو الأرباح ( $V = P$ ):

$$P = \frac{D_0 (1 + g)}{k_e - g}$$



يمكن حساب العائد المطلوب عبر إعادة ترتيب عناصر المعادلة أعلاه على النحو الآتي:

$$k_e - g = \frac{D_0 (1 + g)}{P}$$

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{P} + g$$

في هذا النموذج، يساوي العائد المطلوب مجموع عائد توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية. ويتشابه ذلك مع عائد المستثمر، ويمكن استخدامه كتكلفة للأسهم العادية. وتعبّر هذه المعادلة عن تكلفة الأسهم على افتراض أنّ الشركة ليست ملزمة بإصدار أسهم مالية جديدة، مع العلم أنّ تكلفة الأسهم العادية هي تكلفة الأرباح المُبقاة.

وإذا كانت الشركة ستصدر أسهماً إضافية، فستتلقى مبلغاً أقل من سعر السوق للسهم بسبب **تكاليف التمويل Flotation costs**. وهي النفقات المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة. وللتحكم بهذه النفقات، يجب طرح تكاليف التمويل ( $F$ ) من سعر السهم للحصول على صافي عائدات الشركة. ويتم التعبير عن تكلفة الأسهم الجديدة ( $k_{ne}$ ) على النحو الآتي:

$$k_{ne} = \frac{D_0 (1 + g)}{P - F} + g$$

وكلّما زادت تكاليف التمويل، قلّ المبلغ الذي سيتم الحصول عليه مقابل بيع كلّ سهم جديد، ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأسهم المالية. وتعتمد المخاطر جزئياً على طبيعة العمل التجاري (مخاطر الأعمال التجارية) والقرارات المالية التي تتخذها الإدارة (المخاطر المالية). ويوضح الشكل 3.5 العلاقة التي تجمع بين المخاطر المالية وتكلفة الأسهم العادية، ما يربط تكلفة الأسهم العادية ( $k_e$ ) باستخدام الشركة للرفع المالي (الديون). وقد وضحت في الشكل 2.5 العلاقة نفسها التي تربط بين تكلفة الدين واستخدام الشركة للرفع المالي. وبالتالي، نلاحظ أنّ تكلفة الأسهم وتكلفة الدين قد تكونان مستقرتين في البداية، لتبدأ في الارتفاع في النهاية، وبالتحديد عندما تلجأ الشركة إلى استخدام المزيد من الرفع المالي، فتصبح أكثر خطورة.

### تكاليف التمويل

النفقات المرتبطة  
ببيع الأسهم  
الجديدة



### مثال

تسجل إيرادات إحدى الشركات نمواً بنسبة 7%، ويدفع السهم العادي توزيعات حالية تبلغ 0.935 ر.س. وستتمو هذه الأرباح سنوياً بنسبة 7% بحيث ستبلغ قيمة توزيعات الأرباح للسنة القادمة ما يعادل 1 ر.س.  $0.935 \times (1 + 0.07)$ . إذا كان السهم العادي يُباع مقابل 25 ر.س.، فإن تكلفة السهم العادي التي تتكبدها الشركة هي على النحو الآتي:

$$k_e = \frac{0.935 (1 + 0.07)}{25} + 0.07$$

$$k_e = \frac{1}{25} + 0.07$$

$$= 0.04 + 0.07 = 0.11 = 11\%$$

وعليه، يتبين للإدارة أنّ المستثمرين يطلبون حالياً عائداً بنسبة 11% على الاستثمار في الأسهم. ويتألف هذا العائد من عائد توزيعات بنسبة 4% ومعدل نمو بنسبة 7%. ولا بدّ من الإشارة إلى أنّ عجز الإدارة عن تحقيق هذا العائد للمساهمين العاديين سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم العادي.

وإذا استنفذت الشركة أرباحها المُبقاة وتوجّب عليها إصدار أسهم جديدة، فسترتفع تكلفة الأسهم العادية بشكل يسمح بتغطية تكاليف الإصدار. وإذا بلغت تكلفة التمويل للسهم الواحد ريالاً سعودياً واحداً، تحصل الشركة على 24 ر.س. للسهم الواحد، وتبلغ تكلفة الأسهم ما يلي:

$$k_{ne} = \frac{0.935 (1 + 0.07)}{25 - 1} + 0.07$$

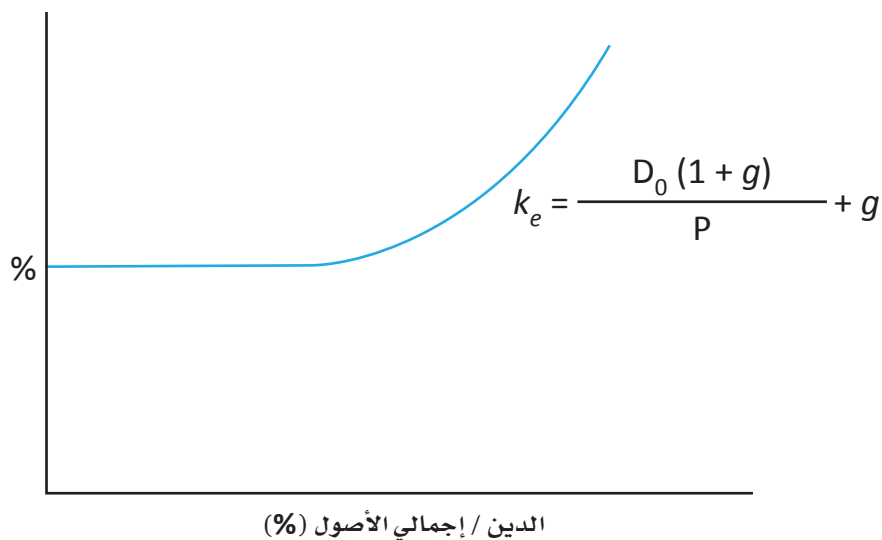
$$k_{ne} = \frac{1}{24} + 0.07$$

$$= 0.0417 + 0.07 = 11.17\%$$

وعليه، تصبح تكلفة الأسهم أعلى في هذه الحالة. ويجب أن تكسب الشركة أرباحاً تبلغ 11.17% لتغطية تكاليف التمويل والعائد الذي يطلبه المستثمرون. أمّا تكاليف التمويل، فهي تدفق نقدي خارج يحدث عند إصدار أوراق مالية جديدة، ما يرفع تكلفة أي إصدار جديد من الأوراق المالية.



### الشكل 3.5 تكلفة الأسهم العادية



#### جرب بنفسك



احسب العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالاستناد إلى القيم التالية: معامل "بيتا" 1.15 والمعدل الخالي من المخاطر 4% ومعدل السوق الإجمالي 8%.

#### تمرينات

- اختر الإجابة الصحيحة.
1. تُعدّ الأرباح التي تُدفع على الأسهم الممتازة معفاة من الضرائب. صواب / خطأ
  2. يشير العائد الذي يطلبه المستثمرون والذي يُعدّ تكلفة الفرصة البديلة إلى:
    - أ. تكلفة السهم العادي.
    - ب. تكلفة الدين.
    - ج. تكلفة السهم الممتاز.
    - د. المتوسط المرجح للتكلفة.





## 2.5 المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

تلجأ غالبية الشركات إلى اعتماد تركيبة من الديون والأسهم لتمويل أصولها، وتُسمى هذه التركيبة التي تجمع بين نوعين من مصادر التمويل **هيكل رأس المال** **Capital structure**، وهو مقدار الدين والأسهم التي تستخدمها الشركة بهدف تمويل النشاطات التجارية التي تزاولها.

ويُستخدم هيكل رأس مال الشركة لحساب **المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال-Weighted average cost of capital**، والذي يمثل بدوره المتوسط المرجح لتكاليف الدين والأسهم الممتازة والأسهم العادية. وتعتمد التريجات على تناسب أصول الشركة التي يمولها كل مصدر. ويجب أن تحدد الإدارة أفضل تركيبة للمصادر المختلفة التي تهدف إلى تقليل المتوسط المرجح لتكلفة الأموال ورفع قيمة الشركة إلى الحد الأقصى. ولا بد من فهم كيفية اشتقاق المتوسط المرجح لتكلفة الأموال إذا ما أردت تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة.

يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بضرب نسب الدين والأسهم بتكلفة رأس المال لكل منهما.

### هيكل رأس المال

مقدار الدين  
والأسهم التي  
تستخدمها الشركة  
بهدف تمويل  
النشاطات التجارية  
التي تزاولها

### المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

المتوسط المرجح  
لتكاليف الدين  
والأسهم الممتازة  
والأسهم العادية

### مثال

إذا كانت شركة لا تملك أي سهم ممتاز ولديها دين بنسبة 30% بتكلفة 8%، ولديها 70% من الأسهم العادية بتكلفة 10%، فإن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال سيكون:

$$= (النسبة المئوية للديون \times تكلفة الدين) + (النسبة المئوية للأسهم العادية \times تكلفة الأسهم العادية)$$

$$= (0.10 \times 0.70) + (0.08 \times 0.30)$$

$$= 0.07 + 0.024 = 0.094 = 9.4\%$$

قد تعتقد أنّ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ينخفض فيما تتكبد الشركة مزيداً من الديون. لكنّ هذا المبدأ لا ينطبق إلا على قدر محدّد من الديون. وكلّما زاد حجم الدين المُستخدَم، زادت مخاطر خلق تكلفة أعلى لكل من الدين والأسهم، ما يُوَدِّي إلى ارتفاع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وتحاول كل شركة تقليل تكلفة رأس المال، وتتكلم محاولاتها بالنجاح عندما تستخدم المزيج المناسب من الديون والأسهم. وتختلف هذه التركيبة الدقيقة والمناسبة بين شركة وأخرى وتتغيّر بتغيّر المخاطر (بسبب الاستخدام المتزايد للديون) وتغير معدلات العائد. من هنا، يجري المديرون باستمرار تحليلاً لمختلف العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالشركة، وذلك للتوصّل إلى هيكل رأس المال الأمثل في النهاية.





ما السبل التي قد يلجأ إليها المدير المالي لتقليل تكلفة رأس المال؟

حسبت الإدارة التكلفة الحالية لكل نوع من أنواع التمويل، فتوصلت إلى ما يلي:

تكلفة الدين %5.20

تكلفة الأسهم الممتازة %8.96

تكلفة الأسهم العادية (الأرباح المُبقاة) %11.00

وقد بلغت نسبة (أوزان) أصول الشركة التي يمولها كل نوع من أنواع التمويل ما يلي:

الدين %40

الأسهم الممتازة %10

الأسهم العادية (الأرباح المُبقاة) %50

لاحظ أن مجموع النسب يجب أن يساوي 100%. ولحساب تكلفة رأس المال، عليك أن تضرب نسبة كل مكون من مكونات هيكل رأس المال الأمثل بتكاليفه الخاصة ثم جمع النتائج. وقد بلغت النتائج بالنسبة إلى هذه الشركة، على النحو الآتي:

التكلفة × الوزن = التكلفة المرجحة

$$2.080\% = 0.40 \times 5.20\%$$

$$0.896\% = 0.10 \times 8.96\%$$

$$5.500\% = 0.50 \times 11.00\%$$

$$8.476\% = \text{تكلفة رأس المال}$$

الدين

الأسهم الممتازة

الأسهم العادية



تتم عملية حساب تكلفة الأموال بحسب المعادلة التالية:

$$k = w_1k_d + w_2k_p + w_3k_e$$

تشير هذه المعادلة إلى أنّ تكلفة رأس المال ( $k$ ) هي المتوسط المرجح الذي يتم من خلاله وزن تكاليف الدين ( $k_d$ ) والأسهم الممتازة ( $k_p$ ) والأسهم المالية ( $k_e$ ) بالاستناد إلى مدى استخدامها (أي  $w_1$  و  $w_2$  و  $w_3$  على التوالي). وتحدد هذه الأوزان، مع تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، التكلفة الإجمالية للأموال. وبالعودة إلى الجدول السابق، تبلغ تكلفة رأس المال ما يلي:

$$k = (0.4)5.20 + (0.1)8.96 + (0.5)11.00 = 0.08476 = \%8.476$$

أمّا في حالة هذه الشركة، يبلغ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال  $\%8.476$ . بالتالي، يجب أن تكسب الشركة ما لا يقل عن  $\%8.476$  على نشاطاتها التجارية لتبرير استخدامها مصادر التمويل هذه.

### جرب بنفسك



حدّد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في هذه الحالة.

الدين: 30%	الأسهم العادية: 60%	الأسهم الممتازة: 10%
تكلفة الدين: 7%	تكلفة الأسهم العادية: 11%	تكلفة الأسهم الممتازة: 9.5%

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تتمتع شركة ممولة بالكامل من الأسهم العادية ومن دون دين، بمتوسط مرجح لتكلفة رأس المال يساوي تكلفة الأسهم العادية.  
صواب / خطأ
2. يُعدّ مصدر التمويل الأقل تكلفة وفقاً لمعادلة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:  
أ. تكلفة الدين.  
ب. تكلفة الأسهم الممتازة.  
ج. تكلفة الأسهم العادية.  
د. العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر.





### 3.5 هيكل رأس المال الأمثل

يتمثل أحد أهم القرارات التي تتخذها الإدارة في شركة معينة في مقدار الديون ومقدار الأسهم التي يجب أن توظفها الشركة في تمويل العمليات التي تنفذها. من هنا، يمكن الإشارة إلى أن مقداراً معيناً من الدين (بتكلفة رأس مال أقل من الأسهم) يعود بالمنفعة على الشركة، لكن الإفراط في الدين من شأنه أن يؤدي إلى صعوبات مالية. وعندما تكون تكلفة الدين أقل من تكلفة الأسهم، تتكبد الشركة مزيداً من الديون، وتزداد المخاطر التي قد تواجهها. بمعنى آخر، كلما زادت الديون، زادت احتمالية تخلف الشركة عن سداد ديونها، وبالتالي احتمالية إفلاسها.

من هذا المنطلق، لا بدّ من التساؤل: ما أفضل تركيبة تجمع بين التمويل بالدين والتمويل بالأسهم؟ تُعرف أفضل تركيبة من مصادر التمويل بهيكل رأس المال الأمثل **Optimal capital structure**. ففي الواقع، يُسهم التوازن المناسب بين مبلغ الدين والأسهم في التوصل إلى تكلفة منخفضة لرأس المال وتحقيق الحد الأقصى للقيمة السوقية.

ويمكن الاستفادة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل من الرفع المالي من دون زيادة المخاطر المالية زيادةً كبيرة، إذ إنه في الواقع، يقلل من التكلفة الإجمالية لتمويل الشركة. وبالتالي، بهدف تحديد هيكل رأس المال الأمثل، يجب أولاً تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ثم تحديد المصادر التي يمكنها تقليل التكلفة الإجمالية. ويُستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لتقويم فرص الاستثمار. ويتطلب اختيار الاستثمارات معرفة تكلفة رأس مال الشركة، وذلك لأن الاستثمار يجب أن يحقق عائداً كافياً لتغطية تكلفة الأموال المستخدمة للحصول على الأصل. ومن خلال تنويع مصادر رأس المال وإعادة حساب المتوسطات المرجحة، يتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل.

#### هيكل رأس المال الأمثل

تركيبة من الديون والأسهم تُسهم في التوصل إلى أقل تكلفة لرأس المال وتحقيق الحد الأقصى للقيمة السوقية



كيف يحدد المدير المالي هيكل رأس المال الأمثل؟



## الفصل 5 تكلفة رأس المال

شرحنا في القسم السابق كيفية تحديد التكلفة المرجحة لرأس مال الشركة. حيث كانت تكلفة الدين في الجدول أقل من تكلفة الأسهم، وذلك انطلاقاً من واقع أنّ الدين أقل خطورة على المستثمر، وقد يقتطع المُقترض مدفوعات العائد لتحديد الدخل الخاضع للضريبة.

ولكن، إذا كانت تكلفة الدين أقل من تكلفة الأسهم، ألا تستطيع الإدارة تقليل تكلفة رأس مال الشركة عن طريق استبدال الأسهم الأكثر تكلفة بالديون الأقل تكلفة؟ الإجابة عن هذا السؤال تختلف من وضع إلى آخر. فنظراً إلى أنّ الإدارة تحل في البداية الديون الأقل تكلفة، تتخفف بالتالي تكلفة رأس المال. ومع ذلك، نظراً إلى أنّ الديون تموّل نسبة أكبر من أصول الشركة فتصبح أقوى من الناحية المالية، وترتفع في المقابل تكاليف كل من الديون والأسهم. لذا تحتاج الإدارة إلى تحديد التركيبة المثالية للتمويل بالدين والتمويل بالأسهم، والتي من شأنها التقليل من تكلفة رأس مال الشركة.

وعليه، يصبح من الضروري أن يفهم المديرون التنفيذيون في الشركة ماهية هذه الموازنة بين الديون والأسهم. كما يجب أن تحافظ الشركة على مستوى دين أمثل بناءً على التدفق النقدي (مدفوعات العائد) ونسبة الدين إلى رأس المال. ويمكن أن يقلل التمويل بالدين من تكلفة رأس المال الإجمالية، ما سيزيد من العائد على حقوق المساهمين.

يوضح الشكل 4.5 العملية المتّبعة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل.

نسبة التمويل بالدين	تكلفة الدين	تكلفة الأسهم	التكلفة المرجحة
%0	%4	%10.0	%10.00
10	4	10.0	09.40
20	4	10.0	08.80
30	4	10.0	08.20
40	4	10.5	07.90
50	5	11.5	08.25
60	6	13.0	08.80
70	8	15.0	10.10
80	10	18.0	11.60
90	15	22.0	15.7

### الشكل 4.5

عملية تحديد هيكل رأس المال الأمثل

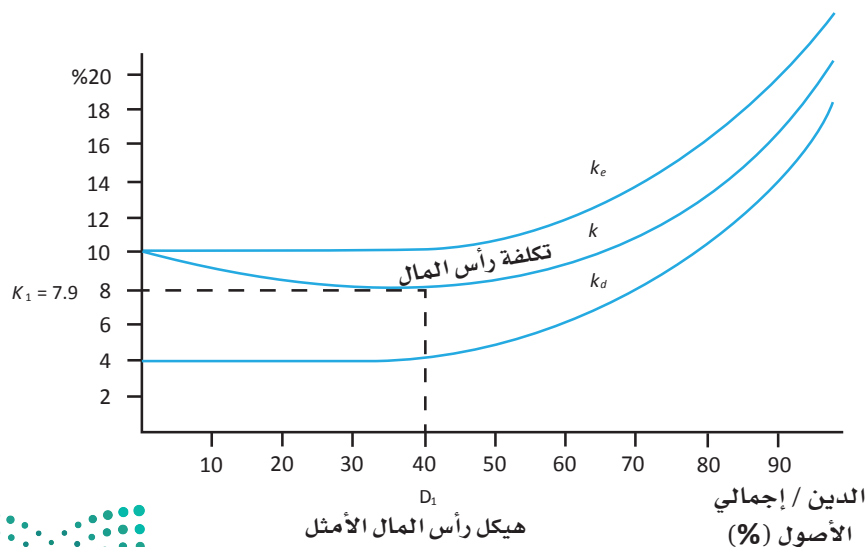
- يمثّل العمود الأول في الجدول نسبة التمويل بالدين.
- يشير العمودان الثاني والثالث إلى تكلفة الديون بعد خصم الضرائب وتكلفة الأسهم المالية على التوالي. ولتبسيط هذا المثال، لا تملك الشركة أي أسهم ممتازة، في حين تبلغ تكلفة الدين قيمة أقل من تكلفة الأسهم، وكلتاها ثابتة في الأساس على نطاق من نسب الدين. ولكنّ تكلفة كل من الديون والأسهم المالية تبدأ في الارتفاع مع زيادة الرفع المالي في الشركة.

- أما العمود الرابع فيمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، بناءً على تكلفة الدين وتكلفة الأسهم المرجحتين بنسبة الأصول الممولة من كل منهما.

وإذا كانت الشركة ممولة بالكامل من الأسهم، فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال هو تكلفة هذه الأسهم. وعندما تبدأ الشركة باستبدال التمويل بالديون الأقل تكلفة عوضاً عن التمويل بالأسهم، يكون المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال أقل. ومع زيادة استخدام الديون، ينخفض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في البداية. ومع ذلك، فإن هذا الانخفاض لا يستمر لوقت طويل، حيث تقوم الشركة بإضافة ديون أقل تكلفة. في النهاية، تبدأ تكلفة الدين وتكلفة الأسهم في الزيادة، وذلك بسبب اعتقاد المُقرضين والمستثمرين أن الرفع المالي الإضافي يزيد من مخاطر الشركة.

لن تكون الزيادات البسيطة في تكلفة الديون والأسهم في البداية كافية لردع الانخفاض في التكلفة المرجحة لرأس المال. ومع ذلك، مع استمرار ارتفاع التكاليف، يصل متوسط تكلفة رأس المال إلى حد أدنى ثم يبدأ في الزيادة. وكما يوضح الشكل 4.5، يظهر هيكل رأس المال الأمثل عند بلوغ نسبة الدين 40% (40% تمويل بالدين إلى 60% تمويل بالأسهم). وعند استخدام الدين الإضافي، ترتفع تكاليف كل من الدين والأسهم بدرجة كافية، وذلك كي تزيد تكلفة رأس المال.

ويوضح الشكل 5.5 هيكل رأس المال الأمثل، والذي يبين تكلفة الدين ( $k_d$ ) وتكلفة الأسهم المالية ( $k_e$ ) والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ( $k$ ) من الشكل 4.5. وكما يوضح الرسم البياني، عندما يزداد استخدام الدين، ينخفض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مبدئياً، ويصل إلى حد أدنى من الدين بنسبة 40% ( $D_1 = 40\%$  و  $k_1 = 7.9\%$ )، ثم يبدأ في الزيادة.



يتم الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل عند أدنى نقطة من خط المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. ويتعين على المدير المالي أن يخطط لاستخدام هذه التركيبة من التمويل، لا سيما وأنها تطوي على تكلفة أقل.

ويجب استخدام هذا الحد الأدنى من تكلفة رأس المال لتقييم الاستثمارات المحتملة. وفي ظل سعي الشركات إلى التوسع عبر شراء معدات ومبانٍ إضافية، يجب أن تتوسع في مصادر التمويل أيضًا. ويجب أن تحافظ هذه المصادر الإضافية على هيكل رأس المال الأمثل للشركة. ومع ذلك، إذا زادت الاستثمارات الإضافية من مخاطر الشركة، فستزيد تكلفة الأموال الإضافية. وفي هذه الحالة، ستتجاوز تكلفة الأموال الهامشية (الإضافية) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة.

أما بالنسبة إلى الكثير من الشركات، فإن هيكل رأس المال الأمثل هو نطاق من التمويل بالدين. وكما يوضح المثال الوارد في الشكلين 4.5 و5.5، فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لا يختلف كثيرًا عند التمويل بالدين ضمن النطاق الواقع بين 30% و50%. وعليه، فإن ذلك إشارة إلى أن التأثير الإيجابي للتمويل بالدين في خفض تكلفة رأس مال الشركة يتحقق عندما يتم تمويل 30% من أصول الشركة بالدين. في المقابل، لا يؤثر الاستخدام الإضافي للدين بشكل كبير على تكلفة رأس المال إلى أن يتم تمويل أكثر من 50% من الأصول بالدين. نتيجة لذلك، يمكن النظر إلى هيكل رأس المال الأمثل على أنه مجموعة من نسبة التمويل بالدين إلى التمويل بالأسهم وليس مجرد تركيبة محددة من نسبة الدين إلى الأسهم.

### تمرينات

اختر الإجابة الصحيحة.

1. غالبًا ما يؤدي هيكل رأس المال الأمثل إلى تقليل قيمة الشركة.  
صواب / خطأ
2. يبلغ هيكل رأس المال الأمثل لمعظم الشركات نحو \_\_\_\_\_ % من التمويل بالدين  
أ. صفر.  
ب. 30 - 50.  
ج. 70 - 80.  
د. 100.





## 4.5 المسائل الأخرى في مجال هيكل رأس المال

يؤثر تحديد تكلفة أموال الشركة وهيكل رأس المال الأمثل على كل جانب من جوانب الأعمال والقرارات المالية تقريباً. فبالإضافة إلى العوامل التي سبق وناقشناها، لا بد من مراعاة العوامل التالية:

1. لتحديد تكلفة رأس المال، يجب على المدير المالي معرفة جميع تكاليف المكونات (الديون، والأسهم العادية، والأسهم الممتازة). وبهدف تقدير تكلفة الأسهم يجب استخلاص معلومات لا يمكن ملاحظتها بسهولة، مثل معدل نمو أرباح الأسهم العادية في المستقبل، ومعامل "بيتا" للشركة، وغيرها من المعلومات. فالتقديرات غير الدقيقة تؤدي إلى قياس الأسهم العادية قياساً غير دقيق.
2. يحتاج المديرون الماليون إلى معرفة كيفية تقييم السوق للأسهم بعد اتخاذ قرار التمويل. وبينما يصعب معرفة ذلك، يتخذ المدير المالي القرار من خلال توقع كيفية تعامل السوق مع الأسهم. فمثلاً، يمكن أن يؤدي الإفراط في استخدام التمويل بالدين إلى انخفاض غير متوقع في أسعار الأسهم.
3. من المتوقع أن يؤدي هيكل رأس المال الأمثل إلى رفع قيمة أسهم الشركة إلى الحد الأقصى. وقد ينطبق هذا على الشركات المتداولة علناً، لكن معظم الشركات لا يتم تداولها علناً. وعلى الرغم من أن معظم شركات القطاع الخاص هي شركات صغيرة، لا تزال التكلفة المحددة لرأس المال مهمة لتخطيط استثمارات جديدة في المعدات والمشروعات الرأسمالية الأخرى. وفي العادة، لا يعرف المديرون الماليون في الشركات الصغيرة والخاصة القيمة الحالية لأسهم شركاتهم.

### تمارين

اختر الإجابة الصحيحة.

1. عادةً ما تكون معرفة كيفية تأثير التغييرات في التمويل على أسعار الأسهم أمراً غير مؤكد.  
صواب / خطأ
2. عادةً ما يمكن التوصل إلى القيمة القصوى للأسهم عندما:  
أ. يزيد استخدام التمويل بالدين.  
ب. ينخفض استخدام التمويل بالدين.  
ج. يتم تحقيق هيكل رأس المال الأمثل.  
د. تزيد معدلات الضرائب.

يتم تمويل جميع الأصول باستخدام مصدرين رئيسيين لرأس المال هما: الدين والأسهم. وإذا كانت الشركة تستخدم التمويل بالدين أو التمويل بالأسهم الممتازة، فذلك يعني أنها تستخدم الرفع المالي. وإذا كانت الشركة تستخدم الرفع المالي، فإنها تزيد من المخاطر، مما قد يزيد من تكلفة مكونات هيكل رأس المال.

### ملخص



في هذا السياق، يتألف هيكل رأس المال من عدد من المكونات، أولها تكلفة الدين التي تعتمد على معدل العائد الذي يجب دفعه، والتوفير الضريبي المرتبط بدفعات العائد. أما المكون الثاني فهو تكلفة الأسهم الممتازة التي تعتمد على توزيعات الأرباح التي يتم دفعها وصافي العائدات من بيع الأسهم الممتازة. ويستند المكون الثالث، تكلفة الأسهم العادية، إلى ما إذا كانت الشركة تستخدم الأرباح المُبقاة أو تصدر أسهمًا جديدة من الأسهم. وفي هذه الحالة، تكون تكلفة الأسهم العادية الجديدة أعلى، وذلك بسبب تكاليف التعويم المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة.

إضافةً إلى ذلك، تُعرف تكلفة الأسهم العادية على أنها تكلفة الفرصة البديلة، أي أنها العائد الضروري لإقناع المستثمرين بشراء الأسهم. ولتحديد هذه التكلفة يمكن اعتماد ثلاث طرق أولها التكلفة عن طريق زيادة عائد الدين إلى المعدل العائد المكتسب لتحمل المخاطر. في المقابل، تعتمد الطريقة الثانية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يتضمن العائد على الأوراق المالية الخالية من المخاطر، والعائد في السوق، والمخاطر المنهجية المرتبطة بالأسهم. أما الطريقة الثالثة، فهي استخدام عائد توزيعات الأرباح المتوقع والنمو المتوقع لتحديد تكلفة الأسهم العادية.

وتتمثل مهمة الإدارة في تحديد أفضل تركيبة من التمويل بالدين والتمويل بالأسهم، أي تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة. ويستفيد هذا الهيكل من الرفع المالي من دون زيادة المخاطر بشكل مفرط. فالجمع بين التمويل بالدين والتمويل بالأسهم يقلل من التكلفة الإجمالية لرأس المال، ويزيد في المقابل من قيمة الأسهم العادية. وبمجرد تحديد هيكل رأس المال الأمثل، يجب الحفاظ على تركيبة الديون والأسهم.

### 1. عدد فوائد التمويل بالدين.

---

---

---

---

### 2. اشرح سبب انخفاض تكلفة رأس المال للأسهم الممتازة عن تكلفة رأس المال للأسهم العادية.

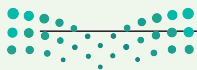
---

---

---

---

### الأسئلة



3. ما الإجراءات التي يمكن اتخاذها لتقدير العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر إذا ما أردنا تحديد تكلفة رأس المال للأسهم العادية؟

---

---

---

---

4. كيف يتغير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مع الديون الإضافية؟

---

---

---

---

5. في أي حالة قد تقرّر الشركة تجنب تكبّد الديون الإضافية؟

---

---

---

---

6. كيف ينظر المساهمون إلى تكبّد الشركة ديوناً إضافية؟

---

---

---

---

7. لم يُعدّ هيكل رأس المال الأمثل نطاقاً من نسبة التمويل بالدين إلى الأسهم بدلاً من تركيبة محددة من نسبة الدين إلى الأسهم؟

---

---

---

---





8. إذا كانت شركة معينة تخطط لتوسيع نشاطاتها التجارية إلى منطقة أخرى من العالم، فهل توصي باستخدام التمويل بالدين أو التمويل بالأسهم؟ علل إجابتك.

---

---

---

---

9. يمكن أن يؤثر التضخم على المخاطر المرتبطة بتكلفة رأس المال. بالاستناد إلى ذلك، وضح كيف يمكن أن تؤثر الأسعار المرتفعة على معدل العائد المطلوب للمستثمر.

---

---

---

---

1. التمريبات  
احسب تكلفة الدين بعد خصم الضرائب على أساس معدل عائد بنسبة 6% مع معدل ضريبية بنسبة 30%.



---

---

2. كم تبلغ تكلفة رأس المال للأسهم الممتازة بسعر سوق قدره 45 ر.س. وتوزيعات أرباح قدرها 2.70 ر.س.

---

---

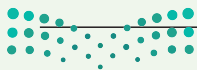
3. تخطط الشركة لإصدار أسهم ممتازة إضافية. إذا كانت تخطط لجعل تكلفة الأسهم الممتازة لرأس المال تبلغ 9% وكان سعر السوق الحالي 90 ر.س.، فما مقدار توزيعات الأرباح التي يجب دفعها؟

---

---

4. احسب العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مع هذه المبالغ:

معامل "بيتا": 1.15 معدل خالٍ من المخاطر: 4% متوسط سعر السوق: 8%



5. باستخدام معادلة نمو الأرباح، كم تبلغ تكلفة الأسهم المالية على هذه المبالغ؟  
توزيعات الأرباح: 2 ر.س. معدل النمو: 6% سعر السوق: 42 ر.س.

6. بالاستناد إلى هذه المعطيات، كم يبلغ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؟

النسب:		
الديون: 35%	الأسهم العادية: 50%	الأسهم الممتازة: 15%
تكاليف رأس المال:		
تكلفة الدين: 7%	تكلفة الأسهم العادية: 10%	تكلفة الأسهم الممتازة: 8.5%

7. فيما يلي هيكل رأس المال الخاص بإحدى الشركات:

ديون بقيمة 120 مليون ر.س.	تكلفة الدين: 8%
أسهم ممتازة بقيمة 24 مليون ر.س.	تكلفة رأس المال للأسهم الممتازة: 11%
أسهم عادية بقيمة 96 مليون ر.س.	تكلفة رأس المال للأسهم العادية: 13%

أ. احسب نسب هيكل رأس المال للديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية.

ب. استخدم النسب التي تم حسابها في (أ) لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.



### أسئلة المراجعة

اختر الإجابة الصحيحة.

1. تُعتبر تكلفة رأس المال معدل العائد الذي يطلبه المُقرضون والمستثمرون.  
صواب / خطأ
2. يطلب المساهمون العاديون علاوة مخاطر بالإضافة إلى العائد الأساسي لحملة السندات.  
صواب / خطأ
3. أي تكلفة من تكاليف رأس المال تتمتع بميزة الخصم الضريبي؟  
أ. تكلفة الدين.  
ب. تكلفة الأسهم الممتازة.  
ج. تكلفة الأسهم العادية.  
د. المتوسط المرجح للتكلفة.
4. يتم تحديد تكلفة الأسهم الممتازة بقسمة الأرباح على:  
أ. معدل النمو.  
ب. الضريبة.  
ج. معامل "بيتا".  
د. سعر السوق.
5. أي طريقة من الطرق التالية لا تُستخدم عادةً لتحديد تكلفة الأسهم العادية؟  
أ. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.  
ب. إضافة العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر.  
ج. معدل الضريبة الحالي.  
د. نموذج معدل نمو الأرباح.
6. هيكل رأس المال هو مقدار الديون والأسهم التي تستخدمها الشركة لتمويل النشاطات التجارية التي تنفذها.  
صواب / خطأ
7. نظرًا إلى أن هيكل رأس مال الشركة ينتقل من عدم تكبّد أي ديون إلى تكبّد بعض الديون، فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:  
أ. يبقى ثابتًا.  
ب. يرتفع.  
ج. ينخفض.  
د. يتقلب.



8. هيكل رأس المال الأمثل هو التركيبة المناسبة من التمويل بالدين والتمويل بالأسهم.

صواب / خطأ

9. في هيكل رأس المال الأمثل:

أ. تنخفض قيمة الشركة إلى الحد الأدنى.

ب. ترتفع قيمة الشركة إلى الحد الأقصى.

ج. المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يساوي تكلفة الدين.

د. يرتفع المبلغ المدفوع للضرائب.

10. تحديد تكلفة الأسهم أسهل من تحديد تكلفة الدين.

صواب / خطأ

### المصطلحات الرئيسية



المصطلح	التعريف
تكلفة رأس المال / Cost of capital	تسمى أيضًا "معدل العائد المطلوب"، وهي المعدل الذي يطلبه المُقرضون والمستثمرون من الشركة مقابل السماح لها باستخدام أموالهم.
تكلفة الدين / Cost of debt	معدل العائد الذي يطلبه المُقرضون.
تكلفة الأسهم / Cost of equity	العائد المطلوب الذي يتوقع ملاك الشركة كسبه بناءً على الأموال التي استثمروها في الشركة.
تكلفة الأسهم الممتازة / Cost of preferred stock	العلاقة التي تربط بين أرباح الأسهم الممتازة وسعر السوق.
تكلفة الأسهم العادية / Cost of common stock	العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل شراء الأسهم العادية التي تطرحها الشركة، والذي يعتبر بمثابة تكلفة الفرصة البديلة.
تكاليف التمويل / Flotation costs	النفقات المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة.



المصطلح	التعريف
هيكل رأس المال / Capital structure	مقدار الدين والأسهم التي تستخدمها الشركة بهدف تمويل النشاطات التجارية التي تزاولها.
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال / Weighted-average cost of capital	المتوسط المرجح لتكاليف الدين والأسهم الممتازة والأسهم العادية.
هيكل رأس المال الأمثل / Optimal capital structure	تركيبة من الديون والأسهم تُسهم في التوصل إلى أقل تكلفة لرأس المال وتحقيق الحد الأقصى للقيمة السوقية.

### المصطلحات الرئيسية



### المعادلات الأساسية



$$k_d = i(1 - t) \quad \text{تكلفة الدين}$$

$$k_p = \frac{D_p}{P_p} \quad \text{تكلفة الأسهم الممتازة}$$

تكلفة الأسهم العادية - العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر

$$k_e = i + \text{العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر}$$

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \beta \quad \text{تكلفة الأسهم العادية - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية}$$

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{p} + g \quad \text{تكلفة الأسهم العادية - نموذج نمو الأرباح}$$

$$k_{ne} = \frac{D_0 (1 + g)}{p - F} + g \quad \text{تكلفة الأسهم الجديدة}$$

$$k = w_1 k_d + w_2 k_p + w_3 k_e \quad \text{المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال}$$



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 1.5 : تكلفة رأس المال للدين

يسمح الاقتراض للشركة باستخدام أموال الآخرين بتكلفة أقل لرأس المال بسبب انخفاض المخاطر التي يتعرض لها المُقرضون عن العائد المتوقع للمساهمين. بالإضافة إلى ذلك، تكون مدفوعات العائد على الديون معفاة من الضرائب كنفقات تجارية. وعلى الرغم من هذه العوائد، فإن الدين يزيد من المخاطر على المساهمين حيث يحق للمُقرضين الحصول على مدفوعات العائد والسداد قبل توزيع أي أرباح على المساهمين. في إطار تخطيط شركة اتصالات للتوسع في أسواق إقليمية جديدة، يحاول المديرون فيها اتخاذ قرار بشأن استخدام الديون أو إصدار أسهم إضافية. إنهم يدركون أنه بالإضافة إلى المزايا الضريبية للدين، يجب أيضاً مراعاة ما يلي:

- تكلفة الاقتراض الحالية لشركة الاتصالات.
- مدة الاقتراض. فعادةً ما يكون للدين قصيرة الأجل تكلفة اقتراض أقل من الديون طويلة الأجل.
- ضرورة تقويم المخاطر المؤسسية على أساس مخاطر الأعمال لشركة الاتصالات ومستوى الدين الحالي في الشركة.

### المطلوب

1. ما العوامل التي يجب على الشركة مراعاتها قبل تكبدها ديوناً إضافية؟

---



---



---



---



---

2. كيف يمكن أن يؤثر الدين الإضافي على تكلفة رأس مال الشركة؟

---



---



---



---



---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 2.5: تكلفة رأس المال للأسهم العادية

تخطط ملاك لشراء أسهم عادية في شركة بيع بالتجزئة. في إطار تقويمها تكلفة الفرصة البديلة للعائد المتوقع لهذا الاستثمار، ستنظر أيضًا في الاستثمارات المحتملة الأخرى. يمكن تحديد العائد المطلوب للمستثمر من الأسهم العادية باستخدام إحدى الطرق الثلاث الآتية:

1. تبدأ الطريقة الأولى بتحديد معدل العائد المدفوع على الدين، ويُضاف إليه العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر الذي يتم تقديره بناءً على عدم اليقين المتعلق بالعوامل الاقتصادية وعوامل الشركة والسوق.
2. تعتمد الطريقة الثانية على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) مع العائد الإضافي المكتسب لتحمل المخاطر الذي يتأثر بمعامل "بيتا" في الشركة، والذي يقيس بدوره المخاطر المنهجية (غير القابلة للتنوع).
3. أما الطريقة الثالثة فتجمع العائد المتوقع لتوزيعات الأرباح مع نسبة النمو المتوقع.

### المطلوب

1. لماذا يُنظر إلى العائد المطلوب لاستثمار الأسهم العادية على أنه تكلفة الفرصة البديلة؟

---



---



---



---



---

2. أي طريقة من الطرق الثلاث ستساعد ملاك في تحديد معدل العائد المطلوب للاستثمار المحتمل في أسهم شركة البيع بالتجزئة؟ علّل خيارك.

---



---



---



---



---



## حالات دراسية بسيطة

### حالة دراسية بسيطة 3.5: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

ليلى هي المدير المالي لشركة مقاولات. تشمل الخطط الحالية التي تهدف إلى تنفيذها تحديد تكلفة رأس مال الشركة لمشروعات إنشائية جديدة. وتتضمن هذه العملية حساب تكلفة الأسهم والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وعليه، تحتاج ليلي إلى اتخاذ إجراءات باستخدام البيانات التالية التي زوّدها بها المحللون الماليون في الشركة.

#### المطلوب

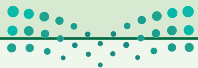
1. باستخدام صيغة نموذج نمو الأرباح، احسب  $k_e$  بالاستناد إلى المبالغ التالية:

توزيعات الأرباح	5 ر.س
معدل النمو	4%
سعر السهم الحالي	80 ر.س

2. احسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالاستناد إلى  $k_e$  من السؤال الأول إذا كان  $k_d$  يساوي 7% وكانت أوزان هيكل رأس المال ما يلي:

الدين	30%
الأسهم	70%

3. ما الإجراءات الإضافية التي يمكن أن تراعيها ليلي في المستقبل لتقليل تكلفة رأس مال الشركة؟





## حالة دراسية : تكلفة رأس المال لنشاطات الشركة العالمية الموسعة

تخطط الشركات باستمرار للاستثمار في شراء معدات جديدة ومنتجات جديدة والتوسع إلى أسواق جديدة وتنفيذ استراتيجيات توسع. وتتطلب هذه الإجراءات التمويل، إما من خلال الديون أو الأسهم. وعليه، يجب على المديرين أن يختاروا أفضل طريقة لتمويل النشاطات التجارية الجديدة والموسعة. وتشكل تكلفة رأس مال الشركة أساسًا لهذه القرارات.

في هذا السياق، أعدت شركة مختصة بالأغذية والمشروبات مخططًا لتحديد تكلفة رأس المال. وهذه العملية تشمل خطوتين. في الخطوة الأولى، يجب النظر في العوامل الكمية والنوعية فيما يتعلق بما يلي: (1) حالة الشركة، و(2) حالة البلد/السوق، و(3) مشروع الأعمال المقترح. فيما يلي ملخص للعوامل التي تنظر فيها الشركة عند تحديد تكلفة رأس المال:

عوامل تكلفة رأس المال	(1) حالة الشركة	(2) حالة البلد/السوق	(3) حالة مشروع الأعمال المقترح
العوامل الكمية	<ul style="list-style-type: none"> <li>• عائد السندات</li> <li>• عائد الأسهم</li> <li>• مستوى الدين</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• معدل التضخم</li> <li>• عوائد السندات</li> <li>• إجمالي الناتج المحلي، نصيب الفرد من نمو العائد</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تكاليف الشركات الناشئة</li> <li>• ضمان استمرار التدفقات النقدية</li> <li>• توفر التمويل ومعدلات العائد</li> </ul>
العوامل النوعية	<ul style="list-style-type: none"> <li>• النجاحات التي سبق تحقيقها</li> <li>• المديرين</li> <li>• الأسواق الحالية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• البنية التحتية</li> <li>• التشريعات الحكومية</li> <li>• العوامل الجغرافية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• توفر المرافق والتقنيات</li> <li>• احتمال تقبل السوق للمنتج الجديد</li> </ul>

في الخطوة الثانية، بالإضافة إلى العوامل الكمية والنوعية، توظف الشركة هذه الإرشادات لتحديد تكلفة محددة لرأس المال عند التخطيط لمشروع أو منتج في سوق قائمة أو جديدة:

تحليل تكلفة رأس المال	البلد الأم لمقر الشركة	سوق جديدة بلد صناعي	سوق جديدة اقتصاد نام
مشروع (منتج) قائم	المعدل الأساسي	المعدل مضافاً إليه 1-3%	المعدل مضافاً إليه 2-5%
مشروع (منتج) جديد	المعدل مضافاً إليه 1-3%	المعدل مضافاً إليه 2-5%	المعدل مضافاً إليه 4-6%

وعند استخدام هذا الجدول، تبدأ الشركة بمعدل أساسي، أي بتكلفتها الحالية لرأس المال. ثم يتم تعديل هذا المبلغ وفقاً لنوع المشروع (قائم أو جديد) وأحوال السوق التي سيقام المشروع فيها (في البلد الأم أو في بلد صناعي أو في اقتصاد نام).



وفي هذا الصدد، تخطط شركة الأغذية والمشروبات للتوسع خارج وطنها الأم المملكة العربية السعودية. وتشمل المشروعات المختلفة قيد المراجعة مخططات للإنتاج في بلد آخر وبيع منتجاتها خارج وطنها الأم.

**1. أسئلة الدراسة** لتوسيع الأعمال المخطط لها، هل تتصح الشركة السعودية بتطوير منتج جديد لسوق جديد في: (أ) بلد صناعي، أو (ب) دولة ذات اقتصاد نامٍ؟ علّل خيارك.

---

---

---

---

**2.** اشرح كيف يمكن لعامل أو أكثر من العوامل الكمية والنوعية أن يؤثر على تكلفة رأس المال لشركة الأغذية والمشروبات.

---

---

---

---

**3.** بدءاً من التكلفة الأساسية لرأس المال في المملكة العربية السعودية بنسبة 4% وباستخدام الإرشادات الواردة في جدول "تحليل تكلفة رأس المال"، اختر تكلفة رأس المال للمشروع الذي أوصيت به في السؤال الأول، واطرح العوامل التي أثرت في قرارك حول تكلفة رأس المال الذي اخترته.

---

---

---

---

**أنشطة عبر الإنترنت** ابحث عبر الإنترنت عن الطرق التي تستخدمها الشركات السعودية لتحديد تكلفة رأس المال لتمويل النشاطات التجارية الجديدة، واطرح العملية المستخدمة والتكلفة الحالية لرأس المال لمختلف الشركات.



National Geographic Learning,  
a Cengage Company

**Business Finance**

**Herbert B. Mayo**

Program Director: Sharon Jervis  
Senior Program Manager: Claire Merchant  
Publishing Consultant: Dorothy Robertson  
Subject Consultant: Jeff Butterfield  
Ministry Program Manager: Anna Missa  
Project Manager: Jemma Hillyer  
Editors: Felix Rowe, Lois Ware, Cecilia Bingham,  
Samantha Lacey, Abbie Coppin  
Head of Design and Production: Celia Jones  
Senior Production Manager: Sue Povey  
Designer: Jonathan Bargus

The publisher has made every effort to trace and contact copyright holders before publication. If any have been inadvertently overlooked, the publisher will be pleased to rectify any errors or omissions at the earliest opportunity

**Credits:**

Pp 16 Panther Media GmbH/Alamy Stock Photo; 17 Wirestock, Inc./Alamy Stock Photo; 20 Ebtisam Vector/Shutterstock; 21(b) Arabsstock.com; 22 Arabsstock.com; 25 Arabsstock.com; 40 Arabsstock.com; 58 Shushko/Alamy Stock Photo; 60 Maxx-Studio/Shutterstock; 63(b) Marvin Tolentino/Alamy Stock Photo; 63(t) Jonathan Bargus; 66 chaylek/Shutterstock; 69 Arabsstock.com; 92 ktasimar/Shutterstock; 95 edpics/Alamy Stock Photo; 97 H1N1/Shutterstock; 103 JJava Designs; 114 Andriy Popov/Alamy Stock Photo; 132 Westlight/Shutterstock; 136 Andrew Twort/Alamy Stock Photo; 137 Zorabc/Shutterstock; 138 create jobs 51/Shutterstock; 141 Watchara Ritjan/Shutterstock; 145 designer491/Alamy Stock Photo; 152 Michail Petrov/Shutterstock; 154 designer491/Alamy Stock Photo; 158 jayk7/Moment/Getty Images; 178 Naiyana Somchitkaeo/Shutterstock; 179 Arabstock; 181 smshoot/Shutterstock; 185 Frank Fiedler/Shutterstock; 191 designer49/Alamy Stock Photo; 193 Arabstock

© 2023 Cengage Learning, Inc.

ALL RIGHTS RESERVED. No part of this work covered by the copyright herein may be reproduced or distributed in any form or by any means, except as permitted by U.S. copyright law, without the prior written permission of the copyright owner.

"National Geographic", "National Geographic Society" and the Yellow Border Design are registered trademarks of the National Geographic Society  
© Marcas Registradas

For permission to use material from this text or product,  
submit all requests online at [cengage.com/permissions](https://cengage.com/permissions)  
Further permissions questions can be emailed to  
[permissionrequest@cengage.com](mailto:permissionrequest@cengage.com)

Student Edition:  
ISBN: 978-603-511-341-0

**National Geographic Learning**

Cheriton House, North Way,  
Andover, Hampshire, SP10 5BE  
United Kingdom

Locate your local office at [international.cengage.com/region](https://international.cengage.com/region)

Visit National Geographic Learning online at [ELTNGL.com](https://ELTNGL.com)  
Visit our corporate website at [www.cengage.com](https://www.cengage.com)

