

ثمين

التخطيط المالي والتنوع الاستثماري

— (الجزء الثاني)



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

نمين

أهداف الكُتَيْب:

يهدف هذا الكُتَيْب إلى فهم أساسيات تحليل فئات الأصول المتداولة في السوق المالية: (الأسهم، وأدوات الدخل الثابت، والعقارات، والصناديق الاستثمارية) من حيث التعريف بها ومزايا كل فئة، وكذلك المخاطر المرتبطة بها، والتعريف بمؤشرات أداء الاستثمار الرئيسة، التي أهمها معرفة آلية الموازنة بين المخاطر والعائد المتوقع لكل أصل من الأصول، ومعرفة كيفية حساب عائد الاحتفاظ بأصل ما، وكذلك العوائد المرجحة بالوقت. كما يهدف كذلك إلى فهم وتحليل الاستثمار في كل أصل من الأصول المالية، وكيفية تقييم الاستثمار بها.



مقدمة الكُتيب:

لكل مرحلة عمرية للإنسان لها أولويات حياتية، فهناك أولويات ما قبل سن العمل، وبدايات الحياة العملية وتمثل حياة الإنسان الرئيسة، ومرحلة التقدم في السن وما يرتبط بها من أهداف للتقاعد، ولكل مرحلة أهداف مالية تختلف عن المرحلة الأخرى، ومن ثم تتجه الأنظار نحو حجم المدخرات، فقد تكون المدخرات في بداية عمر الإنسان صغيرة، ومن ثم عليه أن ينمي هذه المدخرات عن طريق الاستثمار، وضرورة العمل على زيادة الوعي المالي.

يهدف هذا الكتيب إلى تعريف القارئ بأساسيات تصنيف فئات الأصول: (الأسهم، وأدوات الدخل الثابت، والعقارات، والصناديق الاستثمارية)، وكيفية تحليلها وأساليب تقييمها، ومعرفة المخاطر المتعلقة بكل فئة مقابل العوائد المتوقعة منها.



أين تستثمر في المملكة العربية السعودية، وفي أي نوع من الأصول؟

1 تصنيف فئات الأصول:



1 الأسهم:

هي عبارة عن جزء من ملكية شركة، فلو افترضنا أن رأس مال شركة ما هو 100 مليون ريال، ومقسم إلى مليون سهم، فبشراء المستثمر 10,000 سهم فإنه أصبح يمتلك جزءاً من الشركة بمقدار نسبة الأسهم لرأس مال الشركة، أي أنه يمتلك 1% من أسهم الشركة، وله حقوق التصويت في الشركة بمقدار ما يملك من أسهم؛ ويحصل على نصيبه من الأرباح، وفقاً لنسبته من الملكية في حال قيام الشركة بتوزيع أرباح.

يحقق الاستثمار في الأسهم عوائد دورية في حال توزيع أرباح، كما يحقق عوائد رأسمالية في حال ارتفاع سعر السهم



تتميز الأسهم عن باقي فئات الأصول الأخرى بسهولة عمليات التداول (البيع والشراء)، كما تصنف بأنها من

تبدأ الإجابة عن هذا السؤال من معرفة فئات الأصول الرئيسية، والإلمام الجيد بها. وفي المملكة العربية السعودية وبامتلاكها سوقاً مالية نشطة، أصبح لدى المستثمر عدة خيارات للاستثمار من خلال: أسواق المال، أسواق النقد، وصحبات التوفير: (الأموال السائلة/ الحسابات الجارية). وبالتركيز على فئات الأصول الرئيسية التي يمكن الاستثمار بها، يبرز الاستثمار في فئة الأصول الأوسع انتشاراً وشهرةً، وهي، الأسهم. كما يمكن الاستثمار في فئة أصول الدخل الثابت، وهي من الفئات التي تتميز بدرجات مخاطر أقل، ويقع تحت هذه الفئة كل من، الودائع الادخارية، والسندات بأنواعها. ويضاف إلى هذه الفئات في المملكة فئة الاستثمارات البديلة، وتشمل هذه الفئة، العقارات والصناديق العقارية، وصناديق الاستثمار، والاستثمار المباشر، ورأس المال المخاطر، وصناديق التحوط، والسلع. كما ظهرت فئة أصول جديدة في المملكة، وهي فئة أصول المشتقات المالية، وتشمل: العقود الآجلة، والخيارات، ونوضح فيما يلي صفات وخصائص ومميزات الفئات الرئيسية منها، وهي: الأسهم، وأدوات الدخل الثابت، والأصول العقارية، وصناديق الاستثمار.

② أدوات الدخل الثابت:

تتمثل هذه الفئة من الأصول في الصكوك والسندات، التي تقدم عوائد منتظمة أو ثابتة، بالإضافة إلى سداد رأس المال، وتختلف طبيعة هذه الفئة من الأصول عن الأسهم، حيث يُقدم المستثمر دينًا في صورة شرائه لسك أو سند من شركة أو دولة، ويحصل مقابل ذلك على استحقاق مالي، يسمى كوبون وهو يمثل العائد على رأس المال، كما تقوم الجهة المقترضة بسداد أصل الدين في نهاية المدة، وتختلف نسبة العائد والآجال لكل سند.

تمتاز أدوات الدخل الثابت بانخفاض مخاطرها، ولكن بالمقابل انخفاض عوائدها مقارنةً بالأسهم.



فئات الأصول عالية المخاطر، (وذلك مقابل عوائد متوقعة أكبر)، حيث قد يتأرجح سعر السهم صعودًا وهبوطًا في السوق، حسب متغيرات تتعلق بالشركة، أو متغيرات تتعلق بالاقتصاد. وخلال هذه المراحل يمكن أن يحقق المستثمر أرباحًا أو خسائر في حالة البيع أو الشراء في أثناء الصعود أو الهبوط. كما يتيح الاستثمار في الأسهم تنوع الاستثمارات عبر مختلف القطاعات والاقتصادات، كما يتيح الاستثمار في هذه الفئة من الأصول بمبالغ صغيرة.

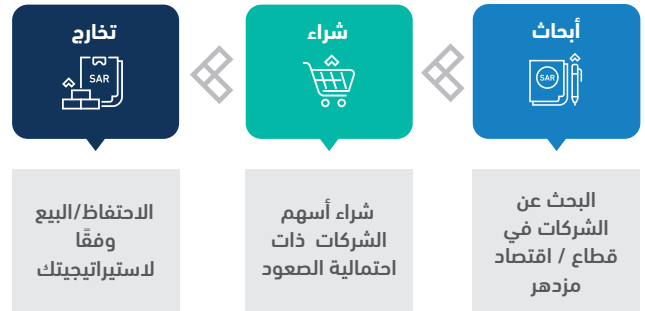
تُصنف الأسهم بأنها من فئات الأصول عالية المخاطر حيث يصعب التنبؤ بعوائدها

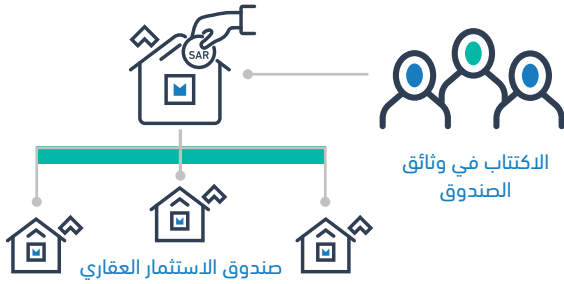


وتمر عملية الاستثمار في الأسهم بعدة مراحل بدايةً من البحث عن الأسهم في القطاعات الجاذبة استثماريًا، ومن ثم إتمام عملية الشراء، ثم اتباع إستراتيجية الاستثمار المناسبة (نشطة، سلبية، شبه نشطة).

ومن الخصائص المميزة لهذه الفئة، أن مخاطرها منخفضة نسبيًا والعوائد المتوقعة منها أقل من الأسهم، ورأس المال آمن ما لم تغلس الجهة المقترضة، وليس لحاملها ملكية في الجهة المقترضة، كما أن لها أولوية المطالبة في حالة التخلف عن السداد أو التصفية.

وتتمثل الفوائد المترتبة على الاستثمار في هذه الفئة في عدة جوانب، منها: تنوع المخاطر المرتبطة بها عن الأسهم، والحفاظ على رأس المال، وتحقيقها لدخل ثابت. وتتمثل المخاطر المترتبة بها في المخاطر الائتمانية للمصدر، حال





التعسر المالي أو الإفلاس؛ لكن السندات السيادية تُعدُّ بلا مخاطر تقريباً، نظراً لانخفاض احتمالية تخلف الحكومات عن السداد. وفئة الأصول ذات الدخل الثابت غالباً ما تلائم المستثمرين ذوي الدخل غير المنتظمة، لأنها تحدث لهم نوعاً من التوازن والطمأنينة.

تذكر: يرتفع العائد المتوقع من الأصل الاستثماري كلما ارتفعت درجة مخاطره.



ومن أهم الخصائص المتعلقة بفئة الأصول العقارية توافر سيولة أعلى في صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (REITs)؛ في مقابل الاستثمار العقاري التقليدي ذي السيولة الأقل، كما أنها تعد أكثر تنظيماً لكن مع رسوم أعلى.

كما أن لها العديد من الفوائد للمستثمرين منها: تنوع المحفظة من خلال وجود ارتباط ضعيف بفئات الأصول التقليدية. وتعزيز العوائد من خلال الوصول إلى مجموعة أوسع من الاستثمارات. والدخل الدوري، حيث تقدم دخلاً دورياً ثابتاً في شكل إيجارات بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية.

أما بالنسبة لمخاطر هذه الفئة من الأصول، فتتمثل في انخفاض سيولتها، مقارنة بفئات الأصول الأخرى، وانخفاض في نسبة الشفافية مقارنة بفئات الأصول الأخرى بسبب محدودية بيانات المخاطر والعوائد التاريخية لها؛ بالإضافة إلى ارتفاع كثافة رأس المال (الاستثمارات المباشرة) المطلوبة لتأسيس الصندوق.

③ الأصول العقارية:

تمثل خصائص فئة الأصول العقارية في خليط من فئتي الأسهم، وأدوات الدخل الثابت، فهي عبارة عن أصول عقارية، سواء كانت عقارات تجارية أو سكنية في شكل صناديق عقارية، فالصندوق العقاري عبارة عن مجموعة أصول عقارية، يتم شراؤها وتأجيرها، وتحقيق دخل منها؛ وتكون تحت ملكية واحدة باسم صندوق ما. ويتم طرح وحدات منها وتداولها في السوق المالية في شكل وثائق استثمارية، والحصول على عوائد دورية منها، كما يمكن أن تحدث زيادة في رأس مال الصندوق نتيجة قيام مدير الصندوق بإدخال إضافات وتحسينات للعقارات المملوكة للصندوق، كما قد يحدث ارتفاع أو انخفاض في سعر الوثائق عند تداولها بالسوق.

يُنصح بالاستثمار عبر الصناديق الاستثمارية للأفراد الذين ليس لديهم الخبرة أو الوقت الكافي لإدارة استثماراتهم.



يوفر الاستثمار في صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (REITs)؛ سيولة أعلى في مقابل الاستثمار العقاري التقليدي



أما مخاطر صناديق الاستثمار فهي تعتمد على طبيعة الصندوق، كما قد ينتج عن رسوم الإدارة المرتفعة انخفاض صافي العوائد المحققة، وأخيرًا لا يوجد ضمان للأداء أو العوائد المتوقعة في بعض أنواع الصناديق، خاصة التي تستثمر في فئات أصول عالية المخاطر.

④ صناديق الاستثمار:

تعد فئة أصول صناديق الاستثمار أحد الأوعية الاستثمارية الشاملة، التي يمكن أن تحتوي على كل فئات الأصول؛ والتي تُختار وفقًا لأسس ومعايير محددة لتحقيق أهداف الصندوق الاستثمارية سواء كان صناديق نمو أو صناديق دخل أو غيرها، علاوة على تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق، ومن ثم خفض مستوى المخاطر الإجمالية للاستثمار.

وتتميز الصناديق بتجنبها القيود التي تقع عادةً على استثمارات الأفراد، فيتحقق لها مزيد من القدرة على التنوع، وانخفاض في تكاليف بيع وشراء الأوراق المالية المكونة له.

وللصناديق الاستثمارية العديد من الفوائد، منها: الإدارة المهنية والاحترافية، حيث يتم الاستعانة بمصادر خارجية لإدارة الاستثمار من ذوي الخبرة لوضع أفضل الطرق لتوليد عوائد أعلى؛ بالإضافة إلى الوصول إلى إستراتيجيات استثمارية أفضل.



فئات الأصول، ومقارنتها بالفئات الأخرى، ومن خلال هذه المقارنة يتبين أن الاحتفاظ بالمدخرات في صورة نقدية سائلة أو استثمارها في أوعية استثمارية بنكية - مثل صناديق المرابحات - تمثل أقل درجة من المخاطر وبالتالي يقابلها أقل عائد، تليها من حيث درجة المخاطرة السندات الحكومية والتي تُعطي عائدًا أعلى قليلًا من النقدية مقابل مخاطر أعلى أيضًا، وعلى سبيل المثال لو قام أحد الأفراد باستثمار نقوده في صندوق مرابحات، قد يكون العائد الذي يحصل عليه في حدود 1.5% من رأس المال، بينما إذا استثمر في السندات الحكومية يكون العائد من 3-4%؛ وهكذا كما يتضح من الشكل لباقي فئات الأصول، حيث تعطي الأسهم عائدًا أعلى من السندات، مقابل مخاطر أعلى، والاستثمارات المباشرة تعطي عائدًا أعلى من الأسهم مقابل مخاطر أعلى، وهكذا.

حيث يمكن تعريف المخاطر ماليًا بأنها التقلبات في حركة السعر، ولا شك أن جميع الاستثمارات تحمل قدرًا من المخاطر، ومن ثم العائد أيضًا. وفي الحالة المثالية للاستثمار يكون «ارتفاع المخاطر = ارتفاع العائد». وتعرف المخاطر إحصائيًا على أنها الانحراف عن المتوسط أو الانحراف المعياري. فالخطر نوعان:

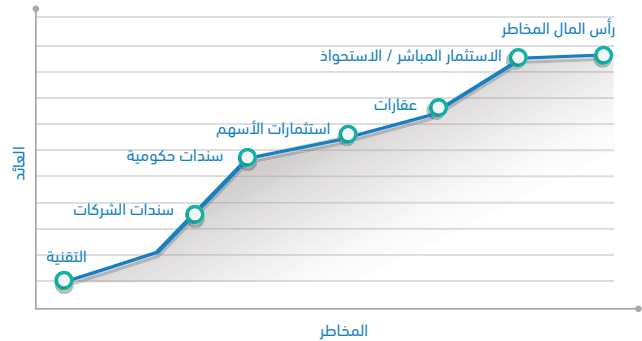
❖ خطر يتعلق باحتمالية عدد المرات التي قد ينحرف فيها السعر الفعلي عن السعر المتوقع؛ على سبيل المثال، لنفترض أن احتمالية فشل الشركات الناشئة هي 90%،

مؤشرات أداء الاستثمار الرئيسية:



① الموازنة بين المخاطر:

من أهم المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن ينتبه إليها هي الموازنة بين درجة المخاطرة والعائد، فكلما ارتفعت درجة المخاطرة كلما ارتفع العائد المتوقع، فالمخاطر هي تعبير عن احتمالية تحقيق المستثمر لنتائج مالية سلبية (خسارة)، بدلًا من تحقيق الأرباح المتوقعة من الاستثمارات التي قام بها؛ أما العائد فيمثل القيمة الإضافية على رأس المال (كنسبة مئوية منه «%») التي يحققها المستثمر من الاستثمار في الأصول أو الأدوات المالية.



حيث يعد الشكل السابق من أهم الأشكال البيانية التي توضح العلاقة بين المخاطر والعائد بالنسبة لكل فئة من

ولكن يؤخذ على هذا المؤشر عدم النظر لفارق مدة الاحتفاظ لهذه الأصول. على سبيل المثال؛ إذا ارتفع سعر سهمين (أ؛ ب) تم شراؤهما بسعر 100 ريال سعودي إلى 150 ريال سعودي؛ علماً بأن:

- ❖ **سهم (أ)** ارتفع بعد مدة زمنية قدرها 5 سنوات
 - ❖ **سهم (ب)** ارتفع بعد مدة زمنية قدرها 10 سنوات؛
- حيث يمكن حساب عائد مدة الاحتفاظ من خلال المعادلة:

$$\text{عائد مدة الاحتفاظ (HPR)} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء})}{\text{سعر الشراء}}$$



يلاحظ أن عائد مدة الاحتفاظ لكل من السهمين لا يزال 50% على الرغم من اختلاف مدة الاحتفاظ، حيث لا احتساب للزمن في هذه المعادلة. وعليه، فإن حساب عائد مدة الاحتفاظ عندما تستثمر في الأسهم نفسها على مدى أوقات زمنية متفاوتة، قد لا يعطي نتائج دقيقة عن جدوى الاستثمار، ومن ثم يجب أن تتساوى مدة الاستثمار، ليعطي المؤشر نتائج صحيحة لحساب العائد، ويكون مفيداً في عملية المقارنة.

يعني ذلك أن 9 من أصل 10 استثمارات ستخسر فيه. وبالطبع هذه نسبة مخاطر مرتفعة جداً، ومن ثم يُفترض أن ينتظر المستثمر في هذا النوع من الشركات عوائد أعلى تقابل هذه المخاطر.

❖ خطر يتعلق بمقدار انحراف القيمة المتوقعة لصفحة ما بسبب حدوث أمر عارض؛ على سبيل المثال: قبل إتمام صفقة الاستحواذ على شركة (أ)، يضع المحللين تقديرات لتأثير احتمالية عدم قيام الشركة مقدمة العرض بإتمام عملية الاستحواذ بانخفاض أسعار أسهم شركة (أ) بنسبة ما.

② عائد مدة الاحتفاظ

(Holding Period Return = HPR)

يشير مفهوم مؤشر عائد مدة الاحتفاظ إلى العائد المتحقق على المبلغ المستثمر على مدى مدة الاستثمار؛ ويتم التعبير عنه كنسبة مئوية على أساس الأصول المحتفظ بها خلال المدة؛ ويمكن استخدام مؤشر عائد مدة الاحتفاظ لمقارنة الأسهم المختلفة أو صناديق الاستثمار في محفظة ما، لمعرفة أيهما كان أفضل أداءً بمرور الوقت.

وهو مؤشر حسابي بسيط يمكن للمستثمر استخدامه لمقارنة معدل العائد الفعلي بمعدل العائد المستهدف، أو لمقارنة فرص الاستثمار المختلفة لمعرفة أيها يولد أعلى عائد؛

③ العوائد المرجحة بالوقت (Time Weighted Returns = TWR)

العائد المرجح بالوقت، هو أحد وسائل حساب عائد الاستثمار، حيث يحتسب معدل العائد على استثمار ريال واحد لأوقات زمنية متتالية، أي يحسب معدل العائد لأوقات فرعية متعددة، بناءً على التغيرات في التدفق النقدي. فالعوائد المرجحة بالوقت تأخذ في الحسبان توقيت الاستثمارات، لتعطيك أفضل مقياس للعائد.

يمكن حساب العوائد المرجحة بالوقت من خلال المعادلة التالية:

العوائد المرجحة بالوقت (TWR) =

$$((1 + \text{عائد مدة الاحتفاظ الأولى «HPR1»}) \times (1 + \text{عائد مدة الاحتفاظ الثانية «HPR2»})) - 1$$



حيث يعبر عائد مدة الاحتفاظ الأولى «HPR1» عن مدة الاحتفاظ الأولى فقط، أي من تاريخ الاستثمار الأول حتى تاريخ الاستثمار الثاني، بينما يعبر عائد مدة الاحتفاظ الثانية «HPR2» عن مدة الاحتفاظ الثانية، أي من تاريخ بداية الاستثمار الثاني حتى نهاية المدة. وقد يكون هناك عدة مراحل استثمارية، وتحسب بالآلية نفسها.

ولكن يؤخذ على هذا المؤشر عدم النظر لقيمة تدفقات رأس المال في الحسبان. كما يلغي هذا المقياس تأثير الإضافات والتسريبات من المحفظة.

وقبل ختام هذه النقطة يجب الإشارة إلى أنه لا يسع أي مؤشر منفرد أو مقياس واحد القدرة على التعبير عن التفاصيل الكاملة، أو تحديد سياق الأداء للطرف التاريخي لأي فئة أصول. وعلى المستثمر أن يستخدم أكثر من مؤشر ومقياس بحسب أهدافه المالية.

(الدين)، ويحسب صافي الدين بطرح النقدية من إجمالي ديون الشركة. واستكمالاً للمثال السابق، وعلى افتراض إجمالي ديون الشركة في المثال = 482 مليون؛ ونقديتها = 394 مليون، فيكون صافي الدين = 482 - 394 = 92 مليون. وعليه تكون قيمة المنشأة محل المثال: = 8.756 مليار + 92 مليون = 8.664 مليار ريال. كما أنه من المهم مراجعة هذه المعدلات للتحقق من قوة الشركة ماليًا قبل الاستثمار في الأسهم:

❖ هامش الربح الإجمالي:

إذا كان هذا المعدل صحي (الهامش موجب ومرتفع مقارنة بالشركات العاملة في مجال عمل الشركة نفسها المستهدفة بالشراء)، فهو يؤكد على قوة نموذج الأعمال الأساسي للشركة.

❖ عدد أيام رأس المال العامل:

يعبر هذا المعدل عن قدرة الشركة على المساومة مع عملائها والموردين. ويعني معدل عدد أيام رأس المال العامل المرتفع: أن الكثير من المال عالق في المخزون وعند الموردين، ومن ثم ترتفع مخاطر السيولة عند الشركة.

❖ نمو الإيرادات المرتفع:

يشير هذا المعدل إلى ارتفاع تقبل منتجات الشركة وخدماتها في السوق، ومدى نجاح الشركة في تنفيذ خطة أعمالها.

فهم استثمارات الأسهم وتحليلها



① المصطلحات الرئيسية:

يمكن بداية مراجعة المفاهيم الأساسية المرتبطة بالأسهم كما يلي:

❖ سعر السهم:

هو السعر الحالي الذي يتم عليه تداول السهم الواحد؛ على سبيل المثال: أغلق سعر السهم المتداول لإحدى الشركات عند 39.8 ريال سعودي.

❖ القيمة السوقية للشركة:

تُعبّر عن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية للشركة؛ التي يمكن حسابها من خلال عملية ضرب إجمالي عدد الأسهم في القيمة السوقية الحالية للسهم. وباستكمال المثال السابق وعلى افتراض أن إجمالي أسهم هذه الشركة 220 مليون سهم، فإن القيمة السوقية للشركة ستساوي = 39.8 × 220 = 8.756 مليار ريال.

❖ قيمة المنشأة (EV):

هي قيمة جميع أصول (الشركة) سواء تم شراؤها باستخدام الدين أو بحقوق الملكية. وتساوي (القيمة السوقية + صافي

والجيدة، وهذا النوع من الاستثمار يُفضل للمستثمرين العاديين لاعتمادهم على طرف خبير لإدارة الاستثمارات.

❖ الطريقة الثالثة:

الاستثمار بشكل غير مباشر عبر شراء وثائق صندوق المؤشرات: تتكون محافظ صناديق المؤشرات من أسهم الشركات نفسها المكونة لمؤشر السوق الرئيس، أو أي مؤشر آخر في السوق، وبأوزانه النسبية نفسها، ومن ثم فهم يحاكي مؤشر السوق صعودًا وهبوطًا.

③ كيف تتم عملية شراء الأسهم؟

تتم عملية شراء الأسهم كما في الشكل المقابل، فإذا ما قرر أحد المستثمرين شراء عدد من الأسهم بقيمة 100 ريال للسهم الواحد، فيأذن ذلك سيتم من خلال سوق تداول، ويتم بعدها حفظ الأسهم في حساب المستثمر لدى شركة الحفظ المركزي.



❖ نسبة الدين/حقوق الملكية:

يشير ارتفاع هذا المعدل إلى أن هناك ضغطًا على التدفقات النقدية، حيث قد يتم الضغط على الإدارة لإعطاء الأولوية لسداد الديون على الاستثمار في المشاريع المستقبلية والتوسع.

② طرق الاستثمار في الأسهم:

يمكن تقسيم طرق الاستثمار في الأسهم عبر السوق المالية إلى عدة أنواع، كما يلي:

❖ الطريقة الأولى:

الاستثمار بشكل مباشر عبر شراء الأسهم المتداولة: ويقصد بها الاستثمار مباشرة من خلال الشراء من السوق، وهذا النوع يفضله المستثمرون ذوو الخبرة، لأنه يحتوي على مخاطر عالية مقابل عائد مرتفع، ويفضل مع أهداف طويلة الأجل، ويتم تداول هذه الأسهم في سوق تداول الأوراق المالية.

❖ الطريقة الثانية:

الاستثمار بشكل غير مباشر عبر شراء وثائق صناديق الاستثمار: وهي الصناديق المدارة باحتراف، حيث يقوم فريق محترف بتحليل واختيار الأسهم المناسبة للاستثمار؛ كما يتم تحديد الأهداف مسبقًا مثل صناديق الدخل، التي تستثمر في الأسهم ذات توزيعات الأرباح المستقرة

حققه من عملية البيع على المكشوف، التي تساوي 20 ريالاً للسهم الواحد، (يخصم منه هامش اقتراض الأسهم المتفق عليها)، وذلك كما في الآلية الموضحة بالرسم.



❖ التداول بالهامش:

يطلق عليه أيضًا بالتداول عن طريق الرافعة المالية، هو في الأساس إجراء صفقة عن طريق اقتراض المال. ويتم بآلية معاكسة لما شرحناه سابقًا في البيع على المكشوف، وكمثال للتوضيح يتوقع أحد المستثمرين ارتفاع سعر سهم معين مستقبلاً إلى 130 ريالاً، ويتداول السهم الواحد حالياً عند 100 ريال سعودي، ولكن هذا المستثمر لديه من المال ما يغطي فقط 50 ريالاً للسهم الواحد، وحللاً لذلك فإنه يقوم باللجوء إلى إحدى الجهات المقرضة (كالبانوك) لاقتراض الجزء المتبقي لإتمام صفقة الشراء، ثم يقوم بعد ذلك ببيعها بالسعر الأعلى - في حال تحقق توقع المستثمر- ورد الأموال المقرضة إلى جهة الاقتراض مع تكلفة الاقتراض، ويحقق مكسباً قدره 30 ريالاً (يخصم منه تكلفة الاقتراض).

بعد مدة، في حال قرر المستثمر بيع أسهمه، وعلى افتراض ارتفاع سعر السهم الواحد إلى 120 ريال، فإن المستثمر يقوم ببيع هذه الأسهم بالطريقة نفسها من خلال سوق تداول، ويكون بذلك قد حقق ربحاً رأسمالياً قدره 20 ريال للسهم الواحد؛ وهكذا تتم عمليات الشراء والبيع في سوق التداول.



وهناك أنواع أخرى لعمليات شراء الأسهم، مثل:

❖ البيع على المكشوف:

يتوقع أحد المستثمرين انخفاض سعر سهم معين، وليكن إلى 80 ريالاً، وسعره الحالي عند 100 ريال، ولكنه لا يمتلك مائلاً لشراء هذه الأسهم، فيقوم باقتراضها، ثم يتعهد بإعادتها بعد مدة محددة مقابل هامش معين يتم الاتفاق عليه، ويقوم ببيعها عند سعرها المرتفع عند 100 ريال، وبعد انخفاض سعر السهم إلى 80 ريالاً - في حال تحقق توقع المستثمر- فإنه يقوم بشراء الأسهم المقرضة وإعادتها إلى مالِكها الأصلي مرة أخرى، والاستفادة من الربح الذي

④ التحليل الأساسي للأسهم:

ينظر هذا النوع من التحليل إلى قيمة الأسهم على أنها مساوية للقيمة الحالية، لتدفقاته النقدية المستقبلية. وعليه، فإن قيمة السهم تساوي:



ومن ثم يمكننا القول: أنه كلما ارتفعت التدفقات النقدية، كلما ارتفعت قيمة السهم (النمو)، كما أن ارتفاع المخاطر يعني ارتفاع معدل الخصم، وعليه يكون الهدف الأساسي للشركات هو تحقيق تدفقات نقدية مستمرة، من أجل الاستمرار والنمو (النقدية).

إمكانيات النمو المرتفعة تزيد من توقعات الأرباح المستقبلية الناتجة عن الأصل ومن ثم ارتفاع التقييم



❖ النقدية:

يعتمد محرك التقييم المرتكز على النقدية على حساب ما لدى الشركة من نقدية، وقدرتها على توليد تدفقات نقدية مرتفعة من عملياتها التشغيلية، فالنقدية مثل الدم بالنسبة للشركات، حيث تحتاج وجوده للبقاء والعمل. مثال ذلك: تعد أسهم إحدى أشهر شركات التكنولوجيا من أعلى الشركات قيمة في العالم، بقيمة سوقية تبلغ 2,3 تريليون دولار أمريكي، يرجع ذلك احتوائها على رصيد من النقدية،

⑤ المحركات الرئيسية لتقييم الأسهم:

❖ النمو:

يعتمد هذا المحرك على توقعات الإيرادات والربحية؛ حيث إن آفاق النمو المستقبلي لإيرادات وربحية الشركات تزيد من التدفقات النقدية المستقبلية. فالنمو المستقبلي هو أحد الأسباب التي تجعل على سبيل المثال قيمة أسهم مصانع السيارات الكهربائية أعلى من أي مصانع سيارات آخر في العالم.

لعرض المسلسلات على شبكة الإنترنت، استفادة كبيرة على مستوى تقييمها بسبب هذه المخاطر، فبعد أن حدث الإغلاق بسبب هذه الجائحة، وزيادة الاتجاه للعمل من المنزل، أدى ذلك إلى توقع شركات التقييم زيادة اشتراك الكثير من الناس في المنصة لقضاء كثير من الوقت عليها، ومن ثم ارتفع تقييم الشركة بأكثر من 100%؛ ثم بعد انتهاء الجائحة، ومع خروج الناس والعودة للعمل من المكاتب، أصبحت مخاطر قضاء وقت أقل على المنصة عالية. ومن ثم ارتفعت مخاطر إلغاء الاشتراكات، مما تسبب بانهيار السهم إلى ما يقرب من 50%، وذلك بسبب زيادة مخاطر انخفاض عدد المشتركين بالمنصة.

كلما زادت درجة المخاطر المرتبطة بأعمال شركة ما، قلت احتمالية تحقيقها للعوائد المتوقعة، ومن ثم انخفض تقييمها، والعكس صحيح .



⑥ أهمية مكر الربحية:

تعبر نسبة السعر إلى الربح (مكر الربحية) عن مقياس لسعر السوق للسهم إلى أرباحه السنوية. ومن خلاله يستطيع المستثمر التعرف على سعر السهم الذي سيدفعه اليوم مقابل الربحية التي سيحصل عليها مستقبلاً، ويمكن حسابها

وما يعادلها بما يزيد قيمته عن 190 مليار دولار أمريكي، كما تحقق سنوياً 75 مليار دولار أمريكي في المتوسط، كدفق نقدي تشغيلي. حيث يشير التدفق النقدي الثابت من العمليات إلى أن نموذج العمل يعمل بكفاءة. كما يمكن للتدفقات النقدية المنخفضة أو المتذبذبة أن تعرقل خطط العمل والتوسع المستقبلية.

يُعد معيار النمو المستقبلي في التدفقات النقدية من التشغيل ورصيد النقدية القائم أحد المحركات الرئيسية في عملية التقييم



❖ المخاطر:

تؤثر حجم المخاطر المتوقعة على احتمالية تحقق العوائد المتوقعة، ومن ثم فإن المخاطر المتوقعة هي أحد المحركات المهمة التي يتم أخذها في الحسبان عند تقييم أسهم الشركات بالنظر إلى طبيعة عملها والمخاطر المرتبطة بها.

للتوضيح وعلى سبيل المثال، وخلال فترة انتشار جائحة صحية ما، أدت إلى توقف الأعمال في دولة معينة، وهو ما زاد من مخاطر إفلاس كثير من الشركات، وبالتالي انخفض تقييم وأسعار كثير من الشركات بسبب هذا التوقف. ولكن، وفي مقابل ذلك، حققت إحدى الشركات التي لها منصة

كما يوضح الجدول أيضًا أن شركة طلال تمتلك مكرر ربحية أعلى من شركتي سعود وفهد، مما قد يعني أن السوق يعتقد أن شركة طلال ستحقق نموًا أعلى من شركتي سعود وفهد مستقبلاً. وهو ما قد يوقع المستثمر في حيرة. ولحل الأمر، يمكن اللجوء إلى حساب نسبة أخرى هي: نسبة مكرر الربحية إلى النمو كما في المعادلة:

نسبة مكرر الربحية إلى النمو =
مكرر الربحية الحالي للشركة ÷
نسبة النمو المتوقع لربحية الشركة



حيث يمكن تطبيق المعادلة، كما في الجدول التالي:

نسبة مكرر الربحية إلى النمو	توقعات نمو ربحية السهم	مكرر الربحية	سهم شركة
2.25	10%	22.5	سعود
2.53	8%	20.3	فهد
1.32	20%	26.5	طلال

بتطبيق المعادلة على مثالنا السابق يظهر أن شركة طلال التي كانت أعلى تقييماً عند استخدام مكرر الربحية، كانت الأفضل كسعر مقابل الأرباح المتوقعة بعد تطبيق نسبة مكرر الربحية إلى النمو، ومن ثم يمكن استخدامها كمقارنة أفضل للأسهم عند استخدام مكرر الربحية كمعيار للمفاضلة بين الأسهم المتقاربة.

عن طريق قسمة سعر السهم بالسوق على ربحية السهم الواحد أو بطريقة أخرى عن طريق قسمة إجمالي القيمة السوقية للشركة على صافي أرباحها.

يعد مكرر الربحية مقياساً لفهم ما إذا كانت قيمة الأسهم مبالغ فيها؛ أو مُقيّمة بأقل من قيمتها مقارنة بأقرانها؛ ويعني مكرر الربحية المرتفع عموماً أن السهم مبالغ في قيمته. كما قد يُشير أيضًا إلى النمو المتوقع للسوق الذي تنمو فيه الشركة.

مثال توضيحي لمكرر الربحية وأهميته:

بافتراض أن لدينا ثلاث شركات، هي: شركة سعود، وشركة فهد، وشركة طلال. وكانت المعلومات حول سعر السهم لكل شركة وربحية السهم كما في الجدول التالي:

سهم شركة	سعر السهم	ربحية السهم	مكرر الربحية
سعود	137	6.1	22.5
فهد	2,245	110.6	20.3
طلال	254	9.6	26.5

يبين الجدول أن شركة فهد تتداول عند مكرر ربحية أقل من سعود وطلال. فإذا اعتقد المستثمرون أن شركة فهد سوف تحقق المستوى نفسه من النمو مثل شركتي سعود وطلال. فإنهم يعتقدون أن شركة فهد مقيمة بأقل من قيمتها، وسيقومون بشراء السهم.

درجة استثمارية أو مصنفة ائتمانيًا دون درجة غير استثمارية. ومن حيث مدة الاستحقاق: إما أن تكون ذات مدة أقل من سنة (سندات سوق المال)، أو أكثر من سنة (سندات سوق رأس المال). ومن حيث نوع الكوبون: إما أن تكون سندات ذات عائد ثابت أو سندات ذات عائد متغير. وهناك أنواع خاصة مثل: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، بناء على رغبة الشركة المُصدرة، أو قابلة للاستدعاء قبل مدة استحقاقها. ويمكن زيادة الإيضاح من خلال الجدول التالي:

فهم وتحليل استثمارات الدخل الثابت



① أنواع استثمارات الدخل الثابت:

تقسم السندات إلى عدة أنواع: فمن حيث المصدر: يمكن تقسيمها إلى سندات شركات وسندات حكومية. ومن حيث الجدارة الائتمانية: إما أن تكون مصنفة ائتمانيًا ذات

أنواع السندات بناء على نوع المصدر والسوق الذي تطرح فيه:		
سندات الشركات التي تطرح في سوق المال	<ul style="list-style-type: none"> تتعامل أسواق المال في الأوراق المالية قصيرة الأجل ذات القيمة العالية، على سبيل المثال: أذون الخزانة 90 يومًا. المشاركة بشكل رئيس من قبل المؤسسات 	تستهدف جميع المؤسسات التي تبحث عن استثمارات قصيرة الأجل.
سندات الحكومة وسندات الشركات التي تطرح في سوق رأس المال	<ul style="list-style-type: none"> أسواق لزيادة رأس المال طويل الأجل، مثل السندات الحكومية لمدة 3 و5 و7 سنوات المصدرة من قبل حكومة المملكة العربية السعودية. 	تستهدف جميع المستثمرين.
أنواع السندات بناء على الجدارة الائتمانية:		
الدرجة الاستثمارية	<ul style="list-style-type: none"> فرصة منخفضة للتخلف عن السداد التصنيف الائتماني BBB / Baa3- أو أعلى مثال: سندات الشركات. 	تستهدف المستثمرين المتمرسين الذين يبحثون عن مخاطر وعوائد متوازنة.
الدرجة غير الاستثمارية	<ul style="list-style-type: none"> مخاطر التخلف عن السداد أعلى من الدرجة الاستثمارية التصنيف الائتماني أقل من BBB / Baa3- مثال: السندات الصادرة عن أحد الخطوط الجوية المهتدة بالإفلاس. 	يسعى المستثمرون إلى المضاربة للحصول على عوائد أعلى.

أنواع خاصة من السندات:		
السندات القابلة للتحويل	<ul style="list-style-type: none"> يمكن تحويلها إلى أسهم الشركة في أوقات معينة، على سبيل المثال، معظم الديون الممنوحة للشركات الناشئة لديها خيار التحويل إلى حقوق ملكية. 	يريد المستثمر خيارًا للحصول على عوائد أعلى من خلال حقوق ملكية المصدر في تاريخ الحق.
السندات القابلة للاستدعاء	<ul style="list-style-type: none"> يمكن أن تُستدعى أي يتم استردادها من الشركة قبل تاريخ الاستحقاق بسعر محدد سابقًا. أسعار الفائدة تنخفض، فيمكن للشركة استبدال السندات بسعر منخفض. 	هذا النوع من السندات يعطي عائدًا مرتفعًا كحافز للشراء

② تحليل السندات:

الحكومية ذات المخاطر الأقل ستكون أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بسندات الشركات.

❖ **مخاطر السيولة:** وهي عبارة عن خطر عدم توافر مشتريين لسند معين في وقت معين بأسعار معقولة. على سبيل المثال: في بيئة الأسعار المتقلبة، وتقلبات أسعار الفائدة، وزيادة مخاطر عدم السداد وشح السيولة، قد لا تجد السندات المصدرة من إحدى الجهات أي مشتريين لها بأسعار معقولة.

يتركز الاهتمام في تحليل السندات بالمخاطر المرتبطة بالسندات والمتعلقة بخسارة رأس المال، وعلى الرغم من أن السندات هي الأقل من حيث المخاطر بين فئات الأصول المختلفة، إلا أن هناك ثلاثة أنواع من المخاطر يمكن أن تتعرض لها، وهي:

❖ **مخاطر الائتمان:** وتتمثل في خطر عدم قدرة مصدر السندات على سداد رأس المال للمستثمر. على سبيل المثال، السندات لأي دولة تدخل في أزمة اقتصادية قد تكون سنداؤها معرضة لخطر التخلف عن السداد.

❖ **مخاطر أسعار الفائدة:** حيث إن التغير في أسعار الفائدة في السوق يؤدي إلى تغير في قيمة السندات. مثالا: ستؤدي الزيادة في أسعار عوائد السندات الحكومية في دولة ما، إلى انخفاض أسعار سندات الشركات على مستوى هذه الدولة، نظرا لأن الفائدة على السندات



③ الحكم على عوائد السندات:

العائد على السند هو عبارة عن الأداة التي تستخدم لقياس العائد على السندات مقارنة بالسندات الأخرى، ويتوقف حكم المستثمر على عوائد السندات بالنظر إلى ما يلي:

- ❖ **الكوبون (الفائدة):** هل عائد الكوبون يستحق المخاطرة؟، وتتوقف الإجابة على معرفة مستوى المخاطر بالسوق والعوائد الممنوحة من البدائل الاستثمارية الأخرى.
- ❖ **مكاسب رأس المال (زيادة في سعر السندات):** من خلال الإجابة على التساؤل: ما هي درجة احتمالية ارتفاع/انخفاض سعر السند خلال مدة الاحتفاظ به؟

④ النسب المطلوبة للتحقق قبل الاستثمار في السندات:

من خلال نظرة سريعة على النسب التالية في الجدول يمكن للمستثمر تحليل السندات المقبل على شرائها.

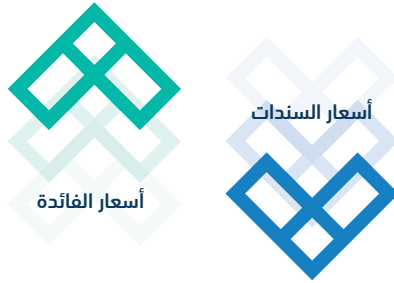
هامش الربح التشغيلي للإيرادات	صافي الربح	الربح التشغيلي (EBIT)	الديون
الإيرادات	إجمالي الأصول	تكلفة خدمة الدين	صقوق الملكية
يشير ارتفاع نسبة هامش الربح التشغيلي للإيرادات (هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب/الزكاة ÷ الإيرادات) إلى أن الأعمال الأساسية للمصدر قوية، وأن لديه القدرة على سداد ما عليه من التزامات حتى في المواقف الصعبة.	تتحقق نسبة العائد على الأصول (صافي الربح ÷ إجمالي الأصول) من مدى كفاءة المصدر في الاستفادة من الرأسمال الإضافي الناتج عن طرح السندات، ويشير انخفاض العائد على الأصول إلى ارتفاع مخاطر السندات المصدرة.	تتحقق نسبة تغطية خدمة الدين (الربح التشغيلي ÷ تكلفة خدمة الدين) من مدى قدرة المصدر على سداد التزامات ديونه، وكلما ارتفعت عن 100% كان ذلك مؤشرًا إيجابيًا للسند.	النسبة العالية لنسبة الديون لحقوق الملكية تزيد من احتمالية إمكانية تخلف المصدر عن سداد التزاماته.

⑤ أساسيات تقييم السندات:

- ❖ **الخطوة الأولى:** تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من السند (قيمة الكوبون).
- ❖ **الخطوة الثانية:** تحديد سعر (أسعار) الفائدة المناسبة لخصم التدفقات النقدية.
- ❖ **الخطوة الثالثة:** حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة باستخدام معدلات الخصم.

تُبنى عملية تقييم أوراق الدخل الثابت على ذات المبدأ الأساسي لتقييم الأصول المالية، وهو أن قيمتها تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة. ومن ثم فإن هناك 3 خطوات في عملية تقييم السندات، هي:

90.39 ريال سعودي، وبافتراض أن العائد المطلوب/ أسعار الفائدة ارتفع لنحو 15% فإن ناتج المعادلة سيكون أقل بالتأكيد، حيث توجد علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات، حيث يترتب على ارتفاع أسعار الفائدة، انخفاض في أسعار السندات؛ وإذا انخفضت أسعار الفائدة، ترتفع أسعار السندات (القيمة الحالية لها).




⑥ التفرة بين السندات المصدرة بعلوة أو بخصم:

النوع	سعر السوق وعلاقة القيمة الاسمية	عائد السوق وعلاقة الكوبون	مثال
سندات بعلوة	سعر السوق للسندات > القيمة الاسمية	سعر الفائدة في السوق < سعر الكوبون	يتم إصدار سند بقيمة اسمية قدرها 100 ريال مقابل 110 ريال، والعلوة هي 10 ريال (110-100)
سندات بخصم	سعر السوق للسندات < القيمة الاسمية	سعر الفائدة في السوق > سعر الكوبون	يتم إصدار سند بقيمة اسمية قدرها 100 ريال مقابل 95 ريال، والخصم هو 5 ريال (100-95)

مثال توضيحي:

إذا علمت أن قيمة السند الاسمية لإحدى الشركات هي 100 ريال سعودي؛ وأنه يستحق كوبون سنوي 8%، ولمدة 3 سنوات، وسعر خصم السوق (معدل العائد المطلوب) بنسبة 12%. احسب القيمة الحالية للسند.

يتم تطبيق المعادلة التالية للوصول إلى (P) القيمة الحالية (السعر) للسند:

$$P = \sum_{t=1}^N \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^N}$$


حيث تشير C إلى التدفقات النقدية من التوزيعات الدورية (الكوبون Coupon)، التي سيتلقاها حاملو السندات في الوقت t، ويشير y إلى العائد حتى الاستحقاق Yield To Maturity (YTM)، و M إلى القيمة الاسمية للسند par or face value، و N إلى عدد المدد حتى تاريخ استحقاق السند

وبالتعويض فإن القيمة الحالية للسند

$$= (1.12 \div 8) + (1.12 \div 8) + (108 \div 1.12^3) = 90.39 \text{ ريال سعودي}$$

من خلال المعادلة السابقة يتبين أن القيمة المناسبة التي من الممكن أن تدفع اليوم مقابل هذا السند هي

⑦ العائد حتى الاستحقاق واستخداماته:

العائد هو الربح أو الخسارة من الاستثمار في ورقة مالية، ويتم التعبير عنه بالنسبة المئوية؛ وعادة ما يكون هناك مصدران للعائد عند الاستثمار في السندات. عائد الدخل، وهو مرتبط بكوبونات دورية. وعائد السعر، ويرتبط بالفرق بين سعر البيع (الاستحقاق) وسعر الشراء، ويكون صفرًا إذا تم شراء السند بالقيمة الاسمية، وتم الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

يعطي معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق مؤشرًا أكثر دقة للعائد الذي يحصل عليه المستثمر من جراء الاحتفاظ بالسند حتى الاستحقاق



ويمكن حساب العائد حتى الاستحقاق Yield to Maturity من خلال الجمع بين العائد الحالي بالإضافة إلى الربح أو الخسارة، التي ستحدث إذا تم الاحتفاظ بالسند، حتى يتم استرداده. فالعائد عند الاستحقاق يعادل كافة الفوائد والكوبونات، التي يتحصل عليها المستثمر من وقت شرائه للسند حتى تاريخ استحقاقه. وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$YTM = \frac{\text{Annual Coupon} + \{(\text{Par Value} - \text{Market Price}) / (\text{Number of years})\}}{\text{Market Price}} \times 100$$



التصنيفات الائتمانية نفسها، والمدة ومعدل الكوبون، ووفقًا لبيانات العائد حتى تاريخ الاستحقاق فإنه ينبغي على المستثمر اتخاذ القرار بالاستثمار في السند (ب)، لأنها تقدم أعلى معدل سنوي حتى الاستحقاق (8%).

العائد حتى الاستحقاق	الكوبون	الاستحقاق	التصنيف الائتماني	الصناعة	السندات
7%	7%	5 سنوات	AA	الاتصالات	أ
8%	7%	5 سنوات	AA	الاتصالات	ب
7.5%	7%	5 سنوات	AA	الاتصالات	ج

حيث إن: (Annual Coupon) هو قيمة الكوبون السنوي - (Par value) هي القيمة الاسمية للسند - (Market Price) هي القيمة السوقية التي يتداول بها السند - (Number of Years) هي عدد السنوات حتى تاريخ الاستحقاق.

ويمكن توضيح استخدام العائد حتى الاستحقاق في قرارات الاستثمار من خلال المثال التوضيحي التالي:

تشير بيانات الجدول أن كل من السندات (أ، ب، ج) تنتمي إلى الصناعة نفسها (الاتصالات على سبيل المثال)؛ ولها



فهم وتحليل الاستثمارات العقارية

❖ **الصناديق العقارية**، وهي صناديق مدارة باحتراف، تستثمر في القطاع العقاري، وتتضمن فريق من المهنيين يحدد ويستثمر ويدير الممتلكات لمجموعة من الصناديق.

❷ **ما هي صناديق الاستثمار العقاري REIT** هي صناديق تسمح للأفراد والمستثمرين بتجميع أموالهم للاستثمار في الأصول العقارية. ويعد صندوق الاستثمار العقاري شركة تمتلك وتدير عادة العقارات المدرة للدخل أو الأصول ذات الصلة. كما أن صناديق الاستثمار العقاري تُمكن صغار المستثمرين من الحصول على استثمارات كان يتعذر الوصول إليها سابقًا. وهذه الصناديق العقارية مدرجة في البورصات ومن ثم توفر سيولة عالية.

❸ فوائد صناديق الاستثمار العقاري:

- ❖ التعرض لمخاطر العقارات والعوائد دون امتلاك العقارات المادية.
- ❖ يتم التعامل مع متاعب الإدارة وإدارة الممتلكات من قبل الصندوق.
- ❖ السهولة من خلال الإدراج في سوق رأس المال، وهذه ميزة غير متوفرة في الشراء والاستثمار المباشر للعقارات.

❹ مخاطر صناديق الاستثمار العقاري:

- ❖ في حالة الانكماش، يتم تخفيض عوائد الإيجار.
- ❖ يتم خصم رسوم الإدارة والتنظيم من عائد الصندوق.
- ❖ تميل صناديق الاستثمار العقاري نحو الدخل وغالبًا لا تحقق زيادة في رأس المال.

يتميز الاستثمار في العقارات أن لديه سمات كل من الأسهم والديون، وفي نظرة سريعة حول السمات التي تشترك فيها العقارات مع الأسهم، فإنها تشترك معها في المخاطر الكامنة في ارتفاع أسعار العقارات أو انخفاضها مثل الأسهم. بالإضافة إلى مخاطر العثور على المستأجرين وتكلفة صيانة الممتلكات. كما تشترك مع الديون في مجموعة من السمات، وهي أن الإيجارات تدفع بشكل دوري (للمالك/ المستثمر) على غرار دفعات كوبون السندات؛ وتتشابه أيضًا في مخاطر الائتمان على الإيجارات إذا كان المستأجر غير قادر على الوفاء بدفع الإيجار.

❶ أنواع الاستثمارات العقارية

❖ **الاستثمارات الخاصة**؛ وتشمل الاستثمار مباشرة في الأصول العقارية، حيث يترتب عليها إجراء الصيانة والأنشطة الإدارية الأخرى لإدارة هذه العقارات من قبل المستثمر.

❖ **صناديق الاستثمار العقاري REIT**، وهي عبارة عن صناديق استثمارية مدرجة في أسواق المال تستثمر حصيلة الطرح في امتلاك محفظة عقارات، ويحصل المشتركون في الصندوق العقاري على دخل يقابل العوائد الإيجارية لأصول الصندوق العقارية.

⑤ النسب الرئيسية لتحليل صناديق الاستثمار العقاري:

<ul style="list-style-type: none"> النسبة المئوية من إجمالي المساحة المتاحة المشغولة في المتوسط خلال العام. ارتفاع معدل الإشغال يدل على صحة الطلب على نوع العقارات، التي يمتلكها صندوق الاستثمار العقاري. تركيز المستأجر (حصة وتركيز أنواع المستأجرين). على سبيل المثال، قد تؤثر شركة واحدة تشغل أكثر من 50% من إيجارات المساحات المكتبية سلبًا على معدلات الإشغال خلال مدة الانكماش (لاحتمالية تعثرها). 	معدل الإشغال
<ul style="list-style-type: none"> معدل الرسملة للعقارات المملوكة لصندوق الاستثمار العقاري، ويشير إلى مستوى عائدات الإيجار لقيمة الأصول، وهنا الإيرادات هي أساس عائد الإيجار. 	معدل الرسملة
<ul style="list-style-type: none"> مقدار توزيعات الأرباح الموزعة كنسبة مئوية من سعر وثيقة صندوق الاستثمار العقاري 	عائد توزيعات الأرباح
<ul style="list-style-type: none"> على غرار مدة السندات فإن المتوسط المرجح لانتهاه عقد الإيجار يخبرنا بموعد البحث عن مستأجرين جدد. في سوق الطلب المرتفع، سيكون هذا جيدًا، لأن التجديدات ستكون بمعدلات أعلى، وستكون محفوفة بالمخاطر خلال أوقات انخفاض الطلب 	المتوسط المرجح لانتهاه عقد الإيجار
<ul style="list-style-type: none"> صناديق الاستثمار العقاري عادة ما تكون مستدانة. يمكن أن تكون الرافعة المالية الأعلى محفوفة بالمخاطر في حالة الانكماش، حيث تنخفض الإيجارات. 	الدين إلى حقوق الملكية

وللتعرف على المزيد حول الاستثمارات العقارية يمكننا إجراء مقارنة بين أنواعها؛ من حيث حجم الاستثمار والسيولة، والتنوع، والشريحة المقترحة للاستثمار لكل نوع، كما في الجدول التالي:

مقارنة أنواع الاستثمارات العقارية			
الاستثمارات العقارية	خاص	صناديق الاستثمار العقاري	الصناديق العقارية
حجم الاستثمار	متطلبات رأس المال كبيرة	يمكن أن تقبل الاستثمارات الصغيرة (مثل صناديق الاستثمار المشترك)	بناء على شروط الصندوق
السيولة	غير سائلة، ولا يمكن بيعها بسرعة للحصول على النقد	عالية وقابلة للتداول في أسواق رأس المال	تعتمد السيولة على تفويض الصندوق وشروطه
التنوع	منخفض، فاختيار منطقة خاطئة يفقدك رأس مال كبير	عالية، رأس المال موزع عبر استثمارات متعددة	عالية، ويتم الاعتماد على إستراتيجية الصندوق
مقترح لشريحة	المستثمرون الأفراد الذين لديهم فائض في رأس المال أو يتطلعون إلى الاحتفاظ أو استخدام العقارات للاستخدام الشخصي	جميع المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد من الممتلكات وعلى استعداد لتحمل مخاطر أعلى من السندات	المستثمرون ذوو الملاءة المالية العالية الذين يبحثون عن عائد ومخاطر أعلى من صناديق الاستثمار العقاري

⑥ أساسيات التقييم العقاري:

صافي الإيراد التشغيلي

صافي الإيراد التشغيلي: هو الإيراد الذي يولده العقار بعد خصم تكاليف الحفاظ على العقار. حيث يتم التفكير في الأمر مثل الأعمال التجارية، بحيث يحسب صافي الإيراد التشغيلي على أنه صافي الربح الذي يقدمه العقار.

فإذا افترضنا أن المستثمر يتلقى إيجارات من عقار بقيمة 10,000 ريال سعودي سنوياً، وتبلغ جميع تكاليف تشغيل العقار 3,000 ريال سعودي سنوياً. ما هو صافي الإيراد التشغيلي الخاص به؟ يتم حساب صافي الإيراد التشغيلي عن طريق طرح إجمالي تكلفة التشغيل على الممتلكات من الإيراد الناتج عن الممتلكات، ومن ثم يكون صافي إيرادات التشغيل بالمثال 7,000 ريال.

مثال على التقييم العقاري بطريقة الدخل:

لنفرض أن صافي الإيراد التشغيلي المتوقع لعقار في المستقبل كما يلي السنة الأولى: 100,000 ريال، السنة الثانية: 110,000 ريال، السنة الثالثة: 120,000 ريال. ومع افتراض أن المستثمرين يحتاجون إلى عائد بنسبة 10% والقيمة النهائية في السنة الثالثة هي 500,000 ريال.

البيان	السنة 1	السنة 2	السنة 3
التدفق النقدي	100,000	110,000	620,000
معادلة القيمة الحالية	$\div (1+10\%)$ 100,000	$\div (1+10\%)^2$ 110,000	$\div (1+10\%)^3$ 620,000
القيمة الحالية	90,909	90,909	465,815

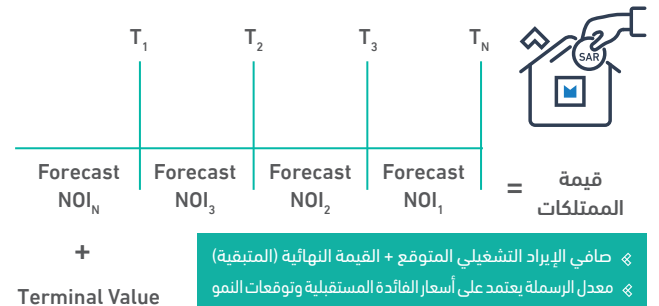
هناك نهجان رئيسان لتقييم العقارات، هما: نهج الدخل، ويعبر عنه بنهج صافي القيمة الحالية، وهو القيمة الحالية للدخل المستقبلي للأصول العقارية، مخصصة باستخدام العائد المطلوب من المستثمر؛ وتطبق على الملكية التي تدر الدخل (أي العقارات التجارية). ونهج مقارنة المبيعات، أي أسعار مبيعات العقارات القابلة للمقارنة معدلة باستخدام طريقة الرسمة.

التقييم العقاري بطريقة الدخل

يتم تقييم الاستثمار العقاري من خلال نهج الدخل، الذي يهتم بالدخل المحتمل للعقار، وتفضل هذه الطريقة إذا كانت العقارات تجارية؛ ويعتمد هذا النهج على معدل الرسمة السنوي المعدل المطروح.

❖ **بالنسبة لأي أصل**، فإن قيمته هي صافي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية.


❖ **بالنسبة للعقارات**، نتوقع أن نتلقى صافي الدخل من تأجير العقار.



معدل الرسملة	صافي الإيراد التشغيلي	القيمة السوقية	العقار
11%	110,000	1,000,000	أ
9%	45,000	500,000	ب
10%	80,000	800,000	ج
%10	متوسط معدل الرسملة		

❖ **الخطوة الثانية:** نستخدم متوسط معدل الرسملة للعثور على قيمة العقار

القيمة السوقية للعقار =
صافي الإيراد التشغيلي ÷ معدل الرسملة



ومن ثم تكون القيمة السوقية للعقار

$$10,000 \text{ ريال} \div 10\% = 100,000 \text{ ريال سعودي}$$



التقييم العقاري بطريقة المقارنة (نهج تسعير الأصول الرأسمالية)


يوضح نهج تسعير الأصول العائد المحتمل للاستثمار الذي يكون ناتجًا من تأجير الأصول ومقارنة قيمته بالاستثمارات الأخرى الخالية من المخاطر؛ فإذا كان العائد الخالي من المخاطر أعلى من عائد الاستثمار الناتج من تأجير الأصول، فلا جدوى من تحمل هذه المخاطر.

مثال: إذا قدرت إيرادات الإيجار لعقار (صافي الإيراد التشغيلي) 10,000 ريال. وكانت العقارات المماثلة لهذا العقار في المنطقة المجاورة من حيث القيمة السوقية وصافي الإيراد التشغيلي، كما بالجدول التالي. فما هي قيمة العقار.

العقار	القيمة السوقية	صافي الإيراد التشغيلي
أ	1,000,000	110,000
ب	500,000	45,000
ج	800,000	80,000

❖ **الخطوة الأولى:** نحدد معدل الرسملة للعقارات المماثلة باستخدام الصيغة التالية، ونحسب متوسطها:

معدل الرسملة =
صافي الإيراد التشغيلي ÷ القيمة السوقية للعقار



فهم صناديق الاستثمار وتحليلها

6



① فهم استثمارات الصناديق

تعتمد القدرة التحليلية لفهم استثمارات الصناديق على معرفة تصنيفات الصناديق؛ وهي كالتالي:



الصناديق في الشركات غير المدرجة في سوق الأوراق المالية، ولديها سجل تشغيلي. ويتجه إليه المستثمرون ذوو الخبرة القادرون على تحمل مخاطر إضافية، لتحقيق عوائد أعلى من السوق.

﴿ **صناديق رأس المال المخاطر؛** تستثمر هذه النوعية من الصناديق في الشركات الناشئة، حيث يكون العائد مرتفعًا للغاية عند استرداد قيمة الاستثمار مع وجود مخاطرة خسارة رأس المال. ويتجه إليها المستثمرون الذين لديهم فائض في رأس المال وقدرة عالية على تحمل المخاطرة.

② أنواع الصناديق الاستثمارية:

﴿ **الصناديق النشطة؛** وتهدف إلى إعطاء عوائد أعلى من عوائد مؤشر السوق؛ ويتجه إليه المستثمرون ذوو الخبرة والقادرون على تحمل مخاطر إضافية، لتحقيق أهدافهم الاستثمارية.

﴿ **الصناديق السلبية،** يطابق أداء الصندوق أداء مؤشر السوق لإعطاء عوائد مماثلة للسوق؛ وغالبًا ما يتجه إليه المستثمرون الجدد أو المستثمر متجنب المخاطر.

﴿ **صناديق الأسهم الخاصة؛** تستثمر هذه النوعية من

❖ **قيمة الأصول تحت الإدارة:** هي القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية، التي يحتفظ بها الصندوق. وتحسب من خلال المعادلة:

قيمة الأصول تحت الإدارة (AUM) = صافي قيمة الأصول (NAV) × عدد وثائق الصندوق



❖ **عوائد الصندوق؛** ويشير إلى العائد الإجمالي على مدى مدة محددة. ويمكن قياسه من خلال المعادلة:

عوائد الصندوق = (صافي قيمة الأصول في نهاية المدة ÷ قيمة الأصول في بداية المدة) - 1 × 100



❖ **نسبة المصروفات؛** يوضح هذا المقياس المبلغ الذي يدفعه الصندوق لمدير الاستثمار والرسوم الإدارية والتسويق والتوزيع ومصروفات التشغيل الأخرى؛ ويمكن قياسها من خلال المعادلة:

نسبة المصروفات = المصاريف الفعلية ÷ قيمة الأصول تحت الإدارة (AUM)



❖ **تكلفة الدخول والخروج؛** وهي الرسوم المفروضة على المستثمر عند الدخول أو الخروج من الصندوق؛ وعادة ما يتم فرض رسوم الدخول لتغطية تكلفة التوزيع؛ ويتم فرض رسوم على الخروج من الصندوق لعدم تشجيع المستثمرين على الخروج.

❖ **صناديق النمو؛** تستثمر صناديق النمو في الأصول (الأسهم في المقام الأول) التي قد تعطي توزيعات أرباح أو عوائد دورية، ولكن يمكن أن تعطي مكاسب رأسمالية عالية خلال مدة من الزمن. ودائمًا ما يختار المستثمرون الذين لديهم أهداف طويلة الأجل هذه النوعية من الصناديق.

❖ **صناديق الدخل؛** يستثمر صندوق الدخل في الأصول التي توفر الدخل الدوري في شكل توزيعات أرباح أو فوائد. وتتسم هذه الأصول عمومًا بأنها لا تعطي مكاسب رأسمالية عالية. وتناسب المستثمرون الذين يبحثون عن دخل ثابت للنفقات اليومية.

③ تحليل صناديق الاستثمار:

عند تحليل أداء صناديق الاستثمار يتم الاهتمام بمقاييس أداء الصندوق، التي تتمثل في:

❖ **تقييم صافي الأصول؛** يعبر هذا المقياس عن قيمة كل وثيقة، والتي بها يمكن للمستثمرين شراء أو بيع وحدات الصندوق، وينبغي تقييم قيمة صافي الأصول، خلال مدة محددة لتحديد أداء الصندوق؛ ويمكن تقييمها من خلال المعادلة:

صافي قيمة الأصول (NAV) = (إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات) ÷ عدد وثائق الصندوق





❖ **ألفا:** ويشير هذا المقياس إلى العائد الإضافي الذي يحققه مدير الصندوق مقارنة بالعائد المتوقع تحقيقه؛ وعند النظر في العوائد، علينا أيضًا أن ننظر إلى مستوى المخاطر التي قررت إدارة الصندوق الاسترشاد به. وهل هو: نفس مستوى مخاطر السوق (المخاطر = 1)؛ أم مستوى مخاطر أكبر من مخاطر السوق (المخاطر < 1)؛ أم مستوى مخاطر أقل من مخاطر السوق (المخاطر > 1). وبذلك يسمح مقياس ألفا لنا بحساب العائد المعدل للمخاطر للحصول على مقارنة عادلة ومفيدة بشكل خاص للصاديق النشطة.

④ المبادئ الخمس لاختيار الصناديق الاستثمارية:

- ① **المحفظة:** وفيها نركز على أداء الأصول المستثمرة؛ كما نركز على تنوع الأصول المستثمرة؛ ودرجة الارتباط إن وجد بين الأصول.
- ② **العمليات:** حيث نهتم بالسياسات والإجراءات التشغيلية التي يتبعها الصندوق عند اختيار الاستثمارات؛ وكذلك طريقة وتوقيت التواصل مع مستثمري الصندوق.
- ③ **الأشخاص:** يلعب فريق إدارة الصندوق دورًا أساسيًا في اختيار الأصول؛ والأداء العام للصندوق، حيث تتم مراجعة الفريق من حيث: الخبرات ذات الصلة؛ الدراسة؛ الجوائز.

- ④ **الفلسفة:** تحدد فلسفة الصندوق أولويات وسلوك الصندوق. على سبيل المثال؛ قد تكون فلسفة الصندوق نمو رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في الاكتتابات العامة الأولية والأسهم وإصدارات الحقوق المدرجة في مؤشر سوق الأسهم السعودية (TASI).
- ⑤ **الأداء:** وهذا المقياس يهتم بحقائق وأرقام الأداء من خلال المقاييس المعدة لذلك، مثل؛ الأصول تحت الإدارة؛ قيمة صافي الأصول؛ عائد المعيار الترجيحي منذ بداية العام، نسبة المصروفات.



إخلاء مسؤولية

«نُعدُّ جميع المعلومات الواردة في هذا الكتيب معلومات عامة إرشادية فقط، ولا تقدم هيئة السوق المالية أي إقرارات، أو ضمانات على دقة هذه المعلومات، أو صحتها، ولا تتحمل هيئة السوق المالية -بأي حال من الأحوال- أي مسؤولية، بما في ذلك أي خسائر أو أضرار، تنتج عن استخدام هذه المعلومات، ويجب على من سيستخدم المعلومات الواردة في هذا الكتيب، اتخاذ جميع الاحتياطات اللازمة، والتأكد من المعلومات من مصادرها، قبل استخدامها.»



thameensa



thameen.org.sa



thameensa

هيئة السوق المالية
Capital Market Authority



thameen.org.sa