

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المركز الجامعي ميلة

معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

ميدان العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

شعبة: علوم اقتصادية، التسيير و علوم تجارية

تخصص: علوم التسيير - مالية -

أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة بعض الشركات العاملة في سوق الأسهم السعودي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الليسانس LMD

تحت إشراف الأستاذ:

مناع فاتح

إعداد الطالبات:

1- أحلام بوظلالة

2- حفيظة بويطاطة

3- سميرة قادري

السنة الجامعية: 2010/2011

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الذي استسلم لقدرته كل شيء

الحمد لله الذي تواضع لعظمته كل شيء

الحمد لله الذي يذل لعزته كل شيء

الحمد لله الذي خضع لمملكته كل شيء

الحمد لله ، فإن وجب الشكر فليس لغير المنعم الوهاب الذي

زرع فينا بذرة العلم، ويسر لنا الطريق، وسخر لنا الظروف، وكرمنا

في النهاية بجني الثمار، ثمار النجاح فالحمد لله أولا و آخرًا حمدا كثيرا

طيبا مباركا فيه

كما ينبغي يا رب الجلال، لجلال وجهك وعظيم سلطانك

"اللهم اجعل كل عمل من أعمالك عبادة خالصة لوجهك الكريم"

اللهم انفعنا بما علمتنا وعلمنا ما ينفعنا و زدنا علما"

آمين.

وطني على رسول الله وعلى آله وصحبه أجمعين

إهداء:

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "أطلب العلم من المهد إلى اللحد"
العمل لله ينفع كل طالب علم، أما بعد:

أهدي ثمرة جسدي هذا إلى من قال عنهما تعالى:

"فلا تقل لهما أهـ ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما..."

أمي رحمة الله، وإلى أبي أطل الله في عمره

وإلى إخوتي كل باسمه: رشيدة وزجها رشيد وأولادهما: عبد الوهاب، أيمن

و الكتوتة الصغيرة شيماء، وإلى نعيمة، سليمة، ياسين و زوجته

حياة، عادل، وعبد المادي.

وإلى أعم الصديقات "فايزة، نورة، دونية، زهرة، حسيبة، زهور، نعيمة".

وإلى من شاطراني هذا العمل "حفيفة" و "سميرة"

وإلى كل من وسعهم قلبي و لو وسعهم قلبي.

وأرجو من المولى عز وجل أن يوفقنا فيما تبقى من مشوار حياتنا وأن

يثبتنا على ديننا، و يجعلنا من العباد الفائزين بالجنة.

أمام

إهداء:

في البداية أحمد الله تعالى و أشكره على إيمانه وتوفيقه لي

في إتمام هذا العمل المتواضع، أما بعد :

إلى الصدر العنون إلى من ضمت طول هذه السنوات حتى ترى
فسيلتها شجرة مثمرة إلى أمي الغالية، إلى سند والدي
العزیز حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى جدي وجدتي.

إلى سند ووالدي الثاني الذي دعمني لأكمل مشواري
الدراسي عمي "عز الدين".

إلى إخوتي يعقوب، شرافه، محمد، وأيهم.

إلى أولاد عمي يسرى، وسفيان، وبنك خالتي خولة.

إلى كل أقربائي و صديقاتي.

إلى من تقاسمتا معي هذا العمل أحلام وسميرة.

إلى الأستاذ المشرف و أشكره جزيل الشكر "مناع فاتح"

وإلى كل من ساهم في هذا العمل المتواضع.

إهداء:

العمد لله الذي قدرنا على إتمام هذا العمل المتواضع و أتمنى من الله عز وجل أن نكون قد وفقنا في ذلك و أهديه: إلى أمز من أملك في هذا الوجود أمي حفظها الله ورعاها.

إلى من رباني على معارم الأخلاق والذي العزيز أطال الله عمره وحفظه من كل سوء.

إلى أختي العزيزة: بحلة. وإلى إخوتي: شعيب، صلاح الدين.

وإلى جدي مسعود وخالتي زكية و رزيقة و ابن خالتي: شرافه الذين و هيثم و كريم و رمزي.

وإلى الصديقات:

أسماء، فايزة، نورة، زهور، دونية، نعيمة، منيرة، بشرى، دالية، حنان، سميرة،

زهية، الزهرة، حسية، دنيا، أحلام، مروة، عبير.

إلى كل أفراد عائلة قادري ، بوخنشوش.

وإلى من شاركنا العمل معي: أحلام و حفيظة (رحيل).

وإلى كل طلبة علوم التسيير - مالية - السنة الثالثة

وإلى كل من ساعدنا إلى الوصول بهذا العمل إلى بر الأمان.

السلامة

كلمة شكر

الحمد لله على نعمه و الشكر له على امتنانه و توفيقه و بعد

نتقدم بالشكر الجزيل و فائق التقدير و الاحترام إلى الأستاذ المشرف "مناع فاتح "

على كل ما منحه لنا من جهد ووقت في إنجاز هذا العمل المتواضع لأنه كان الوجه

و المساند في عملنا هذا.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ "بوطلالة عادل" على مساعدته لنا في جلب

المراجع.

و عرفاننا لكل أستاذ رافقنا في مسيرتنا الدراسية.

كما لا ننسى أن نتقدم بالشكر و الامتنان إلى كل موظفات المكتبة.

و في الأخير نشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد ولو بكلمة تشجيعية.

فهرس المحتويات:

أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة حالة بعض الشركات العاملة سوق الأسهم السعودي-

شكر و عرفان

إهداء

المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

مقدمة عامة.....أ-ج

الفصل الأول: مدخل نظري حول مفهوم الأسواق المالية.

مقدمة الفصل الأول.....01

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.....02

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي.....02

المطلب الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية.....03

المطلب الثالث: أسس و مبادئ السوق المالي.....04

المبحث الثاني: أركان الأسواق المالية، وعوامل نجاحها.....05

المطلب الأول: الأركان الأساسية للأسواق المالية.....06

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية، وعوامل نجاحها، ودورها الاقتصادي.....09

المبحث الثالث: الخصائص التنظيمية للأسواق المالية، والأطراف العاملة فيها.....12

المطلب الأول: الخصائص التنظيمية للأسواق المالية.....12

المطلب الثاني: الأطراف العاملة في الأسواق المالية.....13

المبحث الرابع: أنواع الأسواق المالية.....14

المطلب الأول: التقسيم حسب طبيعة المعاملات و توقيت الإصدار.....14

المطلب الثاني: التقسيم حسب آجال العمليات.....17

المطلب الثالث: التقسيم حسب المنتجات المتداولة.....17

خلاصة الفصل الأول.....19

الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الاستثمار في الأسواق المالية.

مقدمة الفصل الثاني.....20

المبحث الأول: مفهوم الاستثمار المالي.

| | |
|---------|--|
| 21..... | المطلب الأول:المبادئ الأساسية للقرار الاستثماري |
| 23..... | المطلب الثاني:أدوات الاستثمار المالي |
| 3..... | المطلب الثالث:مزايا و عيوب الاستثمار المالي |
| 33..... | المبحث الثاني:عمليات التسعير في الأسواق المالية |
| 33..... | المطلب الأول: تحديد الأسعار في السوق المالي |
| 36..... | المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية |
| 36..... | المطلب الثالث: تقييم الأسهم العادية |
| 37..... | المطلب الرابع: طرق تقييم الأسهم العادية |
| 45..... | المبحث الثالث: مفهوم محفظة الأوراق المالية، وأسس إدارتها |
| 45..... | المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأنواعها |
| 47..... | المطلب الثاني:السياسات المتبعة في تكوين المحفظة |
| 48..... | المطلب الثالث:أسس إدارة المحفظة،وأهدافها |
| 50..... | خلاصة الفصل الثاني |
| | الفصل الثالث: مراحل واستراتيجيات الاستثمار في المحفظة المالية. |
| 51..... | مقدمة الفصل الثالث |
| 52..... | المبحث الأول: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية، تقييمها |
| 52..... | المطلب الأول: مراحل الاستثمار |
| 53..... | المطلب الثاني: تقييم أداء محفظة الأوراق المالية |
| 57..... | المطلب الثالث: مفهوم و أنواع عوائد المحفظة |
| 59..... | المبحث الثاني:استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية |
| 60..... | المطلب الأول: المؤشرات المعنية بتقييم المحفظة |
| 67..... | المطلب الثاني: التحليل الفني والأساسي لأوراق المالية |
| 90..... | المطلب الثالث: أزمات الاستثمار في الأوراق المالية |
| 92..... | خلاصة الفصل الثالث |
| | الفصل الرابع: دراسة حالة بعض الشركات العاملة في سوق الأسهم السعودي. |
| 93..... | مقدمة الفصل الرابع |
| 94..... | 1- الصفة النظامية للسوق |
| 94..... | 2- مجلس إدارة السوق |
| 94..... | 3-هيئة السوق المالية |

94.....4- تطبيق الشموع اليابانية على أداء أسهم الشركات محل الدراسة.....

95.....4-1- شركة اسمنت ينبع.....

97.....4-2- البنك العربي الوطني.....

98.....4-3- شركة الراجحي المصرفية للاستثمار.....

101.....4-4- الشركة الكيمائية السعودية.....

104.....خلاصة الفصل.....

105.....خاتمة عامة.....

قائمة المراجع.

1- قائمة الجداول:

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|---|-------|
| 31 | الفرق بين الأسهم و السندات | (1-2) |
| 35 | جدول تحديد الأسعار | (2-2) |
| 42 | جدول القيمة المستقبلية لدفعة واحدة | (3-2) |
| | أوجه الاختلاف بين التحليل الفني و الأساسي | (1-3) |

2- قائمة الأشكال:

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|--|--------|
| 63 | عينة من نمط السعر السعودية | (1-3) |
| 64 | يوضح تغير مؤشر نيكاي مند بدايته حتى الآن | (2-3) |
| 69 | الرموز الأساسية المستخدمة في بناء خريطة الشمعدان | (3-3) |
| 70 | شكل يوضح سعر الفتح، و سعر الإقفال | (4-3) |
| 71 | شكل يوضح أعلى سعر، و أدنى سعر | (5-3) |
| 71 | بعض أنماط خريطة الشمعدان | (6-3) |
| 72 | أنماط أخرى لخريطة الشمعدان | (7-3) |
| 73 | أنماط الانقلاب | (8-3) |
| 74 | السحابة السوداء و خطوط الاختراق | (9-3) |
| 74 | أنماط الابتلاع | (10-3) |
| 76 | الأنواع المختلفة لنجمة دوجي | (11-3) |

مقدمة عالمة

مقدمة عامة

تكتسي أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة، فهي تلعب دوراً هاماً من الناحية الاقتصادية خاصة وأنها تعتبر من إحدى المصادر الهامة لتوفير الاستثمارات، حيث يتم من خلالها تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة من أجل دفع عملية التنمية، ومما لا شك فيه أن تنشيط سوق الأوراق المالية مهمة أكثر بكثير من مجرد إصدار القوانين، والإجراءات، ومختلف التشريعات..، وإنما واقع الأمر أن نقطة الانطلاق الحقيقية تكمن في تفهم جميع الأطراف المعنية لأنواع الأدوات المالية، وأدوات الاستثمار ووسائل، وأساليب التعامل في هذه الأوراق من إصدار، وتداول، وانتقال للملكية، ويقصد بالأطراف المعنية هنا بصورة أساسية المدخرين، الأفراد، والمؤسسات، والذين يرغبون في استثمار أموالهم بالأساليب السليمة والمؤسسات التي تحتاج لهذه الأموال لتنفيذ المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية، ولا يتوفر لديها التمويل الكافي، ويضاف إلى هذه الأطراف أفراد، ومؤسسات أخرى مثل: الأجهزة الحكومية، والبنوك، وغيرها من المؤسسات المالية، ومؤسسات الوساطة، والأجهزة الرقابية، والصحافة... الخ، وبالتالي فالفهم الصحيح لأدوات الاستثمار، وأساليب التعامل في الأسواق المالية يؤدي بالضرورة إلى وجود أكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية.

كما يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية أداة فعالة لتمويل مختلف المشاريع التنموية، حيث يحاول المستثمر من ورائه تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر، وتكون بذلك استفادته أكبر، كما بلغ الاهتمام بالاستثمارات المالية إلى حد أن الاقتصاديين يرون بأن الاستثمار عبارة عن تحويل النقود إلى أوراق مالية، وما جعل العملية الاستثمارية للأوراق المالية أكثر انتظاماً هو بروز مؤسسات، وأسواق، وارتباطات، وأجهزة متطورة، وما توفره من شفافية، حتى بلغ الأمر الآن أن نجد الجزء الأكبر من الصفقات الاستثمارية يجري التعاقد عليها، أو تسهيلها من خلال الشبكات الدولية للمعلومات.

ونظراً لما ينتج عن عملية الاستثمار في مجال الأوراق المالية من مشاكل وصعوبات، فقد حاولنا من خلال هذه المذكرة التطرق إلى مختلف الأساسيات الواجب إتباعها من طرف المستثمر، والتي من خلالها يستطيع أن يدير محفظته المالية، وذلك من خلال اختياره حجم، ونوعية مناسبة من الأوراق المالية بناءً على معطيات السوق المالي. ومن خلال ما سبق يمكننا طرح السؤال الرئيسي التالي:

ما هي الأساسيات، والطرق المثلى التي من خلالها يستطيع المستثمر أن يدير محفظته المالية؟

من خلال السؤال الرئيسي يمكننا إدراج الأسئلة الفرعية التالية:

* ما مفهوم الأسواق المالية، وما هي أنواعها؟

* ما هي أهمية الأسواق المالية، ودورها الاقتصادي؟

* ما هي الأوراق المالية المتداولة في البورصة؟

* ما هي المبادئ الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري.

الفرضيات:

- يعتبر سوق الأوراق المالية مكان التقاء العارضين، و الطالبين للأوراق المالية.
- ضرورة التعرف على سير العمل في بورصة الأوراق المالية.
- عدم التنوع في الأوراق المالية يؤدي إلى حدوث مخاطر.
- من أجل تكوين محفظة مثالية لا بد من إتباع السياسة المتحفظة.
- البورصة مرآة عاكسة للحياة الاقتصادية.

أهمية الموضوع:

تكمن أهمية هذا الموضوع في أن سوق الأوراق المالية تعمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد باعتبارها فرصة استثمارية ممتازة، بالإضافة إلى كونها تعمل على تطوير، و إنعاش الاستثمار، وتنمية اقتصاديات الدول.

المنهج المتبع:

اتبعنا في دراستنا المنهج الاستقرائي، وذلك من أجل تبسيط فكرة الاستثمار في السوق المالية، بشرح وتوضيح مختلف جوانبه، كما استخدمنا المنهج الاستدلالي وأداته الإحصاء، حيث يظهر هذا المنهج في العلاقات الرياضية التي تشرح مختلف العوائد، والمخاطر لهذا الاستثمار إضافة إلى العلاقات التي تتعلق بالمؤشرات.

و بناء على ما سبق قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول على النحو التالي:

ففي الفصل الأول: تناولنا فيه مدخل نظري حول مفهوم الأسواق المالية، وذلك من خلال أربعة مباحث

حيث: يهتم المبحث الأول بتقديم مفاهيم عامة حول الأسواق المالية من خلال التطرق لمفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى نشأته، وأهم الأسس والمبادئ المعتمدة فيه.

أما في المبحث الثاني فيتناول الأركان الأساسية للأسواق المالية، أهميتها، عوامل نجاحها، ودورها الاقتصادي.

أما المبحث الثالث فيتناول الخصائص التنظيمية للأسواق المالية، والأطراف العاملة فيها.

أما المبحث الرابع فيتناول أنواع الأسواق المالية، وذلك من خلال عدة تقسيمات، وهي التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار، التقسيم حسب آجال العمليات، التقسيم حسب المنتجات المتداولة.

أما في الفصل الثاني: نستعرض من خلاله مفاهيم عامة حول الاستثمار في الأسواق المالية، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث حيث: تناولنا في المبحث الأول مفهوم الاستثمار المالي من خلال ذكر المبادئ الأساسية للقرار الاستثماري، وأدواته بالإضافة إلى المزايا والعيوب التي يتصف بها.

أما في المبحث الثاني فقد تناولنا عمليات التسعير من خلال تحديد الأسعار في السوق المالي، والعوامل المؤثرة فيه، والطرق المعتمدة في تقييم الأسهم العادية.

أما المبحث الثالث فتناولنا فيه مفهوم محفظة الأوراق المالية، وأسس إدارتها، والسياسات المتبعة في تكوينها.

أما الفصل الثالث: فيتمثل في مراحل الاستثمار في المحفظة المالية من خلال مبحثين:

فالمبحث الأول يتناول مراحل الاستثمار في الأوراق المالية، وتقييمها.

أما المبحث الثاني فيتمثل في استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية من خلال ذكر المؤشرات وعلاقتها بتقييم المحفظة، بالإضافة إلى أزمات الاستثمار في الأوراق المالية.

أما الفصل الرابع: فيتمثل الجانب التطبيقي للدراسة النظرية، والذي جاء تحت عنوان "دراسة حالة بعض الشركات العاملة في سوق الأسهم السعودي".

الفصل الأول:

مداخل نظري حول مفهوم الأسواق المالية

مقدمة الفصل الأول:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في معظم دول العالم خاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام، والخاص في تجميع رأس المال. وأخذت الأسواق المالية تلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية. فالدولة، أو الأفراد تعمل على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، وخاصة هذه الأموال اللازمة تكون ضخمة لإنشاء بعض المشاريع فالأسواق المالية تعمل على توفير الأموال اللازمة.

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفاهيم عامة حول الأسواق المالية، وذلك من خلال التعرف على مفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى التطور التاريخي له، و الأسس و المبادئ المعتمد عليها. أما في المبحث الثاني فقد تناولنا فيه الأركان الأساسية للأسواق المالية، وعوامل نجاحها، وأهميتها ودورها الاقتصادي.

أما المبحث الثالث فيشتمل على الخصائص التنظيمية للأسواق المالية، بالإضافة إلى الأطراف العاملة فيها.

أما في المبحث الرابع فقد تناولنا فيه أنواع الأسواق المالية، وذلك من خلال الاعتماد على مجموعة من التقسيمات.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

إن لأسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية. وبالتالي فالأسواق المالية هي فرصة استثمارية ممتازة، وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، و المحلية كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة للقيام بأعمالها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي.

تعرف بورصة الأوراق المالية بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال، من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين، مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم، أو سندات أو مشتقاتها) وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية. الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية)، أو العكس.

وبمعنى آخر فالبورصة هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين، أو الإطار الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية. (1) حيث يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية على أنها:

- المكان الذي تعقد فيه اجتماعات دورية في مواعيد معينة، لأجل القيام بعمليات شراء و بيع الأوراق المالية وقد يطلق هذا المصطلح على مكان الاجتماع، أو زمانه، أو مجموع الصفقات التي تعقد.
- الإطار الذي يجمع بين بائعي و مشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه. (2)
- عبارة عن مجموعة المؤسسات و العلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية. (3)
- عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، أو لأصل مالي معين. (4) ومن خلال المفاهيم السابقة للبورصة يمكن القول بأن البورصة:

هي المكان الذي يجتمع فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية في موقع معين وفي مواعيد محددة بين المتعاملين.

إذن فالأسواق المالية هي أماكن تتحدد فيها قيمة رأس المال الاستثماري من خلال آلية العرض والطلب فالسوق المالي مثله مثل الأسواق الأخرى للمنتجات المختلفة، فهو يتأثر بعامل الطلب وعامل العرض وهذه الآلية التي تتأثر هي الأخرى بشكل مباشر بالأدوات، والمؤسسات المالية الفاعلة في هذا السوق

(1) (2) د فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية)، دار وائل للنشر و التوزيع الطبعة 1، الأردن، 2008، ص×ص 45.

(3) د حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة 1، الأردن، 2001، ص 114.

(4) د عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2006-2007، ص 35.

وهذه المؤسسات تعتبر همزة وصل بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي.
المطلب الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية.

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

فبالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع و شراء سلع حقيقية كما أن وسائل وأساليب بيع و شراء هذه السلع التي كان يتم التعامل بها في الأسواق كانت تتم بطرق بدائية و بسيطة، كتبادل سلعة بسلعة والتي تسمى بعلم الاقتصاد بالمقايضة، و بعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصالات الحديثة أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع ويشترى باتصال تليفوني مباشر، أو بواسطة وسطاء أو وكلاء... الخ، ومن هنا يتبين أن مفهوم هذه السوق قد تغير.

فالسوق أصبح لا يقتصر على مكان معين أو محدد، أو على سلعة معينة أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطا أساسيا لعمليات البيع، أو الشراء، و إن كان المكان يعتبر مكملا أو شرطا يزيد من كفاءة وفعالية السوق. كما و أن الأسواق التجارية قد أصبحت في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة بعضها متخصص في بيع السلع الغذائية، و بعضها متخصص في بيع السلع المعمرة، و بعضها متخصص في بيع الذهب حيث يطلق عليه بسوق الذهب، وبعضها متخصص بأسواق العقارات، وبعضها متخصص في بيع الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بالسوق المالي، وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.

و قد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية، حيث أصبح يطلق عليها بالبورصات و بدرجة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم، ومن أهم البورصات في العالم : بورصة نيويورك (وول ستريت) و بورصة لندن، و بورصة طوكيو... الخ. أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية السابقة، ومن أهم بورصات الدول العربية: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة، و سوق عمان المالي، و سوق الإمارات للأوراق المالية، كما وتوجد أسواق مالية في كل من تونس، و الكويت، و السعودية. وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل، يمكن تلخيصها بالآتي:

المرحلة الأولى: تتميز بوجود عدد كبير من المصارف التجارية، وكذا اتساع مجال الصيرفة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة.

المرحلة الثانية: تميزت هذه المرحلة ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية.

المرحلة الثالثة: وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الإقراض المتوسط التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجياتها من الأموال لتمويل المشروعات.

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية المحلية مع الاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات الخزينة لفترات متوسطة، بالإضافة إلى ذلك زاد نشاط الأوراق المالية التجارية، وشهادات الإيداع، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور سوق ثانوية لتداول هذه الأوراق.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض رؤوس الأموال والطلب عليها.

وبعد هذه المقدمة البسيطة عن التطور التاريخي للأسواق المالية يمكننا القول بأن السوق المالي تستند على المعاني التالية:

- السوق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم والسندات.

- السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه. (1)

المطلب الثالث: أسس و مبادئ السوق المالية.

لإقامة سوق للأوراق المالية يستوجب توفير مجموعة من الأسس والمبادئ، وأهم هذه المبادئ هي:
/توفير مناخ استثماري ملائم:

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف، والمؤسسات الاقتصادية، والسياسة التشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، و يأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة (ويتمثل في استقرار الأوضاع السياسية، والاجتماعية، والتي بدورها تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية)، وعامل التنظيم (ويتمثل في توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفعالية، كل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا بما يوفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية، كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه، والتشريعات المنظمة لعمل السوق تؤدي دورا مهما في توفير المناخ الملائم للاستثمار).

(1) د حسني علي خربوش وآخرون ، الأسواق المالية (مفاهيم و تطبيقات)، دار زهران للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، 2010، ص12-16.

ب/ وجود وعي ادخاري واستثماري:

إن وجود الوعي الادخاري والاستثماري يؤدي إلى توفير الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع. ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها، وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة، والعائلي، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج الإجمالي المحلي.

ج/ كثرة عدد الشركات المساهمة و تنوع الأوراق المالية:

ويقصد هنا هو وجود شركات مساهمة عديدة، إضافة إلى وجود منتجات مالية مختلفة، ومواصفات ومزايا تتسم بالمرونة، وبهذا تجعل للمدخرين الرغبة بالإقبال على هذه الشركات مما يساعد على اتساع السوق وازدهارها.

د/ توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

تلعب هذه المؤسسات دورا في خلق فرص استثمارية عن طريق الأسواق المالية، حيث تحقق تلاقي العرض والطلب. كما تقوم أيضا بعمليات التسويق، والترويج، وتتمثل الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة، وبيوت السمسرة، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، والضمان الاجتماعي، وصناديق الاستثمار، وشركات التمويل والاستثمار.

ه/ هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

يتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومية) تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير، وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة، واللوائح، والقوانين التي تحكم عمل السوق.

و/ الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

يتوجب تقديم المعلومات، والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول منتجاتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمين والمتعاملين في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية. إذ أصبح الإفصاح مسألة قانونية، حيث تلتزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة. و يؤدي هذا إلى كسب ثقة الجمهور والحصول على أكبر مشاركة منهم.

ز/ نظام فعال للاتصالات:

تقوم الاتصالات بإيصال آخر المستجدات، والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات، وبالتالي الحصول على الفرص الاستثمارية المتنوعة في الأسواق المالية. (1)

المبحث الثاني: أركان الأسواق المالية وعوامل نجاحها.

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي

(1) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 139-142.

أداة فعالة تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي، ومجالاته، وفي الوقت نفسه تتأثر به، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وتحويله من رأس مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد، أو الشركات في الأسهم، والسندات، والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الأركان الأساسية للأسواق المالية.

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان أساسية، و تتمثل في:

1- الفئة الأولى: المقرضين أو المستثمرين:

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد، أو المؤسسات المالية، والأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، أما المؤسسات المالية فهي البنوك، و بيوت السمسرة، وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية، وبمخاطر ضئيلة، كما أنه بمقدور هذه المؤسسات المالية القيام بدور المقرض، أو المستثمر في السوق المالي. إذا استطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان، وعامل السيولة، و هذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل استثمار أمواله والمحافظة عليها.

2- فئة المقرضين أو المصدرين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد و المؤسسات التي تحتاج إلى الأموال، وذلك بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، شرط أن يكون مصدر الورقة مؤسسة، أو بيت سمسرة، أو شركة استثمارية.

أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية)، والمقرض (الفرد) حيث يسجل في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض، والمدة الزمنية للقرض، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض. ولقد تم تقسيم الإصدارات للأوراق المالية إلى ما يلي:

*إصدارات أهلية وإصدارات حكومية:

تم تقسيم هذه الفئة على حسب الجهة المصدرة لها، ففي حالة الشركات، أو المنشآت، أو المؤسسات المالية فيتم بواسطتها إصدار أسهم عادية، وممتازة، وأحيانا سندات خاصة، أما في حالة الحكومة فيتم بواسطتها إصدار السندات، وأذونات الخزينة، حيث يقتصر إصدار السندات في العادة على البنك المركزي، فيما يقتصر إصدار أذونات الخزينة على وزارة الخزانة، وعادة ما نطلق عليها وزارة المالية.

*إصدارات أولية و إصدارات موسمية:

الإصدارات الأولية هي الإصدارات التي تتم عند التأسيس، حيث يعتبر الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي إصدارا أوليا. أما الإصدارات التي تلي الإصدار الأولي بغرض زيادة رأس المال أو بغرض توسيع الشركة فإنها عادة ما يطلق عليها بالإصدارات الموسمية.

***إصدارات دين وإصدارات ملكية:**

لقد تم تقسيم هذا النوع من الإصدارات حسب الحقوق المترتبة عليها بالنسبة للمستثمر، حيث أن هناك إصدارات دين يترتب عليها حق دائنيه بالنسبة للمستثمر، أو حق مديونية بالنسبة للجهة المصدرة لها بالإضافة إلى ذلك فعادة ما ينقضي هذا الحق بانقضاء الدين، أما الإصدار الذي يعتبر حق ملكية فإنه يترتب عليه نفس حقوق الملاك، مما يؤدي إلى زيادة خصوم الإصدار أي زيادة في رأس المال.

***إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحامله:**

في هذه الحالة تقسم الإصدارات من حيث شكل الصك أو الورقة المالية، حيث أن هناك أوراق مالية غير قابلة للتداول، وهي لا يستخدمها إلا الشخص المدون اسمه على الورقة المالية، وهناك صكوكا لحامله أي يكون هذا الصك خاليا من اسم المستثمر، وبذلك فيكون هذا الصك قابلا للتداول. وتتميز الإصدارات المسجلة بتوفير عنصر الأمان للمستثمر، ومن عيوبه هي أنه غير قابل للتداول، أما الصك لحامله فيمتاز بتوفير عنصر السيولة وذلك لقابليته للتداول، حيث بإمكان حامله تحويله إلى سيولة بسهولة.

***إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل:**

حسب هذه الطريقة يتم تقسيم هذه الإصدارات حسب فترة استحقاق الأوراق المالية، فهناك أوراق مالية تكون فترة استحقاقها قصيرة الأجل، وعادة ما تكون متداولة في أسواق النقد الدولية كشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية، أما الأوراق المالية طويلة الأجل فعادة ما تأخذ شكل أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وسندات حكومية طويلة الأجل.

***إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة:**

يتم تقسيم الأوراق المالية حسب درجة ضمان الورقة المالية، فهناك إصدارات تكون مضمونة بأصول حقيقية كالصناديق، والعقارات... الخ، وذلك بقصد تحقيق حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده وكذلك إصدارات حق الملكية كالأسهم لا يمكن أن تصدر مضمونة لأن حامل السهم يعتبر مالكا للشركة المصدرة.

***إصدارات محلية وإصدارات أجنبية أو دولية:**

تقسم الأوراق المالية في هذه الحالة حسب المناطق الجغرافية، فإذا تم الإصدار داخل حدود الدولة فإنه يطلق عليها إصدارات محلية، أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الإقليمية فيطلق عليها بالإصدارات الأجنبية أو الدولية ومن أمثلتها: شركات الاستثمار غير المقيمة في دولة المقر، والتي قامت بتوكيل إحدى المؤسسات المحلية بعمليات الإصدار لحساب شركات الاستثمار الأجنبية غير المقيمة بدولة المقر.

3- الفئة الثالثة الوسطاء و الوكلاء:

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين، وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية. وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي، أو شخص معنوي، ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال، وهي:

أ/- أعمال السمسرة:

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار Broker بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها العميل إليه، و يمكن تلخيص هذه الأوامر بالآتي:

*الأمر السوقي:

يتضمن الأمر السوقي قيام العميل بمنح السمسار صلاحية شراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً، وبما يتلائم مع السوق أي العرض و الطلب.

*الأمر المحدد:

ويتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها قيام العميل ببيع أو شراء الأوراق المالية ويتطلب من السمسار في هذه الحالة بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى هذا الحد.

*أمر التوقف:

ويعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين، وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.

*الأمر الفوري:

ويقتضي هذا الأمر تنفيذ ما يطلبه العميل من السمسار فوراً، وإلا اعتبر هذا الأمر لاغياً.

*الأمر الحر أو المطلق:

يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات الشراء أو البيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السمسار أن ذلك مناسباً لمصلحة العميل سواء أكان ذلك من حيث النوع، أو السعر، أو التوقيت...الخ.

*الأمر المحدد بزمن:

ويقتضي هذا الأمر بأن يكون محدداً بزمن معين كأسبوع، أو شهر، أو سنة...الخ.

ب/- صناعة الأسواق:

يعتبر كل من الوسطاء أو الوكلاء من صانعي الأسواق، وذلك من خلال ممارستهم لمهتهم التي تتمثل في بيع وشراء الأوراق المالية، وذلك عن طريق ترخيص تمنحه إدارة السوق المالي حيث في هذه الحالة يقوم الوسطاء بممارسة نشاطهم في السوق الثانوي، وذلك إما لصالحهم أو لصالح عملائهم، ويتطلب منه في هذه الحالة المحافظة على:

أ/- توفير السيولة اللازمة للسوق عن طريق تفعيل السوق إليه بالتحكم في حركة العرض والطلب (ففي حالة ارتفاع أو انخفاض العرض أو الطلب يدخل الوسيط كبائع أو كمشتري ففي حالة ارتفاع الطلب يدخل الوسيط كبائع والعكس في حالة الانخفاض، أما في حالة ارتفاع العرض يدخل الوسيط كمشتري والعكس في حالة الانخفاض، وبالتالي يتحكم في حركة العرض والطلب).

ب/- حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وما يتحقق من استقرار في الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

ج/- قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات. و يتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص، وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار مثلا أو شركة استثمارية.. الخ.

د/- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين:

إذا كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة استثمارية فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين عن طريق تحديد عمليات الدفع، وذلك عن طريق إطالة فترة استحقاق الدين (السند)، أو الفائدة المترتبة عليه (فائدة السند).

ه/- تقليل المخاطر والنفقات:

بما أنه غالبا ما يكون الوسيط عبارة عن مؤسسات مالية و شركات استثمارية وبالنظر إلى لما يتوفر لها من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل على تخفيض المخاطر، والتكاليف التي يتحملها المستثمر. (1)

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية، وعوامل نجاحها، و دورها الاقتصادي.

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية.

تتجلى أهمية الأسواق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعمالها، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

1- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز، أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

2- توفر سوق الأوراق المالية التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية، حيث تكون المشروعات في بداية تأسيسها بحاجة إلى عمليات التمويل، لذلك تتجه هذه المشروعات إلى سوق الأوراق المالية، والتي تعد بطبيعتها المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل من خلال إصدار أسهم أو سندات أو منتجات استثمارية أخرى واقتناءها من جانب الأفراد والمؤسسات، إذ أن التمويل عن طريق هذه الأسواق هو أقل تكلفة مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات الأخرى.

3- تلعب السوق دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين) عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم

(1) د حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 25-32.

في الأوراق المالية من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل إلى أصول سائلة بسهولة ويسر إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق يجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي بالتالي إلى زيادة الاستثمارات

4- توفر الأسواق المالية فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات، وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة، والتسويق واقتناء تكنولوجيا جديد.

5- تلعب الأسواق المالية دورا هاما وفعالاً في توجيه مدخرات الأفراد والقطاع العائلي نحو الأنشطة الإنتاجية، من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق بدلا من أن يتم توجيهها نحو الأنشطة الغير منتجة.

6- توفر سوق الأوراق المالية إمكانات كبيرة، من حيث :

أ- تنوع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء أكان ذلك من حيث أنواعها أم أجلها.

ب- العلنية المطلوبة لاتخاذ قرارات مالية رشيدة، بتوفيرها البيانات المطلوبة عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

ج- حماية المتعاملين في السوق من محاولات الغش و الاحتيال من خلال وضع ضوابط صارمة لتداول الأوراق المالية فيها. (1)

7- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة و خبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للمنتجات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب و العرض لهذه المنتجات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل المنتجات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات. (2)

الفرع الثاني: عوامل نجاحها.

لكي يطلق على سوق الأوراق المالية بأنها سوق جيدة لابد أن تتوفر فيها بعض السمات والمواصفات منها:

1/ سرعة المعلومات ودقتها:

عندما يتعامل المستثمر في سوق الأوراق المالية فإنه يتوقع أن يحصل من تلك السوق وبسرعة لكافة المعلومات وبدرجة من الدقة وعن كل ما يرتبط بنشاط السوق سواء ما يتعلق بنوع الأوراق المتداولة أو حجم مقدار الصفقات فيها وأيضا أسعارها.

2/ كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل:

تشير كفاءة التسعير إلى قدرة السوق في تقديم المعلومات التي تستجيب لها الأوراق المالية وبسرعة.

(1) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص136-138.

(2) د هوشيمار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، 2009، ص85-86.

بحيث تكون أسعار الأوراق المالية بشكلها العام عاكسة لكافة المعلومات التي توفرها السوق. أما كفاءة التشغيل فيقصد بها أن تكون كلفة إتمام المعاملات داخل السوق في حدها الأدنى.

3/السيولة:

يقصد بسيولة السوق هو قدرة المتعامل في السوق في أن يبيع الأوراق المالية بسرعة و بسعر يكون قريبا من سعر الأوراق المالية التي أبرمت آخر صفقة.(1)

الفرع الثالث: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، حيث وجدت هذه الأسواق الأموال لتشبع رغبات و حاجات المتعاملين. ومن هنا وجبت ضرورة المعاملات الاقتصادية بين المؤسسات والشركات والأفراد.

- وكما تعمل أيضا الأسواق على تحقيق الموازنة الفعالة ما بين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

- كما يوجد أيضا لهذه الأسواق دور بالغ في تحويل الفائض في رأس المال غير موظف في الاقتصاد من مال عاطل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم، أو السندات، أو إعادة بيعها للمشروع.

- كما تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية في الدول، فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات و مداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين.

- كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها.

- كلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة في تحسين الوضع الاقتصادي وتوطيد الاستقرار، وذلك من خلال:

* توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين، وهذا من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة.

* القدرة على توفير وإعادة تدويركم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمار.

* رفع درجة الوعي لدى الأفراد والمؤسسات بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية.

* المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى

(1) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص135-136.

رفع مستويات الإنتاج.

* تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لإغراض تمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.(1)

المبحث الثالث: الخصائص التنظيمية للأسواق المالية والأطراف العاملة فيها.

من أجل تحقيق سوق كفاء لا بد من توفر خصائص تنظيمية في سوق الأوراق المالية، ولكي تتوفر هذه الخصائص يجب أن تتدخل أطراف عاملة فيها.

المطلب الأول: الخصائص التنظيمية للأسواق المالية.

حتى يصل السوق المالي إلى مستوى معقول من الكفاءة التشغيلية لا بد من توفر عدة خصائص تنظيمية تعد الأساس في تحقيق تلك الكفاءات، ومن هذه الخصائص، نذكر ما يلي:

1/- توفير المعلومات التاريخية والاستجابة السريعة لأية أحداث جديدة (كفاءة السوق) خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع، وحجم حركة التداول، وبالتالي ضمان أن لا يستطيع أي شخص أن يحقق أرباحاً غير عادية ولاسيما أن السوق الكفاء هو " السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية".

2/ توزيع الإذخارات والفوائض النقدية (كفاءة تخصيص الموارد) بين الفرص الاستثمارية و الأنشطة الاقتصادية المتاحة بكفاءة تخصصية عالية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ضمان النمو المتوازن بين كافة القطاعات الاقتصادية العاملة في المجتمع ، وبالتالي الاستحواذ على رضا كل من المدخر و المستثمر في وقت واحد، وفي المحصلة الوصول إلى الأسعار التوازنية. (2)

3/ وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء و وكلاء يقومون بعمليات التداول و يمثلون شركات الوساطة، و المصارف، و المؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.

4/- وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة السوق المالية، و تشرف على تطبيقها، و تعمل على تطويرها باستمرار و تراقب عن كثب عمليات التداول.

5/- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للمنشأة على لائحة السوق المالية.

6/- وجود قائمة التداول تتجمع فيها طلبات البيع و الشراء، و أسعار الطلب، و العرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.

7/- وجود طريقة للتداول تتم من خلالها تنفيذ أوامر و تحديد أسعار الصفقات بسرعة، و هناك طريقتان متبعتان في العادة هما طريقة المزايمة وطريقة المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى

(1) د عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة 1،الأردن، 2008، ص84-85.

(2) د فيصل محمود الشواربة، مرجع سابق، ص48.

بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.

8/- وجود صانعي الأسواق مثل: المتخصصين و المتاجرين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل و يؤمنون سوق مستمرة و نشيطة في الأسهم.

9/- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لاتحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.

10/- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم و تسجيلها و نقل ملكيتها و تسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

بالإضافة إلى الخصائص التنظيمية لكي تكون السوق كفو لابد من توفر الصفات التالية:

أ/- إن القيمة السوقية للأسهم(أسعار الأسهم) سوف تستجيب بسرعة لأي معلومة جديدة ترد إلى السوق حيث تعتبر هذه المعلومات هي الأساس في عملية التقييم.

ب/- أنه من غير الممكن عند عرض الاستثمارات المالية، أن نميز بين الاستثمارات المربحة والاستثمارات الغير مربحة في المستقبل.

ج/- إن التغيير في القيمة السوقية للأسهم من فترة إلى أخرى هي تغييرات عشوائية.

د/- إذا ما تم توزيع المستثمرين بين من هم لديهم المعرفة، وهؤلاء الذين ليس لديهم المعرفة فإننا لا نستطيع أن نجد أي فروق بين الاثنين.(1)

المطلب الثاني: الأطراف العاملة في الأسواق المالية.

يقوم السوق المالي على الأطراف التالية:

1/- **فئة المقرضين أو المدخرين أو المستثمرين :**

وهي عبارة عن فئة من مصدري الأموال في السوق، و تتمثل في الأفراد، و الشركات التي تقل مصاريفها أونفقاتها عن دخولها و ترغب في توظيف مدخراتها، أو فوائدها المالية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.

2/**فئة المقترضين أو المستثمرين أو الباعين:**وهي فئة من مستخدمي الأموال في السوق، و تتمثل في الأفراد أو الشركات التي تزيد مصاريفها، أو نفقاتها عن دخولها و ترغب بتغطية الإستثمار أو العجز لديها بالإقراض المباشر أو ببيع الأوراق المالية.

3/**فئة الوسطاء الماليون:** وهي فئة السماسرة، و تشتمل على:

- **السمسار:** وهو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختصة في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصولهم على العمولة من البائع و المشتري معا.

(1) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 129-130.

- **مندوب الرئيس:** وهو من مساعدي السمسار و يعمل عنده باسمه مقابل أجر .
- **الوسيط:** وهو أيضا من مساعدي السمسار ، وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار . كما أنه هناك أيضا قواعد ينبغي مراعاتها عند اختيار السمسار، و هي كالتالي:
- * ان يكون مقيدا لدى البورصة.
- * مشهود له بالامانة والصدق.
- * له قدرة عالية على تقديم البيانات والمعلومات.
- * المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العمل. (1)

المبحث الرابع: أنواع الأسواق المالية:

نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية، فإننا نجد أن هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها وكذا المتدخلين في هذه السوق، فنجد: السوق الأول والثاني والثالث والرابع، ومعيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات حيث نجد: السوق النقدية التي تخص الآجال القصيرة، وسوق رؤوس الأموال التي تتضمن الآجال الطويلة، أما المعيار الثالث للتقسيم فيرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق، حيث نجد: بورصة السلع أسواق الأوراق المالية، أسواق القروض، أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق فنجد: أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية، أسواق المال المحلية.

وسنتناول هذه التقسيمات بنوع من التفصيل كما يلي:

المطلب الأول: التقسيم حسب طبيعة المعاملات و توقيت الإصدار.

من أجل أن تؤدي بورصة الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تنقسم على النحو التالي :

أولاً: الأسواق الأولية:

وهو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة. وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي، وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مالية متوسطة و طويلة الأمد، وذلك من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب التالية:

أسلوب البيع المباشر:

ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة من المستثمرين

(1) د فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 61-62.

الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الوقت والجهد، وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

أسلوب المزاد:

ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم معطيات تتضمن الكميات المراد بيعها، وسعر البيع حيث يتم قبول المعطيات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

أسلوب البيع الغير مباشر:

و يتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب، والتسويق، والبيع، وذلك من أجل تجنب التكاليف العالية، والقاسية، وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف، وعمولات إضافية لابد وأن يتقاضاها هذا الوسيط، حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بتقديم النصح، والمشورة حول الحجم، والتوقيت والجدوى من الإصدار، ويتولى اتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار والبيع.

ثانيا: الأسواق الثانوية:

السوق الثانوي هو المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وذلك طبقا لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، وسواء أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أم غير منظمة.

وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم التداول (بيعا و شراء) على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر، و باتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية، أما في السوق الأولى و كما أسلفنا سابقا فهي تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة)، وبتجاه واحد فقط، أي أن الحصيلة النقدية في السوق الثانوي تذهب من وإلى حملة الأوراق المالية و ليس للمؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية كما هو عليه الحال في السوق الأولية، الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم، بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة وهذه الأسواق في الحياة العملية تنقسم بدورها أيضا إلى قسمين:

1/- الأسواق المنظمة:

وهي التي ترتبط بقانون، و نظام، و مكان، و زمان واضح و معلوم، و تعتمد في البيع و الشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم، ويتم التعامل فيها على أساس المزاد، وأهم شروطها توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المختلفة، ووجود الحد الأدنى من الاستقرار الاقتصادي، و ضمان حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول، واستقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى، وسهولة

الإعلام عن فرص الاستثمار المتاحة.

ب- الأسواق الغير منظمة:

وهي التي ترتبط بقانون ونظام محدد، ولكنها لا ترتبط في مكان وزمان معين، ولا تعتمد على السماسرة، وإنما على التجار الذين لديهم مخزون ويتاجرون لحسابهم، وليس لحساب غيرهم، ولا يترتب على التعامل فيها أية تكاليف أو عمولات سمسرة أو وساطة.

ويطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تجرى خارج مقصورة البورصة، وعادة ما تتولاها بيوت وساطة وتمتاز بسرعة البيع والشراء، وببساطة الإجراءات، وكبير حجم المعاملات، ويتطلب خبرة وكفاءة عالية في التعامل. وأسعار البيع والشراء تتحدد فيها بالتفاوض وليس بالمزاد العلني.

و نلاحظ هنا أن لأسواق الأوراق المالية الثانوية بقسميها أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين، وهؤلاء هم:

- السماسرة: وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب المستثمرين، مقابل عمولات الخدمة وغيرها من الأتعاب المهنية.

- التجار: وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي مقابل مكاسب الفروق بين أسعار البيع والشراء والعكس.

• السماسرة و التجار:

وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم، وحساب المستثمرين الآخرين في آن واحد مقابل العمولات وفروق الأسعار بين البيع والشراء، والعكس.

• سماسرة السماسرة:

وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب السماسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل، ويطلق عليهم سماسرة العامة.

• المتخصصون:

وهؤلاء هم الذين يتخصصون في بيع، وشراء ورقة محددة، أو مجموعة أوراق مالية معينة، و يقومون بدور التاجر والسماسر في نفس الوقت.

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة، غير منظمة) فإنه يمكن إضافة الأقسام التالية:

- الأسواق الثالثة:

وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً، وتضم بيوت السمسرة و المتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

- الأسواق الرابعة:

وهي أسواق أيضا غير منظمة، وتقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين وليس من خلال السماسرة، ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.(1)

المطلب الثاني: التقسيم حسب آجال العمليات.

أولا/السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مؤسسات، أو أفراد، أو جهات حكومية، وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.(2)

ثانيا/سوق رؤوس الأموال:

وتسمى غالبا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم ، والسندات.(3)

خصائص أسواق رؤوس الأموال: تمتاز أسواق رأس المال بأنها:

1-أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل.

2-أسواق جملة و تجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة، وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين و طبيعتهم.

المطلب الثالث: التقسيم حسب المنتجات المتداولة.

أولا/ بورصة السلع:

تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة، كالحبوب، اللحوم، المعادن...الخ.

خواص المتاجرة بالسلع: تتميز تجارة السلع بالخصائص التالية:

1/درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر أكبر نسبيا بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى خاصة الأوراق المالية لسببين هما:

أ/- أن دليل الإثبات في تجارة السلع (وهو التعهد من خلال عقود المستقبلية) لا يزيد عن مطالبة بتسليم كمية معينة من السلع بتاريخ معين لكنه يخلو من أي ضمان للوفاء.

ب/- أن قابلية السلع للتخزين محدودة، وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، وهذا ما يعرض المستثمر لاحتمال الخسارة.

(1) د فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق،ص55-58.

(2) د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995، ص6.

(3) د جبار محفوظ،البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية،دار هومة،الجزء1،الجزائر،2002،ص72.

- 2/- يؤدي ارتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع إلى نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها، هذا ما أدى ببعض الدول بسن قوانين خاصة وضعت بموجبها حدوداً علياً، ودنياً لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعوداً، أو هبوطاً في السوق المالية.
- 3/- الفترة الزمنية للاستثمار في السلع قصيرة نسبياً بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى، فعمراً عقد التعهد المستقبلي محدد في العادة بسنتين كحد أقصى.
- 4/- تشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالعقار من حيث توفر فرص عالية للمتاجرة بالملكية وبتوفر الخبرة المتخصصة يمكن أن تحقق للمستثمر في السلع عائداً مرتفعاً على استثماره.
- 5/- لا يتقاضى السمسار في بورصة السلع سوى عمولة واحدة على الصفقة الكاملة بخلاف ما يحدث في سوق الأوراق المالية حيث يتقاضى عمولتين، واحدة من البائع، وأخرى من المشتري.
- لكي تصبح للسلعة سوق متخصص بها يجب أن تتوفر شروط معينة وهي كالتالي:**
- 1/- التجانس.
- 2/- قابلية الترتيب أو التدرج في درجات أو أصناف حسب جودتها مثل: قطن درجة أولى أو درجة ثانية.
- 3/- أن تسود سوق السلع منافسة كاملة تحد من نشوء الاحتكار، وهذا يتطلب عدد كبير من البائعين أو المشترين.
- 4/- أن يتم التعامل بالسلع بصورتها الأولية (الخام)، أو النصف مصنعة فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية مثل: سبائك الذهب، والسكر، وقطع العملة.
- التعامل في سوق السلع :**
- في الغالب يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق مكاتب سمسرة متخصصة تتولى تنظيم المتاجرة فيها ويمكن تقسيم المستثمرين في سوق السلع بصفة عامة إلى فئتين، هما:
- أ/- فئة المتحويين:
- وهم عبارة عن أفراد يعملون في مهنة ذات علاقة بالسلعة مثل: الجزائريين الذين يستثمرون أموالهم في تجارة المواشي لتأمين احتياجاتهم منها ثم يبيع ما زاد عن احتياجاتهم.
- ب/ فئة المضاربيين: وهي تضم أفراداً ومؤسسات تحترم تجارة السلع بيعاً وشراءً بهدف تحقيق الربح الرأسمالي من خلال توقعاتهم لحركة الأسعار.
- ثانياً/أسواق الأوراق المالية: السوق المالية هي همزة وصل بين الادخار، والاستثمار من خلال عدة أدوات، ومؤسسات متخصصة فهي تهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها. (1)

(1) د زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة 3، عمان، 2005، ص 119-124.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بكل الجوانب الخاصة بالأسواق المالية، حيث توصلنا إلى أن الأسواق المالية لها أهمية بالغة سواء من خلال مكوناتها، أو من حيث وظائفها، فقد تطرقنا بالتفصيل إلى أهميتها إذ أنها تعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين، أو أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز أو المستثمرين. كما أنها تخلق مناخ ملائم من أجل استثمار هذه الأموال المتعلقة بمدى كفاءة هذا السوق، كما أنها تعمل على حسن استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد للتمويل لتوظيف هذه الأموال وسد العجز، وذلك باختلاف أنواع هذه الأسواق سواء كانت ثانوية منظمة أو غير منظمة، فإن هدفها واحد هو توفير السيولة التي تحول من المدخرين إلى المستثمرين.

الفصل الثاني:

مفاهيم عامة حول الاستثمار في الأسواق المالية

مقدمة الفصل الثاني :

إن الاستثمار المالي يتضمن جميع أشكال النشاط المرتبطة بشراء وبيع الأصول المالية، حيث يتبع المستثمر مجموعة من الخطوات اعتماداً على استراتيجيات ملائمة يمكن له من خلالها إدارة محفظته على أكمل وجه، والحصول على أكبر عائد في ظل أقل المخاطر. ولأن الحصول على الربح يوازيه إمكانية تحمل الخسائر، فإن القرارات الاستثمارية تسبقها دراسات مكثفة لبيانات تاريخية، وأخرى مستقبلية تهدف إلى تقليل التعرض إلى المخاطر كلما أمكن. وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم الاستثمار المالي، وذلك من خلال التعرف المبادئ الأساسية للقرار الاستثماري، ثم مختلف الأدوات المستعملة في السوق المالي، بالإضافة إلى المزايا والعيوب. أما في المبحث الثاني فقد تناولنا فيه عمليات التسعير في الأسواق المالية، وذلك من خلال تحديد الأسعار في السوق المالي، بالإضافة إلى العوامل المؤثرة على سعر الورقة، و طرق تقييمها. أما المبحث الثالث فيشتمل على مفهوم محفظة الأوراق المالية، بالإضافة إلى أنواعها وكذا السياسات والأسس المتبعة في إدارتها، و الأهداف المرجوة منها.

المبحث الأول: مفهوم الاستثمار المالي.

يعد الاستثمار أساس العملية الاقتصادية، إذ لا يمكن تحقيق نمو اقتصادي دون وجوده، فالمستثمر يسعى دائماً من خلال عملية الاستثمار، إلى تحقيق عائد مرضي يعوضه عن مقدار المخاطرة التي يتعرض إليها، وحتى تكون قرارات المستثمر دقيقة يجب أن يكون على دراية بالمبادئ الأساسية المتبعة في اتخاذ القرار الاستثماري وكذا أدواته المالية.

الطلب الأول: المبادئ الأساسية للقرار الاستثماري.

يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين:

الأمر الأول: أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، و الذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها ما يلي:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تحديد العوامل الملائمة التي يتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة .
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

أما الأمر الثاني: فهو أنه بجدر بمتخذ القرار الاستثماري أن يراعى بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره ومن أهم هذه المبادئ ما يلي: (1)

1- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

أن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له. كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.(2)

2- مبدأ الخبرة و التأهيل:

يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية، و خبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة. ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج (عديمي الخبرة)، و بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بالخبرة، والدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري. وتوجد فئة أخرى من الأفراد ممن يحترفون تقديم الاستشارة، و النصح للمستثمرين من الفئة الأولى

(1) د محمد مطر و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، 2005، ص21-22.
(2) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص28-29.

ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح "محللو الاستثمار" أو "مدراء المحافظ الاستثمارية" ممن لديهم خبرة ودراسة كبيرتين في المجالات الاستثمارية .

لذا يفترض بالمستثمر الساذج أن يستعين في اتخاذ قراره الاستثماري بمشورة فئة المستشارين، والمحللين المتخصصين ولو كلفه ذلك دفع الأتعاب التي يتقاضاها هؤلاء مقابل الخدمات التي يؤدونها، لأن هذه الأتعاب مهما ارتفعت ستبقى منخفضة بالقياس إلى الفائدة المحققة منها في ترشيد القرار الاستثماري.(1)

3- مبدأ الملائمة:

يطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته، وميوله التي يحددها دخله، وعمره، وعمله، وكذلك حالته الاجتماعية. ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار، والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي، وهي:

أ- معدل العائد على الاستثمار.

ب- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

ج- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر، وأداة الاستثمار.(2)

4- مبدأ التنوع أو تنوع المخاطر الاستثمارية:

كل مستثمر يحدد في العادة العائد على الاستثمار الذي يطمح إلى تحقيقه من استثماراته.

ولتحديد هذا العائد يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم يعادل العائد المستهدف، وذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات.

- فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا يعتبر الاستثمار مجديا.

- أما إذا كان سالبا فيعتبر الاستثمار غير مجد .

و لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماما تحقق العائد المرجو تحقيقه على استثماراته إلا بتحقيق شرطين هما:

• أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة. (Value)

• أن تكون أيضا مؤكدة تماما من حيث التوقيت (Timing).

وأي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل سينعكس ضمنا على العائد المتوقع تحقيقه. لذا ينشأ عن احتمال عدم تحقق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار. وتتنوع مخاطره، كما يتفاوت مداها وفقا لطبيعة أدوات ومجالات الاستثمار، ويمكن تصنيف هذه المخاطر بوجه عام في نوعين رئيسيين هما: مخاطر سوقية و مخاطر غير سوقية.

1- المخاطر السوقية (المخاطر النظامية) Market Risks.

(1) د محمد مطر و آخرون، مرجع سابق، ص22-23.

(2) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص29.

ويطلق عليها مصطلح المخاطر العادية، وتتميز في أن أسبابها ترتبط بصورة عامة بظروف السوق المالي، وكذلك بالظروف الاقتصادية الشاملة. وهكذا تتعكس آثارها على أسعار جميع أدوات الاستثمار في شكل تقلبات سعرية صعوداً، أو نزولاً. وعلى هذا الأساس تتسم غالباً بصفة الشمول، إضافة إلى كونها تحدث وفقاً لدورات السوق المالي. ولكن نظراً لأنها مرتبطة بظروف السوق المالي فإن آثارها تتعكس على جميع أدوات الاستثمار المتداولة فيه، وبالتالي لا يمكن تجنبها عن طريق عملية التنويع، ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع.

ب/- المخاطر الغير سوقية (الغير نظامية): Non Market Risks.

وتدعى أيضاً بالمخاطر الغير عادية. وتكون مرتفعة، كما أنها تحدث في ظروف استثنائية غير منتظمة مما يجعل من الصعب التنبؤ بحدوثها، وإذا ما حدثت فإن آثارها تتعكس على أدوات استثمارية بعينها. ومن هنا يمكن تجنبها، أو على الأقل تخفيض آثارها عن طريق تنويع الأدوات الاستثمارية. (1)

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي.

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة، فهي إما أن تكون:

1/- أدوات دين، ومن أمثلتها: أدونات الخزينة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، والقبولات والسندات. وإما أن تكون:

2/- أدوات ملكية مثل: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة.

أما من حيث الأجل فيمكن تصنيفها إلى:

أ/- قصيرة الأجل، وتستحق خلال سنة مثل: أدونات الخزينة، وشهادات الإيداع، وعقود العملات الأجنبية للأجل القصير.

ب/- طويلة الأجل، وتستحق في فترة أطول من سنة، ومن أمثلتها: الأسهم، والسندات. ويمكن أيضاً تقسيمها من حيث الدخل إلى :

1. ذات الدخل الثابت مثل: أدونات الخزينة، والسندات ذات سعر الفائدة الثابت، والأسهم الممتازة.

2. ذات الدخل المتغير مثل : الأسهم العادية، والسندات ذات سعر الفائدة العائم (المرن).

ويمكن تدرج أدوات الاستثمار المالي بدءاً من الأقل خطراً فالأكثر خطراً كما يلي: أذن الخزينة، فالورقة التجارية، فالسند الحكومي، فالسند المضمون بأصول الشركة التي أصدرته، فالسند غير المضمون، فالسهم الممتاز، فالسهم العادي، فعقود المستقبلات.

وفيما يلي تعريف مختصر بكل واحدة من أدوات الاستثمار المالي القصير الأجل:

1/- القروض تحت الطلب: Call Loan.

(1) د محمد مطر و آخرون، مرجع سابق، ص 24-25.

وهي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أنه يحق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء ، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك. ولذلك فهي تحمل أسعار فائدة متدنية جدا ومدتها قصيرة الأجل لا تتجاوز يوما أو يومين.(1)

2/- أذونات الخزينة: Treasury Bills.

هي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. وتتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية. فالإذن عادة ما يباع بخصم، أي بسعر أقل من قيمته الاسمية. وإذا قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق فإنه يضمن استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.(2) .

3/- الأوراق التجارية: Commercial Paper

وهي شبيهة بأذونات الخزينة من جميع الوجوه، ولكنها تختلف عنها بأن الأوراق التجارية هي من إصدار الشركات الضخمة بدلا من الحكومة، أي أنها أدوات اقترض للقطاع الخاص، وبذلك فهي تتصف بمخاطر أكثر قليلا من مخاطر أذونات الخزينة، وبناءا عليه فإن عائدها أكبر قليلا من عوائد أذونات الخزينة.

4/- القبولات : Acceptance.

ينشأ القبول عن السحب الزمني المستعمل في التجارة الخارجية. والسحب الزمني هو مطالبة بالدفع يرسلها مصدر البضاعة إلى مستوردها يطالبه بدفع المبلغ المطلوب ثمنا للبضاعة. وعندما يقبل المستورد هذه المطالبة يكتب على السحب كلمة مقبول، ويضع توقيع، وتاريخ التوقيع فيصبح السحب عندها قبولا وهذا القبول يمكن بيعه بأقل من قيمته الاسمية.

5/- شهادات الإيداع: Certificats Of Deposit.

هي وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت ولفترة محددة، بمعدل فائدة محدد. والشهادة قد تكون اسمية أو لحاملها، وعادة ما تكون بمبالغ كبيرة نسبيا، أما عوائدها فمغفأة من الضريبة. تنتج البنوك لإصدار هذه الشهادات لتتمكن من الحصول على أموال تشكل موردا ثابتا لها يؤدي إلى الاستقرار النسبي في موارد البنك ويشجعه على الاستثمار طويل الأجل، وعلى منح الائتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة.

6/- العملات الأجنبية (التعامل الفوري): Foreign Currencies

إن الاستثمار بالعملات الأجنبية عن طريق التعامل الفوري بها من أدوات الاستثمار الحقيقي، وهو فن له مفرداته، ومصطلحاته، وأصوله، وقواعده، وأسواقه الخاصة به، والتي لها أخلاقيات تعامل محددة تحكمها أعراف، وتقاليد معروفة عالميا.

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص45-46.

(2) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999، ص15.

وفيما يلي بعض المصطلحات، و المفاهيم الأساسية في هذا المجال :

* سعر الصرف: Exchange rate

هو سعر يتم به استبدال وحدة عملة معينة بعملة أخرى. ويتخذ سعر الصرف أشكالاً متعددة، أهمها :

أ/- سعر البيع وسعر الشراء :

إن للتعامل في أسواق العملات الأجنبية اتجاهين، حيث يعطى سعران للعملة، الأول يسمى سعر الشراء وهو السعر الذي على أساسه تشتري المؤسسة العملة المسماة، والثاني هو سعر البيع وهو السعر الذي على أساسه تبيع نفس المؤسسة العملة المسماة ، وتتم التسمية في سوق العملات بإعطاء السعرين معا ويتترك الخيار للسائل في أن يشتري أو يبيع. فهو حر في أن يكون مشترياً أو بائعاً بهذه الأسعار. ويمثل الفرق بين السعرين ربح الصراف ويسمى الهامش.

ب/- السعر الآني للعملة: Spot Rate

هو سعر التسليم الفوري، وهو أن يتم تسليم العملة المشتراة فوراً، أو خلال يومي عمل على أبعد تقدير وقد يكون سعر بيع أو سعر شراء.

ج/- السعر الآجل: Forward Rate

وهو سعر التسليم الآجل، أي أن التسليم سيتم في مدة تزيد على يومي عمل، وغالباً ما يفهم من السعر الآجل وبشكل عام أن التسليم سيتم بعد شهر، أو مضاعفاته إلا أنه من الممكن التعامل بكسور الشهر أو لفترات أخرى غير الشهر و مضاعفاته، في هذه الحالة يجب تحديد موعد التسليم بوضوح، و يحدد الحق الآجل اعتباراً من بعد يومي عمل من عقد الصفقة، وليس من تاريخ عقدها.

وتسمى العقود النمطية التي تحكم الاتفاق حول السعر الآجل بعقود مستقبلات العملات الأجنبية.

أما العقود التي تحدد شروطها حسب رغبات المتعاملين فتسمى عقود العملات الأجنبية الآجلة.

* العلاوة أو الخصم:

عادة ما يختلف السعر الآجل عن السعر الآني حسب توقعات المتعاملين، فإن توقع المتعاملون أن سعر

العملة سيرتفع خلال فترة العقد الآجل فإن السعر الآجل سيكون أكبر من السعر الآني، و الفرق بينهما يسمى علاوة. أما إذا كان من المتوقع أن ينخفض سعر العملة، فإن السعر الآجل سيكون أقل من السعر

الفوري أو الآني ويسمى الفرق بينهما خصماً.

أدوات الاستثمار المالي طويل الأجل:

وهي الأوراق المالية بأصنافها المختلفة مثل: الأسهم العادية، والممتازة، والكفالات، والسندات بأنواعها

المختلفة، وفيما يلي تعريف بسيط لكل منهما: (1)

***الأسهم:** يعرف السهم بأنه عبارة عن صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، ويعطى للمساهم ليتمثل

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 47-56.

حصته في رأس مال الشركة، ويعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة. (1)
1/- الأسهم العادية:

وهي تمثل أموال ملكية، و يتمتع حاملها بحقوق حددتها الأعراف، و قانون الشركات، وأحسن وصف لها يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها.

أ/- حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حامل السهم العادي بحقوق ضمنها له قانون الشركات، وهي:

- 1- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها.
- 2- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.
- 3- الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين.
- 4- الحق في التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة العامة للمساهمين.
- 5- حق نقل ملكية الأسهم عن طريق الاتجار بها، أو عن طريق الهبة، أو الهدية، أو الإرث.
- 6- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.
- 7- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- 8- حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة و مساعلتهم، و مناقشتهم الحساب في اجتماعات الجمعية العمومية. مما يعني أن إدارة المشروع، وسلطاته تتبع من حملة الأسهم العادية، و هي مركزة بيدهم دون غيرهم من حملة الأسهم الممتازة أو حملة السندات.
- 9- الحق في الأرباح المحجوزة.

2/- الأسهم الممتازة:

وهي أسهم تصدرها الشركة إلى جانب الأسهم العادية لأسباب التي سيتم إيرادها لاحقاً، و قد سميت هذه الأسهم أسهما ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أن لها حق الأولوية على العادية في الحصول على حقوقها.

*** و فيها يلي الفرق بينها و بين الأسهم العادية:**

1. يتمتع حملة الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.
2. يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية.
3. عادة ما يكون هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه، حيث تتحدد نسبة أرباحه بنسبة مئوية معينة من قيمته الاسمية تظهر صراحة في عقد الإصدار.

(1) د محمد مطر و آخرون، مرجع سابق، ص77.

4. غالباً لا يكون هناك حق دائم للتصويت بالنسبة لحامل السهم الممتاز، لذلك فحامل السهم الممتاز لا يشارك في إدارة الشركة في الظروف العادية.
5. لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- * الأسباب التي تدعو إلى إصدار أسهم ممتازة:**
- زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة.
 - المتاجرة بالملكية (الرفع المالي): إذا أمكن استثمار حصيلة بيع الأسهم الممتازة بحيث تحقق أرباحاً تفوق الأرباح التي ستوزع على حملتها.
 - استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة (السيطرة).
- * أنواع الأسهم الممتازة:**

- 1/ مشاركة أو غير مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية.
- 2/ مجمعة للأرباح أو غير مجمعة للأرباح.
- 3/ قابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- 4/ مضمونة الأرباح.

1/ الأسهم الممتازة المشاركة: Participative

يشارك هذا النوع من الأسهم الممتازة الأسهم العادية فيما يبقى من الأرباح بعد أخذ نصيبها منها أو لا وبتعبير آخر تأخذ الأسهم الممتازة أرباحها أولاً، ثم تعود و تشارك الأسهم العادية في الباقي. أما غير المشاركة فهي لا تشارك الأسهم العادية في أرباحها أي تكتفي بالأرباح المخصصة لها ولاحق لها بالباقي.

2/ المجموعة للأرباح أو المترجمة: Commutative

عادة لا تحصل الأسهم الممتازة على الأرباح المحددة لها إلا إذا:

1. حققت الشركة أرباحاً.
 2. أعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لهذه الأرباح.
- فإذا لم يتوفر هذان الشرطان فإنه لن يتم توزيع أرباح لا للأسهم الممتازة، ولا للأسهم العادية.
- وإذا كانت الأسهم الممتازة أسهمها مجمعة للأرباح (مترجمة) فإنها في السنوات التي لا يتم فيها توزيع أرباح لا تضيع حقوقها في تلك الأرباح بل تدور إلى السنة التالية، حيث تأخذ الأرباح عن السنة، أو السنوات التي لم يتم فيها توزيع أرباح، بالإضافة إلى الأرباح التي تستحقها عن السنة التي يتم فيها التوزيع، أي أنها تجمع حقوقها في الأرباح ولا تخسرها عن السنوات التي لا يتم فيها توزيع ومن هنا تم وصفها بأنها مجمعة للأرباح .
- أما الأسهم الممتازة غير المجمعة (غير المترجمة) فلا يحق لها أن تجمع حقوقها من السنوات التي لا يتم فيها توزيع أرباح، أي أنها لا تأخذ أرباحاً إلا عن السنوات التي يتم فيها التوزيع.

3/ القابلية للتحويل: Convertible

تكون الأسهم الممتازة أسهما قابلة للتحويل إذا كان بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية محددة يكون منصوصا عليها في عقد إصدارها، والقابلية للتحويل هي في مصلحة حملة الأسهم الممتازة لأن الأسهم العادية تكون أفضل من الممتازة في الشركات المزدهرة، ويكون التحويل، وشروطه منصوصا عليه في عقد الإصدار، وعادة يكون خيار التحويل أو عدمه بيد حامل السهم، فإن وجد أن من مصلحته التحويل عندما يحين موعده فإنه يحول وإلا فلا. أما الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل فهي كما يدل اسمها عليها لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

4/ المضمونة الأرباح: Guaranteed

هناك نوع من الأسهم تكون أرباحه مضمونة وهو الاستثناء ، أي أن هذا النوع غير منتشر، ولكنه موجود في حالة بنك الإنماء الصناعي في الأردن، حيث تضمن الحكومة أرباح الأسهم الممتازة لبنك الإنماء الصناعي ومقدارها 6% من قيمتها الاسمية، بمعنى أنه في السنوات التي لا يحقق فيها بنك الإنماء الصناعي أرباحا، أو تكون أرباحه في مستوى متدني لا يكفي للتوزيع ، تقوم الحكومة بتوزيع 6% من القيمة الاسمية الممتازة على حملة تلك الأسهم، وهذه المبالغ تعتبر هبة من الحكومة. وأخيرا فإن الأسهم الممتازة قد تتصف بأكثر من صفة من هذه الصفات، فهي قد تكون مشاركة وقابلة للتحويل، وقد تكون مجمعة للأرباح وقابلة للتحويل، أو أي مزيج آخر من هذه الصفات.(1)

3/ - السندات: يمكن تعريف السندات على أنها:

- وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.(2)
- ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة، وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.(3)

*** خصائص السندات:**

- للسندات عدة خصائص يمكن إجمالها بالتالي:
- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة.
- تنتهي علاقة الحامل بالمقرض حال تسديد قيمتها.
- تحقق للمقرض ميزة ضريبية، وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.(4)

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 56-62.

(2) (4) د محمد فيصل الشواورة، مرجع سابق، ص 75-76.

(3) د محمد مطر و آخرون، مرجع سابق، ص 98.

*** أشكال السندات و أنواعها:** تتنوع السندات وتختلف أشكالها كما يلي:
أ/- من حيث الضمان:

- 1- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الأولى (قوة الشركة الايرادية هي الضمان).
- 2- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الثانية، وتسد بعد تسديد جميع السندات المكفولة برهن الموجودات، أو غير المكفولة من الدرجة الأولى، وتكون كما في النوع الأول القوة الايرادية للشركة هي الضمانة الأساسية لمثل هذا النوع من السندات.
- 3- سندات مكفولة برهن موجودات معينة.
- 4- سندات الدخل، وهي مجموعة السندات التي تلتزم المنشأة المصدرة لها بدفع الفوائد فقط عندما تحقق أرباحاً.
- 5- شهادات استثمار الآلات والمعدات، وهي شهادات تصدرها الشركات المقترضة مقابل الحصول على الآلات والمعدات، وتحمل دخلاً ثابتاً يتم دفعه من الأرباح التي تحققها المنشأة المقترضة من التشغيل والشائع هو أن التسليم يتم بشكل دوري، وعند الإنهاء من تسديد كل مبلغ ثمن الآلات والمعدات تنتقل ملكية هذه الآلات إلى الشركة المقترضة.

ب/- من حيث سعر الفائدة:

- 1- سندات ذات سعر فائدة ثابت.
- 2- سندات ذات سعر فائدة عائم.
- 3- سندات ذات سعر فائدة صفرية تباع بخصم.

ج/- من حيث حاملها:

1- لحاملها.

2- تحمل اسم حاملها.

د/- من حيث قابليتها للتحويل:

- 1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية معينة.
- 2- سندات غير قابلة للتحويل.

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

هذا النوع من السندات قابل للتحويل إلى أسهم عادية للشركة المصدرة له، حيث تستطيع الشركة أن تصدر السند بقيمة اسمية محددة، وتعطي لحامله الحق في تحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة.

إن قابلية السند للتحويل خاصية ممتازة إذا تم إصداره من قبل شركات تتميز بالنمو، وهنا يستطيع المستثمر أن يحقق ثبات الدخل الناتج عن عوائد السند، بالإضافة إلى أنه يملك فرصة مستقبلية لتحويل السند إلى أسهم عادية، ويكون التحويل من مصلحة حامل السند وخيار التحويل بيده وعند طول موعد

التحويل فان شاء حوله، وإن شاء أبقاه.

وعادة ما تكون أسعار الفائدة على هذا النوع من السندات اقل من أسعار الفائدة على السندات العادية لنفس فترة الاستحقاق، وذلك نظرا لميزة التحويل التي يتضمنها. (1)

- السندات الغير قابلة للتحويل:

مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك. وتصدر السندات الغير قابلة للتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل. (2)

هـ- من حيث قابليتها للاستدعاء:

القابلية للاستدعاء معناها أن تكون الشركة التي أصدرت السندات مسموحا لها أن تقوم بسداد هذه السندات (باستدعائها) و إطفائها (أي سدادها) قبل موعد استحقاقها ضمن شروط محددة و منصوص عليها في عقد الإصدار.

فالسند الذي يتم استدعاؤه قبل موعد استحقاقه بعشرة سنوات مثلا يأخذ علاوة استدعاء تساوي ضعف ما كان لو تم استدعاؤه قبل موعد استحقاقه بخمس سنوات.

أما إذا لم يرد أي نص في عقد الإصدار على قابلية السندات للاستدعاء فإنها تكون غير قابلة للاستدعاء وإذا أرادت الشركة أن تطفئ هذه السندات قبل موعد استحقاقها، فإن عليها أن تشتريها من السوق بالأسعار التي تكون سائدة عندئذ، أو حتى قد تجد الشركة نفسها مضطرة لأن تدفع أسعارا أعلى لتعري حملة سنداتها ببيع هذه السندات لها.

*لماذا تستدعي الشركة سنداتها قبل موعد استحقاقها:

هناك أسباب مختلفة تدعو الشركة إلى استدعاء سنداتها قبل موعد استحقاقها من أهمها:

1. انخفاض أسعار الفائدة:

إذا أصبحت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل بكثير من أسعار الفائدة التي تحملها السندات تقوم الشركة باستدعاء سنداتها (أو بشرائها من الأسواق إذا كانت غير قابلة للاستدعاء) للتخلص من الفوائد العالية التي تحملها، وتصدر بدلا منها سندات تحمل أسعار الفائدة المتدنية السائدة في السوق.

2. وجود فائض أموال لا تحتاجه الشركة لعدم وجود فرص استثمار جيدة:

في هذه الحالة تقوم الشركة باستدعاء سنداتها أو شرائها من الأسواق لتتخلص من الفوائد التي تدفعها عليها لا سيما وأنها لا تحتاج هذه الأموال. (3)

- السندات غير قابلة للاستدعاء:

(1) (3) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 63-66.
(2) د محمد مطر و آخرون، مرجع سابق، ص 106.

وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها و لا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب. و الأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعاءها بصراحة في عقد الإصدار. (1)

*أهمية الاستثمار في السندات: ومن استعراضنا لأنواع السندات المختلفة يمكن توضيح أهمية الاستثمار في هذه الأنواع:

1. إن هذه السندات تناسب المستثمرين الذين يرغبون في دخل ثابت و منتظم.
2. انخفاض مستوى المخاطرة عموما عند الاستثمار في السندات مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى.
3. المحافظة على سلامة رأس المال نسبيا عن طريق استرداد قيمة السند في فترات يرغب المستثمر في أن تكون بحوزته.

*الفرق بين الأسهم و السندات:

جدول رقم(2-1): الفرق بين الأسهم و السندات.

| السندات | الأسهم |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - السند هو دين على الشركة. - ربح السند ثابت، ولا يتأثر بالخسارة. - حامل السند ليس له الحق في الرقابة. - حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد الكامل. - عند الخسارة حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع ذلك. | <ul style="list-style-type: none"> - السهم هو جزء من رأسمال الشركة. - ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة، وقد تكون هناك خسارة. - حامل السهم له الحق في الرقابة، وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة. - حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله. - لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في البورصة عن عقد تصفية الشركة، ولا يشترط أن: *أن يكون ما تدفعه هو ما يسترده، وهو قابل للزيادة أو النقصان. * عند الخسارة، وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد كافة الديون. |

المصدر: محمد صالح الحناوي و آخرون، بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية،2002،ص60.

تدريج أدوات الاستثمار المالي حسب مخاطرها:

يمكن تدريج أدوات الاستثمار المالي تصاعديا حسب مخاطرها متدرجة، من الأدوات التي تكاد تخلو من المخاطر إلى الأدوات الأكثر خطورة كما يلي:

(1) د محمد مطر و آخرون،مرجع سابق،ص104.

1. أدونات الخزينة.
2. الأوراق التجارية.
3. السندات التي تصدرها الحكومة.
4. السندات التي تصدرها الشركات.
5. الأسهم الممتازة.
6. الأسهم العادية.
7. الكفالات.
8. الخيارات.
9. المستقبلات المالية. (1)

السندات التي تصدرها الحكومة:

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم.

السندات التي تصدرها الشركات:

هي بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) وبين المستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ، و فوائده متفق عليها في تواريخ محددة. (2)

الخيارات:

هو اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع، أو شراء عدد من الأوراق المالية (العملات، أو السلع أو المؤشرات..الخ) من طرف ثان بسعر محدد ومتفق عليه مقدماً. على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء، أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لإنهاء العقد. (3)

العقود المستقبلية:

هي عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع والمشتري، يقضي بتسليم البائع أصل سواء سلعة أو أصل مالي في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي أي وقت التعاقد. وهي عقود نمطية من حيث الحجم و تاريخ التسليم، ونوعية الأصل المتداول. بالإضافة إلى إمكانية تغيير سعر العقد المستقبلي خلال فترة التعاقد. (4)

المطلب الثالث: مزايا و عيوب الاستثمار المالي.

- (1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 69-74.
- (2) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 25-29.
- (3) د محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001/2002، ص 347.
- (4) د محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 236.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الاستثمار المالي:

أ/- المزايا: تتفوق مزايا الاستثمارات المالية على عيوبها وتتلخص مزاياها كما يلي:

1. وجود الأسواق المنظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.
2. انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.
3. التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يسهل عملية تقويمها، وبيعها، واحتساب معدلات العوائد لكل منها.

4. وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة دون أن يكونوا خبراء. (1)

ب/- العيوب: تتلخص فيما يلي:

1. عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها، وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها، لكن هذا بالطبع لا يمنع وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية كالسندات، والأسهم الممتازة، أو المشتقات يمكن أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات.
2. عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات. (2)

المبحث الثاني: عمليات التسعير في الأسواق المالية.

تحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية عن طريق تفاعل قوى العرض، والطلب، حيث يلتقي الباعة والمشتريين للأصول المالية، ويتنافسون للحصول عليها، وتتم عملية تحديد الأسعار، أو كما تعرف بتقنية التسعير، التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأوراق المالية التي تهدف إلى تسهيل، وتعظيم المبادلات كماً، ونوعاً.

المطلب الأول: تحديد الأسعار في السوق المالي.

1/التعامل بالمناداة: Cotation La Crie

وتتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة، وعقد الصفقات بمناداة بعضهم فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية مستعملين بعض الألفاظ المنطق عليها للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق المالية، وذلك بصوت عال. وبنفس الطريقة ينادي المشتريين، ويعبرون عن استعدادهم للشراء مستعملين في ذلك ألفاظ متفق عليها، ومنه يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به، وبمجرد الوصول إلى هذا السعر يمر المسعر (موظف لدى سلطات البورصة) للورقة الثانية حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بنفس الطريقة، وبسبب كثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء، أو ممثلي الوسطاء الماليين (ممثلي شركات البورصة)، حيث يستعمل هؤلاء الوكلاء إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، إذا كانت

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص.ص 41.

(2) د محمد فيصل الشواورة، مرجع سابق، ص.ص 88-89.

عملية بيع، أو شراء، وعن عدد الأوراق محل الصفقة، وغيرها من المعلومات، وبالوصول إلى سعر معين يقوم المسعر بتسجيل السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير السعر، وذلك بتغير العرض والطلب، ويمرر الورقة المالية في القائمة وهكذا. وعادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، لأنها الأكثر تداولاً في البورصة، ومن أهم مزايا التعامل بالمناداة الشفافية في التعامل إذ يمكن كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2/التعامل بالأدراج: Cotation Par Casier

وتتم بطريقة كتابية عكس طريقة التعامل بالمناداة إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، إذ يخصص درج لكل ورقة في البورصة، والتي تكون تحت تصرف وسيط مالي الذي يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية، وتحديد سعرها. حيث يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة، التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

2/التعامل بالصندوق: Cotation Par Boite

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط، ويكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء، والبيع للورقة المالية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، كما هو الحال في التقنية السابقة، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر، ويحدد على أساسها سعر التوازن.

3/التعامل بالمقابلة: Cotation Par Opposition

لقد ظهرت هذه الطريقة عن طريق أخذ إيجابيات كل من الطريقة الشفوية، والطريقتين الكتابيتين الذين سبق شرحهما. حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين، وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

- كيفية تحديد سعر ورقة مالية:

يمكن تحديد سعر الورقة المالية حسب تقسيم الأوامر، فهناك أوامر محدودة السعر، وهناك أوامر تنفذ حسب السعر الأفضل، ومن هذا المنطلق يمكننا أن نصل إلى :

*المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة بالسعر الأفضل هو في الحقيقة مستعد لشرائها بالسعر المرتفع.

*أما المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة بسعر محدود، وليكن (س) مثلاً هو مستعد لشرائها بسعر أقل من ذلك.

والعكس بالنسبة لعملية البيع إذ أن:

*المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة السابقة بسعر محدود، ولنعتبره (ص) مثلاً فهو مستعد لبيعها بأكثر من ذلك.

*المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة بالسعر الأفضل هو مستعد لبيعها بأي سعر حتى لو كان منخفض. ولتوضيح ذلك أكثر نستعين بالجدول التالي:

جدول رقم(2-2): جدول تحديد الأسعار.

| العرض | | السعر | الطلب | |
|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر | العدد المتراكم للأوراق المعروضة | | العدد المتراكم للأوراق المطلوبة | عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر |
| - | - | الطلب بالسعر الأفضل | XX | XX |
| 0 | XX | | XX | X |
| X | XX | | XX | X |
| X | XX | | XX | X |
| X | XX | | XX | 0 |
| | | X | | |
| | | X | | |
| | | X | | |
| | | X | | |
| XX | XX | العرض بالسعر الأفضل | | |

المصدر: د جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، الجزء الثالث، 2002، ص 121.

من خلال الجدول يمكننا أن نلاحظ أنه تجمع أوامر البيع، والشراء الخاصة بكل منتج مالي، ويقابل العرض بالطلب، ويحدد السعر التوازني الذي يتم بيع وشراء الورقة المالية الأولى به في انتظار تغير كميات العرض والطلب، ونغير السعر طبقاً لتلك المعطيات ومنه فإنه عن طريق التسعير المستمر يتم

تحديد أسعار أخرى للأوراق المالية كلما وردت أوامر الشراء، أو البيع طوال مدة التعامل في السوق المالي.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية.

إن المستثمر يقيم الأصول المالية على أساس ما تدره من أرباح، سواء في الأمد القريب، أو المتوسط أو البعيد. ومن جهة أخرى تتوقف العوامل المؤثرة على سعر الورقة حسب طبيعتها:

فإذا كانت أسهما:

فإن أسعارها تتأثر بوضعية المؤسسة في الماضي، والحاضر، والمستقبل خاصة الأرباح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على عوائد أسهمهم. ومن تلك العوامل المرتبطة بالمؤسسة نذكر: توقعات المستثمرين المستقبلية، معدل نمو المؤسسة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال. وبالإضافة إلى ذلك هناك بعض العوامل الخارجية التي تؤثر على السعر من بينها: الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية، الحروب، والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة المعنية وظروف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي، ومدى إقبال الزبائن على شراء منتجاتها.

أما إذا تعلق الأمر بالسندات:

فإن العامل الأكثر تأثيراً على أسعارها هو سعر الفائدة، باعتبار أن المستثمر في هذه الأدوات المالية يحصل في الغالب على فائدة ثابتة. لهذا فإنه يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات، والأدوات المالية. وعليه كلما ارتفع سعر الفائدة، كلما خسر حملة السندات أكثر، باعتبار أن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أعلى من الفائدة التي يحصلون عليها من استثماراتهم في السندات القديمة، الشيء الذي يخفض أسعار سنداتهم في البورصة.

والعكس كلما انخفض سعر الفائدة في السوق كلما ازدادت فوائدهم مقارنة بفوائد السندات المصدرة حديثاً، أو أي توظيف آخر يدر فوائد ثابتة، وبالتالي ترتفع أسعار سنداتهم في البورصة. وتتأثر أسعار السندات أيضاً بقرارات السلطات المالية، والسياسية، الحالة الاقتصادية للدولة المعنية من تضخم، وبطالة وبطء النمو. كما تتأثر بظروف المؤسسة المصدرة.

وللوكلاء والوسطاء الماليين، والمختصين، وغيرهم من المتعاملين دور أساسي في تحديد الأسعار و التقريب بين الباعه، والمشتريين بتنفيذ أوامرهـمـ(1)

المطلب الثالث: تقييم الأسهم العادية.

تعتبر عملية تقييم الأسهم العادية عملية معقدة جدا و ذلك بسبب إمكانية تذبذب أسعارها صعوداً، وهبوطاً

(1) د جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، الطبعة 1، 2002، ص124-126.

حيث أنه في أسواق المال في العالم هناك طرق، ونظريات كثيرة لمحاولة تقييم الأسهم العادية، ولكن قبل معرفة طرق التقييم يجب معرفة عوامل التقييم، حيث هناك العديد من هذه العوامل التي تؤثر على عمليات تقييم الأسهم العادية، ومن أهمها:

1/ قدرة الشركة على تحقيق الأرباح:

فكلما كانت قدرتها أكبر على تحقيق الأرباح، كلما اتجه سعر السهم إلى الارتفاع، وكلما كانت قدرتها أقل على تحقيق الأرباح كلما اتجه سعر السهم إلى الانخفاض.

2/ التوزيعات النقدية على المساهمين:

عندما تحقق الشركة أية أرباح لا يعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فلكل شركة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعمليات التوزيعات التي تقررها للمساهمين. وكما هو معروف فإن الهدف الأساسي للمستثمر غير المضارب عند اتخاذ قرار شراء أسهم هو الحصول على التوزيعات النقدية، وخاصة المستثمر الذي يعتمد في معيشتة على هذه التوزيعات.

3/ اتجاهات النمو في الأرباح:

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

4/ معدل العائد المطلوب على الاستثمار:

والذي يمثل معدل الفائدة السائد، بالإضافة إلى معدل خطورة الاستثمار في الشركة، وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقا لمعدلات الفائدة السائدة، ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم. (1)

المطلب الرابع: طرق تقييم الأسهم العادية.

هناك العديد من طرق التقييم المتبعة لتقدير قيمة الأسهم العادية، وقبل الشروع في عرض هذه الطرق لابد من شرح القيم المختلفة للسهم العادي، وهي:

1. القيمة الاسمية للسهم: Face value

هي القيمة المكتوبة على ورقة السهم، والتي يصدر بها للمرة الأولى، وتستعمل لحساب رأس مال الشركة. رأس مال الشركة = عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم.

2. القيمة الدفترية: Book value

هي قيمة السهم حسب دفاتر الشركة، و تحسب كما يلي:

القيمة الدفترية = حقوق المساهمين / عدد الأسهم.

مثال: إذا كانت حقوق المساهمين لإحدى الشركات هي كما يلي:

(1) د حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 125-126.

رأس المال 500 ألف سهم، القيمة الاسمية للسهم 2 دينار.
الأرباح المحتجزة: الاحتياطي الإجباري 200 ألف، الاحتياطي الاختياري 50 ألف.
المطلوب: 1. استخراج رأس مال الشركة.

2. استخراج القيمة الدفترية للسهم.

الحل: 1. رأس مال الشركة = عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم.

$$= 500 \text{ ألف سهم} \times 2 \text{ دينار}$$

$$\Leftarrow \text{رأس مال الشركة} = 1000000 \text{ دينار.}$$

2. القيمة الدفترية = حقوق المساهمين / عدد الأسهم.

$$= \frac{1000000 + 200 \text{ ألف} + 50 \text{ ألف}}{500 \text{ ألف سهم}}$$

$$= \frac{1250000}{500000} \Leftarrow \text{القيمة الدفترية} = 2,5 \text{ دينار.}$$

3. القيمة عند التصفية: Liquidation value

هي قيمة سهم الشركة عند الشروع في تصفيتها، وتحسب كما يلي:
القيمة عند التصفية = (القيمة السوقية لموجودات الشركة - الديون) / عدد الأسهم.

مثال:

إذا كانت القيمة السوقية لموجودات الشركة "س" تبلغ 600 ألف دينار، ورأس مال الشركة يبلغ مليون دينار والقيمة الاسمية للسهم 10 دينار، أما التزامات الشركة للغير فقيمتها 300 ألف دينار.
المطلوب: - استخراج القيمة عند التصفية لسهم الشركة "س".

الحل: لدينا: رأس مال الشركة = عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم.

$$\Leftarrow \text{عدد الأسهم} = \text{رأس مال الشركة} / \text{القيمة الاسمية للسهم.}$$

$$= 10 / 1000000$$

$$= 100 \text{ ألف دينار.}$$

$$\text{إذن: القيمة عند التصفية} = (600 \text{ ألف} - 300 \text{ ألف}) / 100 \text{ ألف} = 3 \text{ دينار.}$$

4. القيمة السوقية للسهم: Market value

وهي القيمة التي يباع فيها السهم ويشترى في الأسواق، وتعتمد على عوامل العرض والطلب، ومدى كفاءة السوق. (1)

5. القيمة الحالية: Present Value

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 165-167.

وفقا لأسلوب القيمة الحالية فان القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها، ونجد بأن هناك العديد من النماذج التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية ومن بين هذه النماذج: نموذج سعر السهم إلى ربح السهم، نموذج خصم التوزيعات، نموذج التدفق النقدي الحر، وسوف نتناول هذه النماذج بالتفصيل: (1)

أولاً: طريقة المضاعف The multiplier لتحديد سعر السهم:

تعتمد هذه الطريقة على افتراض أن نصيب السهم من الأرباح المحققة يلعب دورا كبيرا في تحديد سعره في السوق، ويعتمد كثير من الوسطاء الماليين في تقديرهم لسعر السهم العادي على هذه العلاقة. ونصيب السهم من الأرباح المحققة يرمز له بالرمز EPS (Earnings Per Share)، وهو عبارة عن حاصل قسمة الأرباح بعد الفوائد والضرائب على عدد الأسهم العادية. ويرمز للمضاعف P/E (سعر السهم في السوق إلى أرباحه EPS)، ووحدة قياسه هي المرة فيقال مضاعف سعر السهم مرة، أو مرتان، أو ثلاث مرات، أو أقل، أو أكثر. وهو عبارة عن عدد الدنانير التي يجب أن يدفعها المستثمر للحصول على دينار واحد من الأرباح التي يحققها السهم.

ومن هنا فإن: ثمن السهم = عدد مرات المضاعف × نصيب السهم من الأرباح المحققة.

$$\text{المضاعف} \times \text{EPS} =$$

مثال: إذا كانت EPS لإحدى الشركات تساوي 4 دنانير، ومضاعف سعر سهمها في السوق $P/E=3$. المطلوب: - أحسب سعر سهمها.

الحل: سعر السهم = المضاعف × EPS = $4 \times 3 = 12$ دينار.

ثانياً: طريقة الأرباح المخصومة DISCOUNTED DIVIDENDS لتحديد سعر السهم:

لأرباح السهم العادي حالات منها : حالة اللانمو، وحالة النمو الثابت أو المستقر، وحالة النمو المتغير، وفيما يلي شرح لكيفية استخراج سعر السهم العادل في كل من هذه الحالات:

أ/ - حالة اللانمو : No-Growth

تفترض هذه الحالة بأن أرباح السهم العادي ثابتة ولا تنمو، لأن الشركة تحقق نفس الأرباح في كل عام وتقوم بتوزيع جميع هذه الأرباح دون أن تستثمر منها شيئاً، وبالتالي تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات، وبالتالي فإن:

$$\text{سعر السهم العادي في حالة اللانمو} = \frac{\text{Div}}{\text{Ke}} \text{ أو } \frac{\text{Dps}}{\text{Ke}} \text{ أو } \frac{\text{Eps}}{\text{Ke}} = \frac{\text{ربح السهم العادي}}{\text{معدل العائد المرغوب فيه}}$$

لأن: $\text{Eps} = \text{Dps} = \text{Div}$ هي تمثل نصيب السهم من الأرباح المحققة والموزعة، وهي اختصار للكلمات:

معدل Dividends Per Share و Earnings Per Share و Dividends Per Share.

Ke: العائد المرغوب فيه، أو سعر الخصم، أو معدل الرسملة السوقي.

مثال: إذا كانت الشركة "م" تحقق أرباحا، و توزعها بما يوازي 30% من القيمة الاسمية لسهمها، والبالغة 10 دينار، وكان معدل الرسملة السوقي يساوي 12%.

المطلوب :- أحسب السعر العادل لسهم الشركة "م" .

$$\text{الحل : } \text{سعر السهم العادل} = \frac{\text{Div}}{\text{Ke}}$$

حيث: Div: (نصيب السهم من الأرباح المحققة والموزعة) = 30% × 10 = 3 دنانير.

$$\text{إذن: سعر السهم العادل} = \frac{3}{0.12} = 25 \text{ دينار.}$$

المأخذ على حالة اللانمو: هناك فرضيتين بنيت عليهما هذه الحالة، وهما:

1- أن الشركة تحقق أرباحا ثابتة في كل سنة من سنوات عمرها و للأبد.

2- أن الشركة تقوم بتوزيع جميع هذه الأرباح دون أن تحتجز منها شيئا. و من الطبيعي أن هذين الفرضيتين غير واقعتين، لأن أرباح الشركة لن تكون ثابتة، و أنه من غير المعقول أن لا تحتجز الشركة شيئا من أرباحها. لذلك كان من الواجب بحث حالة النمو لأنها أكثر واقعية .

ب/- حالة النمو:

قد يكون النمو هنا نموا مستقرا (ثابتا) طيلة حياة الشركة خاصة في الشركات التي تكون في مرحلة الإنشاء وقد يكون نموا مرحليا (متغير) أي يختلف من مرحلة إلى أخرى من مراحل حياة الشركة، و فيما يلي بحث هاتين الحالتين:

1- حالة النمو الثابت: Constant Growth

في هذه الحالة يفترض أن أرباح الشركة تنمو بمعدل ثابت، وكذلك أرباحها الموزعة تنمو بنفس هذا المعدل وبناء عليه فإنه يمكن اعتبارها أبدية نامية نموا مستقرا، وان الأرباح هي دفعة هذه الأبدية. وبالتالي يكون السعر العادل للسهم (القيمة الحالية) في حالة النمو الثابت كما يلي:

$$\frac{\text{Div}_1}{\text{Ke}-g} = \frac{1}{\text{Ke}-g} \times \text{Div}_1 = P_0 C$$

حيث: $\frac{1}{\text{Ke}-g}$ هو معامل القيمة الحالية للأبدية النامية.

هي الأرباح المتوقع توزيعها في المرة المقبلة، وتساوي Div(1+معدل النمو g).

والشرط الأساسي أن يكون: $g < \text{Ke}$ لأنه:

- لأنه إذا كان $g = \text{Ke}$ يكون سعر السهم $P_0 C$ مالا نهائية و هو غير معقول .

- أما إذا كان $g > \text{Ke}$ فإن السعر يكون سالبا و هو غير معقول أيضا.

وتسمى $\frac{\text{Div}_1}{\text{Ke}-g} = P_0 C$ بنموذج جوردون نسبة إلى واضعه Myron Gordon

مثال: استخراج السعر العادل لسهم شركة تنمو أرباحها الموزعة بمعدل 5%، وقامت بتوزيع أرباح تبلغ 0.4 دينار للسهم الواحد إذا كان معدل الرسملة السوقي 15%.

الحل:

$$4.2 = \frac{(0.05 + 1)0.4}{0.05 - 0.15} = \frac{Div_1}{Ke - g} = P_0c$$

خصائص نموذج جوردون: تتلخص خصائص هذا النموذج فيما يلي:

أ- شرط أن يكون $g < Ke$

ب- هذا النموذج يبين المتغيرات الجوهرية التي تؤثر في أسعار أسهم المستثمرين، وهي الأرباح الموزعة ومعدل نمو الأرباح، و العائد المرغوب فيه.

ج- أنه نموذج سهل يعتمد على متغيرات يسهل تقديرها.

د- يمكن حساب Ke إذا تم معرفة المتغيرات الأخرى من المعادلة التالية:

$$P_m / Ke = \frac{Div_1}{P_m} + g$$

مثال: استخراج معدل الرسملة السوقي و Ke لسهم قيمته السوقية 9 دنانير، و معدل نمو أرباحه السنوي ستوزع الشركة أرباحا مقدارها 0.45 دينار للسهم.

$$\begin{aligned} Ke &= \frac{Div_1}{P_m} + g \\ &= \frac{0.45}{9} + 0.06 \Rightarrow Ke = \%11 \end{aligned}$$

* كيفية حساب (g) معدل النمو:

بشكل عام يتم حسابه بالاستعانة بنموذج جوردون كما يلي:

$$g = Ke - \frac{Div_1}{P_m}$$

وذلك إذا توفرت المعلومات الموجودة في هذه المعادلة. أما إذا لم تتوفر فهناك حالتان هما:

حالة كون الفترة سنة واحدة، وحالة كون الفترة أكثر من سنة.

أولاً: حالة سنة واحدة: إذا كانت المعلومات المتوفرة هي عن سنة واحدة فإن:

$$\text{معدل النمو (Ke)} = \frac{1^s - 2^s}{1^s} \times 100\%$$

مثال: إذا وزعت الشركة "ص" في نهاية عام 1996 مبلغ قدره 2.4 ديناراً للسهم، ووزعت 2.6 ديناراً في نهاية عام 1997.

المطلوب:- احسب معدل نمو الأرباح الموزعة للشركة "ص".

$$\text{الحل: معدل النمو} = \frac{1^s - 2^s}{1^s} \times 100\%$$

$$\text{معدل النمو} = 8.33\% \leftarrow 100\% \times \frac{2.4 - 2.6}{2.4} =$$

ثانياً: حالة عدة سنوات: إذا كانت المعلومات متوفرة عن بداية الفترة ونهايتها، وكانت الفترة تغطي عدة

فان معدل النمو (ع) يحسب كما يلي: $(1 + ع)^n = \frac{س_2}{س_1}$ سنوات،

$$\Rightarrow (1 + ع)^n = \frac{س_2}{س_1}$$

مثال: إذا وزعت الشركة "ص" أرباحاً في نهاية عام 1993 للسهم الواحد تبلغ 2.4 دينار، ووزعت أرباحاً في نهاية عام 1997 تبلغ 3.03 دينار.

المطلوب: - استخراج معدل النمو.

$$(1 + ع)^n = \frac{س_2}{س_1} = \frac{3.03}{2.4} = 1.2625 \quad \text{الحل: لدينا:}$$

وهو معامل القيمة المستقبلية لمدة 4 سنوات. ولإيجاد معدل النمو نستعين بالجدول التالي:

جدول رقم (2-3): جدول القيمة المستقبلية لدفعة واحدة.

| Number of periods | %1 | %2 | %3 | %4 | %5 | %6 | %7 | %8 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | 1.0100 | 1.0200 | 1.0300 | 1.0400 | 1.0500 | 1.0600 | 1.0700 | 1.0800 |
| 2 | 1.0201 | 1.0404 | 1.0609 | 1.0816 | 1.1025 | 1.1236 | 1.1449 | 1.1664 |
| 3 | 1.0303 | 1.0612 | 1.0927 | 1.1249 | 1.1576 | 1.1910 | 1.2250 | 1.2597 |
| 4 | 1.0406 | 1.0824 | 1.1225 | 1.1699 | 1.2155 | 1.2625 | 1.3108 | 1.3605 |
| 5 | 1.0510 | 1.1041 | 1.1593 | 1.2167 | 1.2763 | 1.3382 | 1.4026 | 1.4693 |

المصدر: د. زياد رمضان، مرجع سابق، ص 429.

نبحث في الجدول أعلاه عن القيمة (1.2625) فنجدها عند السطر الذي يقابل 4 سنوات، ونجد تلك القيمة عند العمود الذي يقابل 3%. إذن: معدل النمو = 3%.

2- حالة النمو المتغير: Variable Growth.

إن نموذج جوردون يفترض أن معدل النمو ثابت وللابد، ولكن هذا غير واقعي لان المشاريع و الشركات تمر في حياتها بمراحل مختلفة، وهي: مرحلة التأسيس، ومرحلة الانطلاق والقوة، ومرحلة النضج والاستقرار وربما الفناء أو إعادة التنظيم لضمان استمرار البقاء، وفي كل مرحلة تنمو أعمال الشركة وبالتالي أرباحها. وعلى المستثمر هنا أن يأخذ بعين الاعتبار جميع هذه المراحل، والمثال التالي يوضح ذلك مع ملاحظة أن أرباح المرحلة الأخيرة دائماً تكون أبدية نامية بينما تشكل أرباح المراحل السابقة لها دفعات غير منتظمة.

مثال: وزعت شركة الاستثمارات الإقليمية أرباحاً تبلغ 0.8 دينار للسهم الواحد، وتتوقع هذه الشركة أن تنمو أرباحها بمعدل 5% في السنة لفترة السنوات الثلاث القادمة، ثم تنمو بمعدل 18% لمدة 5 سنوات تعود بعدها للنمو بمعدل 4% في السنة وللأبد، معدل الرسملة المرغوب فيه يساوي 10%.

المطلوب:- استخراج السعر العادل لسهم شركة الاستثمارات الإقليمية.

الحل: السعر العادل = القيمة الحالية لأرباح الشركة في المرحلة 1 + القيمة الحالية لأرباح الشركة

المرحلة 2 + القيمة الحالية لأرباح الشركة في المرحلة 3.

$$\frac{1}{n(Ke+1)} \times \text{الدفعة أو الربح} = \text{القيمة الحالية للدفعة}$$

المرحلة الأولى: في هذه المرحلة تتوقع الشركة بأن تنمو أرباحها بمعدل 5% في السنة، ولفترة 3 سنوات.

الأرباح الموزعة = 0.8 دينار للسهم الواحد، Ke = 10%.

| السنة | $Div_n = Div (1 + g)^n$ | $Div_n \times \frac{1}{(1 + Ke)^n}$ |
|-------|----------------------------|--|
| 1 | $0.8(1 + 0.05)^1 = 0.84$ | $0.84 \times \frac{1}{(1+0.1)^1} = 0.7636$ |
| 2 | $0.8(1 + 0.05)^2 = 0.882$ | $0.882 \times \frac{1}{(1+0.1)^2} = 0.7289$ |
| 3 | $0.8(1 + 0.05)^3 = 0.9261$ | $0.9261 \times \frac{1}{(1+0.1)^3} = 0.6958$ |

المرحلة 1 = مجموع القيمة الحالية للأرباح خلال السنوات الثلاث

$$2.1883 = 0.6958 + 0.7289 + 0.7636 =$$

المرحلة الثانية: في هذه المرحلة تتوقع الشركة بأن تنمو أرباحها بمعدل 18%، ولمدة 5 سنوات.

| السنة | $Div_n = Div (1 + g)^n$ | $Div_n \times \frac{1}{(1 + Ke)^n}$ |
|-------|---------------------------------|--|
| 4 | $0.9261(1 + 0.18)^1 = 1.092798$ | $1.093 \times \frac{1}{(1+0.1)^4} = 0.7464$ |
| 5 | $0.9261(1 + 0.18)^2 = 1.2895$ | $1.2895 \times \frac{1}{(1+0.1)^5} = 0.8007$ |
| 6 | $0.9261(1 + 0.18)^3 = 1.5216$ | $1.5216 \times \frac{1}{(1+0.1)^6} = 0.8589$ |
| 7 | $0.9261(1 + 0.18)^4 = 1.7955$ | $1.7955 \times \frac{1}{(1+0.1)^7} = 0.9214$ |
| 8 | $0.9261(1 + 0.18)^5 = 2.1187$ | $2.1187 \times \frac{1}{(1+0.1)^8} = 0.9884$ |

المرحلة 2 = مجموع القيمة الحالية للأرباح خلال السنوات الخمس.

$$4.3158 = 0.9884 + 0.9214 + 0.8589 + 0.8007 + 0.7464 =$$

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تنمو أرباح الشركة بمعدل 4%

$$Div_9 = Div_8 \times (1 + g) = 2.1187(1 + 0.04) = 2.203446$$

القيمة الحالية للأبدية النامية في بداية السنة التاسعة (نهاية السنة الثامنة) تساوي:

$$\frac{Div_9}{(Ke - g)} = \frac{2.203446}{(0.1 - 0.04)} = 36.724 \text{ دينار}$$

القيمة الحالية لهذا المبلغ من نهاية السنة الثامنة حتى الآن، هي:

$$17.132 = \frac{1}{8(0.1+1)} \times 36.724 = \text{القيمة الحالية}$$

وهي القيمة الحالية التي سيقبضها المستثمر خلال المرحلة الثالثة.

إذن فالسعر العادل = 17.132 + 4.3158 + 2.1883 = 23.636 دينار.

ثالثاً: سعر السهم العادي العادل بطريقة التدفق النقدي الحر . Free Cash Flow(FCF)

التدفق النقدي الحر هو عبارة عن كمية النقد الجاهزة، والتي تكون في متناول المدير المالي بعد دفعه كل

المصاريف التشغيلية، والضرائب، والالتزامات المالية الأخرى، وقام بصيانة أو استبدال الآلات

والموجودات الثابتة التي تستدعي الاستبدال لضمان حسن سير العمل.

وهو يدل على حجم المبالغ النقدية الجاهزة الغير مربوطة بأية التزامات لأنها تعبر عن المبالغ الفائضة

عن جميع حاجات، والتزامات الشركة، فالشركة لها الحرية المطلقة في استخدامها بالوجه الذي تريد مثل:

استثمارها في مجالات أخرى، توزيعها على المساهمين، أو استبقاؤها لتمويل التوسع في المستقبل، أو لسداد

الديون التي سوف تستحق في المستقبل.

- استخراج السعر العادل للسهم بطريقة FCF:

تعتمد هذه الطريقة على استخراج القيمة الحالية الصافية للتدفق النقدي السنوي الحر للشركة على أساس

انه أبدية نامية ثم تقسيمها على عدد الأسهم المكتتب بها، و يمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي:

مثال: إذا كان التدفق النقدي للشركة "ص" 240 ألف دينار قبل الضرائب و قبل الاستهلاك، ومعدل

الاحتجاز لديها 15% من الربح بعد الضرائب، وتبلغ ديون الشركة 400 ألف دينار بفائدة قدرها 12% في

السنة، وتكاليف رأس المال فيها 15%، وتتمو أرباحها بمعدل 5%، ويبلغ رأسمالها 3 ملايين دينار، والقيمة

الاسمية لسهمها 10 دنانير، وأقساط الاستهلاك فيها 50 ألف دينار، وتخضع الشركة لضريبة معدلها

30%.

المطلوب: - استخراج قيمة سهم الشركة "ص" بطريقة التدفق النقدي الحر.

الحل: التدفق النقدي الحر = التدفق النقدي بعد الضرائب و قبل الاستهلاك - الأرباح المحجوزة.

$$\text{التدفق بعد الضرائب و قبل الاستهلاك} = 240 \text{ ألف} (1 - 0.3) + 50 \text{ ألف} \times 0.3$$

$$= 183 \text{ ألف دينار.}$$

ولحساب ما سيتم احتجازه نحسب صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب كما يلي:

$$\text{التدفق قبل الضرائب} = 240 \text{ ألف} - 50 \text{ ألف} = 190 \text{ ألف دينار.}$$

$$\text{التدفق بعد الضرائب} = 190 \text{ ألف} (1 - 0.3) = 133 \text{ ألف دينار.}$$

$$\text{الأرباح المحجوزة} = 133 \text{ ألف} \times 15\% = 19950 \text{ دينار.}$$

$$\text{إذن: التدفق النقدي الحر} = 183 \text{ ألف} - 19950 = 163050 \text{ دينار.}$$

قيمة حق الملكية في الشركة: و يتم استخراجها كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية للتدفق النقدي الحر على أساس أبدية نامية} = \frac{1}{0.05-0.15} \times 163050 = 1630500 \text{ دينار}$$

$$1630500 - 400 \text{ الف} = 1230.5 \text{ الف دينار وهي القيمة الحالية لحق الملكية بعد الديون.}$$

$$\text{الوفر الضريبي بسبب الدين} = \text{سعر الفائدة} \times \text{معدل الضريبة} \times \text{المبلغ المقترض.}$$

$$= 0.12 \times 0.30 \times 400 \text{ الف}$$

$$= 14400 \text{ دينار.}$$

$$\text{إذن: قيمة الشركة بعد الضرائب} = \text{القيمة الحالية بعد الديون} + \text{الوفر الضريبي.}$$

$$= 1230.5 \text{ الف} + 14400$$

$$= 1244.9 \text{ الف دينار. وهي القيمة الحالية لحقوق المساهمين.}$$

$$\text{عدد أسهم الشركة} = \frac{\text{راس مال الشركة}}{\text{للسهم الاسمية القيمة}} = \frac{3000000}{10} = 300 \text{ سهم.}$$

$$\text{إذن: قيمة السهم} = \frac{\text{القيمة الحالية لحقوق المساهمين (قيمة الشركة) بعد الضرائب}}{\text{عدد الاسهم}}$$

$$= \frac{1244.9 \text{ الف}}{300 \text{ الف}} \Leftarrow \text{السعر العادل للسهم} = 4.15 \text{ دينار. (1)}$$

المبحث الثالث: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأسس إدارتها.

نظرا لاتساع السوق المالي، والتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد لأي دولة فعلى كل مستثمر في الأوراق المالية: أسهم، سندات... الخ، أن يسعى جاهدا لامتلاك محفظة استثمارية مثلى يستطيع من خلالها المحافظة على أمواله، وعلى نشاطه في السوق.

المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأنواعها.

الفرع الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية:

1- تعرف المحفظة المالية بأنها مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات. (2)

2- كما تعرف أيضا على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع

لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. (3)

4- وتعرف أيضا بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات. (4)

من خلال هذه التعاريف السابقة نستخلص التعريف التالي:

المحفظة المالية هي كل ما يملكه الشخص من الأصول المالية، وتخضع لإدارة من طرف شخص مسؤول

(1) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 165-192

(2) د عصام حسين، مرجع سابق، ص 203.

(3) د محمد مطر، مرجع سابق، ص 169.

(4) د محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 1997، ص 284.

عنها.

الفرع الثاني: أنواع المحفظة المالية: للمحفظة المالية عدة أنواع، يمكن تقسيمها إلى:

1- محفظة الدخل:

وهي التي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد مع أقل مخاطر. ويفترض بالمستثمرين هنا عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد، وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفها.

2- محفظة النمو:

وهي المحفظة التي تحاول تحقيق النمو في الفوائد الذي تتطلب إدارة محفظة تركز على مدخل النمو في الفائدة الناجم عن نمو التوزيعات، فضلا عن نمو القيمة الرأسمالية للورقة المالية ذاتها، والبحث عن محفظة نمو لا يلغي، أو يقلل من أهمية التنويع لتقليل المخاطر.

3- المحفظة المتخصصة:

وهي غالبا حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة، أوفي عدد من أدوات مؤسسة ما، والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية، والذي هو التنويع. وتظهر المحفظة المتخصصة لأسباب عديدة، أهمها:

- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية (أو سوقية) معينة علي استثمار في الأوراق المالية أو الموجودات الاستثمارية الأخرى.

- عدم توافر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة.

- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر.

- كره المخاطرة، والبحث عن الأمان، والشفافية في العمل.

- اعتبار المحفظة مصدرا ثانويا لمعيشة المستثمر و ثروته بشكل عام.

من صور هذه المحفظة التي تحمل بعض التنويع . المحفظة النقدية التي تهتم بالعملات الأجنبية.

4- المحفظة المتوازنة:

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها. وهو ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحويل السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد). وهذا بالتأكيد يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة، وبما يتجاوز حالات الإفراط في الخاطرة.

5- المحفظة المتنوعة:

تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد ايجابية، ذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن . وتهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية، ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطر السائدة في هذه السوق. وبهذا يجب بناء إستراتيجية لبناء المحفظة المتنوعة

وإدارتها تضمن ما يلي:

ا/تكمال تشكيلة المحفظة : وذلك بإتباع الخطوات الثلاثة الآتية:

- إعداد ملخص لظروف السوق المالية، ولأهداف المستثمر .
 - اختيار أفضل مجموعة من الأدوات حسب الربحية المتوقعة .
 - مقارنة الاتجاه الفعلي للمحفظة مع التوقعات الأساسية للمدراء.
- ب/وضع توقعات دقيقة لتسويق الموجودات الاستثمارية .**

ج/التمييز بين التنويع الفعال، والتنويع الغير فعال، فيما يخص الأول فإنه يتحرك عادة في نفس الاتجاه وذلك لتجنب المخاطر الغير نظامية، أما الثاني فإنه يقوم على التحرك بشكل غير متماثل حيث جمع اتجاهي الارتباط (الموجب والسالب) لتقلبات السوق، وأدوات المحفظة.(1)

المطلب الثاني: السياسات المتبعة في تكوين المحفظة:

مما لا شك فيه أن نوع السياسة، أو نمطها التي يتبعها المدير ستؤثر حتما على تشكيلة الأصول. والسياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال تكوين، وإدارة المحافظ ثلاث، وهي:

1/سياسة المخاطرة أو الهجومية:

ويتبع هذه السياسة كل المستثمرين أو مديري المحافظ الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان فتركز أهدافهم على جني أرباح رأسمالية. والنموذج الشائع للمحفظة الاستثمارية المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأسمال، أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد، وتقوم قاعدة هذا النوع من المحافظ على الأسهم العادية، وبنسبة قد تتراوح بين 80% - 90% من رأس مال المحفظة. وتطبق من طرف مديري المحافظ الذين يتبعون هذه السياسة، وذلك بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في الطور الأول من نموها، وذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية.

2/السياسة المحتفظة أو الدفاعية:

وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون اتجاه عنصر المخاطرة.أي يعطون الأولوية لعنصر الأمان بدل العنصر العائد فيركزون على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت. ويطلق على هذا النوع من المحافظ محفظة الدخل، وتتكون قاعدتها من أدوات الخزينة، والسندات الحكومية، والسندات المضمونة طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، والعقارات، وبنسب تتراوح 60%-80% من رأسمال المحفظة. وتتميز هذه الأنواع من المحافظ بتوفير دخلا ثابتا و مستمرة لمدة طويلة وتوفر له أيضا هامش كبير من الأمان.

3/السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية):

(1) د هوشيمار معروف، مرجع سابق، ص 227-229.

تقوم هذه السياسة بالمزج بين السياستين السابقتين، و يتبناها غالبية مديرو المحافظ الذين يرغبون في تحقيق استقرار نسبي في محافظهم، يؤمن لهم بجني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة. والمحفظة الملائمة لهذه السياسة تسمى بالمحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأذونات الخزنة، وشهادات الإيداع، بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات العقارية، والعقار، بما يتيح لمديرها انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتغلب أسعار أدوات الاستثمار من جانب، وأسعار الفائدة من جانب آخر. (1)

المطلب الثالث : أسس إدارة المحفظة و أهدافها:

يختار المستثمر محفظته بما ينسجم واحتياجاته، في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة، أو تجنب المخاطرة و تخفيضها عند أدنى مستوى مرغوب من قبل المستثمر، و لتحقيق هذا المبدأ، فان للمحفظة أسس لإدارتها لمقابلة الأهداف التي يسعى إليها مدير المحفظة .
أولاً: أسس إدارة المحفظة الاستثمارية.

1/- التخطيط:

يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر، عليه تتطلب المحفظة التفكير، وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم وأهداف المستثمر.

2/- التوقيت :

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي، والسياسي للبلد المعني فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار تجعل من الصعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار، والبيع بالسعر الأعلى. لذا فإن دراسة السوق، و احتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه.

3-التحفظ والتعقل:

يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد، و بناء محفظة الأوراق المالية، طبقا إلى مبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة التي قد يؤثر برأس مال المحفظة .

4- الإشراف و المتابعة :

ان تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة، وعدم الاستقرار النسبي لها، تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية، و إشراف مباشر لموقف مكونات محفظته، إذ أن إستراتيجية الشراء، و الاحتفاظ دون

(1) د محمد مطر، مرجع سابق، ص183-184.

متابعة، و إشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر، التي قد تطول رأس مال المستثمر. **ثانياً-الأهداف:** هناك عدة أهداف تدفع المستثمر لإنشاء محفظته، وهي :

1-حماية رأس مال المستثمر:

نمو المحفظة، و دخلها يساعد بالحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر، وهنا يجري التخطيط لمكونات المحفظة، و المفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت، والمتغير سواء اختيار مزيج أو التركيز على نوع واحد.

2- تحقيق الدخل بشكل مستمر و مستقر:

يتيح فرصة للاستهلاك، أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية، و منفعة للمحفظة.

3- التنوع:

وهو القاعدة الأساسية التي يركز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنوع و الإدارة، والصيانة، والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة، إذ أن الابتعاد عن التنوع غير مبرر يجنب مدير المحفظة المخاطر، وبهذا الصدد نذكر أن هناك أنواعاً من التنوع هي البسيط أو العشوائي (مسك عدد غير محدد من الأوراق المالية)، التنوع الكفاء الذي يعتمد على معامل الارتباط في اختيار مكونات المحفظة التي تؤدي إلى تحقيق أدنى مخاطرة.(1)

(1) د أرشد فؤاد التميمي، وآخرون، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2004، ص 194-196.

خلاصة الفصل:

الاستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، أي أن المستثمر يخصص جزءاً من المال يتاجر به على أمل الحصول على عائد في المستقبل، وهذا الاستثمار، إما أن يكون استثماراً فردياً، أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط، أو استثماراً متعدداً، وتوجد عدة أنواع لأدوات الاستثمار، فهي قد تكون عبارة عن أدوات دين مثل: شهادات الإيداع، الأوراق التجارية.. الخ، أو أدوات ملكية مثل: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة أو تصنف من حيث الأجل (قصيرة الأجل، أو طويلة الأجل)، أو تصنف من حيث الدخل (ذات الدخل الثابت، وذات الدخل المتغير)، حيث يقوم المستثمر بتكوين محفظة مالية يضع فيها تشكيلة متنوعة من هذه الأدوات المالية، وحتى يحقق المستثمر هدفه ألا وهو تحقيق أكبر عائد، لابد عليه أن يكون ملماً بالمبادئ الأساسية للقرار الاستثماري، وبالإضافة إلى ذلك لابد عليه أن يتبع أيضاً جملة من السياسات في إدارة محفظته المالية، فتسيير المحافظ المالية بشكل جيد يعتبر سياسة استثمارية تسمح بالحصول على أكبر عائد ممكن في ظل أقل المخاطر.

الفصل الثالث:

مراحل واستراتيجيات الاستثمار في المحفظة المالية

مقدمة الفصل الثالث:

إن الاستثمار في الأوراق المالية هي الصفة الشائعة في الاقتصاديات الحديثة، فالبورصة أصبحت تستقطب العديد من المستثمرين المميزين من حيث أهذا فهم وإمكانياتهم، إلا أن هؤلاء المستثمرين وإن كانوا قد تمكنوا من إيجاد البيئة الاستثمارية المثلى إلا أنه يبقى عليهم اتخاذ القرار الاستثماري السليم بعيدا عن الأخطاء التي تعرضهم إلى مخاطر كبيرة، فالاستثمار في الأوراق المالية خاصة الأسهم التي وإن كانت تمتاز عن باقي الأوراق المالية من حيث حجم العوائد التي تحققها إلا أنها تعرف بدرجة عالية من المخاطر، الأمر الذي يحتم على المستثمر القيام بجمله من الدراسات، وذلك عن طريق استخدام أسلوبين وهما التحليل الفني والأساسي للذان وإن كانا يختلفان من حيث الأسس التي يبنيان عليهما إلا أنهما يعتبران بمثابة السبيل الأفضل لاتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى ذكر أهم المراحل التي يمر بها الاستثمار في الأوراق المالية بالإضافة إلى تقييم أداء المحفظة وأنواع عوائدها.

أما في المبحث الثاني فقد تناولنا فيه استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية، وذلك من خلال التطرق إلى ذكر أهم المؤشرات المعنية بتقييم المحفظة، بالإضافة إلى التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية وفي الأخير تناولنا بعض أزمت الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الأول: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية وتقييمها.

إن الاستثمار هو عبارة عن التضحية بالأموال الحالية في سبيل الحصول على أموال أكثر في المستقبل، فالمستثمر يهدف دائما من خلال قيامه بعملية الاستثمار إلى تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر وحتى يستطيع هذا المستثمر أن يحقق هدفه لآبد وأن يكون على دراية بمختلف المراحل التي يمر بها الاستثمار، وبالإضافة إلى ذلك لآبد عليه أن يقوم أيضا بتقييم أداء محفظته الاستثمارية، وذلك من خلال الاعتماد على أسلوبين هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج، والذي بدوره يشتمل على مجموعة من المؤشرات.

المطلب الأول: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية.

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى خمس مراحل هي:

1. تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.
2. تحديد مستوى الخطر الملائم.
3. تقدير العائد و الخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدة.
4. تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.
5. تقييم ما تم تحقيقه.

ويتم توضيح هذه الخطوات كما يلي:

*عندما نواجه أي مشكلة فالخطوة الأولى هي الكشف عن الغرض أو الهدف المطلوب تحقيقه، فمثلا إذا كان لأب ثلاثة أطفال فإن هدفه هو إدخال أولاده الثلاثة إلى الجامعة، ولكن تحقيق هذا الهدف يتطلب تحقيق هدف آخر وهو ضرورة ادخار و توفير نفقات الدراسة خلال الفترة السابقة لدخول الجامعة. وكذلك الحال بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف، وهذا الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن، أو يرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية.

* فيما يتعلق بمستوى الخطر المقبول فإن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية حيث يؤثر هذا القرار إلى حد كبير في تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية. فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل في غالبيتها من الأسهم ، وهذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر من نوع من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد و تدنيه المخاطر، الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة، وعائد المحفظة، والمخاطر المترتبة على ذلك بهدف توجيه المستثمر ومساعدته على اتخاذ القرار المناسب.

* أما الخطوة الثالثة الخاصة بتحليل السهم أو السند، حيث يجب دراسة و تحليل كل ورقة مالية، وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار.ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

* تعتبر خصائص الورقة من حيث العائد و المخاطر مدخل للخطوة الرابعة، والتي تعني تشكيل، و تكوين المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

* الخطوة الخامسة وهي تقييم ما تم، بمعنى عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على أي من الأهداف التي تحققت، ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل و الدراسة المستقبلية للأوراق المالية، و تطوير أساليب تحسين المحفظة. (1)

المطلب الثاني:تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

هناك أسلوبين لتقييم أداء المحفظة هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر الذي لديه معرفة واسعة بشؤون الاستثمار.

أولاً/الأسلوب البسيط:

هو معدل العائد على الأموال المستثمرة، ولحساب قيمة هذا المؤشر نطبق المعادلة التالية:

$$م = \frac{(ق-1)ي+ر}{ق}$$

$$\text{حيث : } ق = \frac{ل-خ}{ن}$$

ل : تمثل قيمة أصول الصندوق (المحفظة).

خ : تمثل قيمة الخصوم.

ن : تمثل عدد الأسهم.

م : تمثل معدل العائد على الاستثمار على المحفظة.

(ق، 1) : تمثلان على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية و نهاية الفترة.

(ق-1) : تمثل نصيب السهم أو الوثيقة من الأرباح الرأسمالية الغير محققة، والتي تعكس تحسنا في القيمة السوقية بمكونات محفظة الصندوق.

(ي، ر) : هما على التوالي الأرباح الإيرادية والأرباح الرأسمالية الصافية الموزعة خلال الفترة، وذلك بعد خصم التكاليف التي تكبدها الصندوق.

ثانياً/الأسلوب المزدوج:

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم محفظة الصندوق تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان فقد يحقق صندوق ما عائد أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه. ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر لذا أطلق عليها الأساليب المزدوجة

(1) د عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، جامعة الإسكندرية، 2003-2004 ص14-15.

ومن أبرز تلك الأساليب مقياس شارب و مقياس ترينور، وهناك كذلك مقياس جنسن، و مقياس فاما اللذان لا يختلفان جوهريا عن المقياسين الآخرين.

ا/- مؤشر شارب:

هو مؤشر قدمه وليام شارب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية،ويمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\bar{r}_M - r_f}{\sigma^2} \dots\dots\dots \{1\}$$

حيث أن :

م: متوسط معدل العائد على الاستثمار .

م > :متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر .

σ^2 : التباين لمعدل العائد على الاستثمار .

التباين لمعدل العائد على الاستثمار: هو مقياس للمخاطر المنتظمة التي ينطوي عليها الاستثمار، حيث أنه من المفترض أن محفظة الأوراق الصندوق تتسم بالكفاءة، ومنه فإن تباين العائد يساوي تغاير ذلك العائد.

و يتضمن متوسط العائد على الاستثمار في هذا الصدد التغير في قيمة الوثيقة التي يصدرها صندوق الاستثمار (هو مؤسسة مالية ذات شخصية معنوية، تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة).أي قيمة نصيب السهم أو الوثيقة من الأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة، أي بعد خصم المصروفات الإدارية و أتعاب الإدارة. أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما أن الصندوق لا يحصل عليها و لا تسجل بالتالي في دفاتره، ولما كان معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر يمثل العائد في مقابل عنصر الزمن بما فيه العائد في مقابل مخاطر التضخم ، دون أن يعكس مخاطر الاستثمار نفسه، فإن بسط المعادلة "1" (معدل العائد على الاستثمار مطروحا منه معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر) لن يخرج عن كونه معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر، في مقابل المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار ذاته أو ما يطلق عليه بعلاوة المخاطر .

وإذا ما أخذنا في الاعتبار أن المخاطر التي تتضمنها المعادلة "1" هي المخاطر المنتظمة، فإن ناتج

المعادلة المذكورة يمثل العائد في مقابل كل وحدة من وحدات تلك المخاطر .

مثال توضيحي: إذا افترضنا أن متوسط العائد على الاستثمار المحسوب خلال 5 سنوات المنصرمة قد بلغ

12% للصندوق [أ] و 10% للصندوق [ب]، كما بلغ التباين لكل من الصندوقين 5% و 3% على التوالي

ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر خلال الفترة ذاتها قد بلغ 4%.

المطلوب: - أحسب قيمة مؤشر شارب للصندوقين أ و ب.

الحل:

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق "أ"} = \frac{0.04 - 0.12}{0.05} = \frac{\bar{r}_M - r_f}{\sigma^2} = 1.6$$

$$2 = \frac{0.04 - 0.1}{0.03} = \frac{\mu - \mu^*}{\sigma^2} = \text{"ب" الصندوق} = \frac{\mu - \mu^*}{\sigma^2}$$

إذن: فقيمة مؤشر شارب للصندوقين أ و ب هي على التوالي 1.6، 2 و كقاعدة عامة فإنه كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كان أداء الصندوق أفضل، أي يعني عائداً أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة. ب/- مؤشر ترينور: في مؤشر ترينور الذي توضحه المعادلة "2" يستخدم معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة. وبذلك فهو يعتبر أكثر شمولاً من مؤشر شارب ، و ذلك انه يصلح للاستخدام بغض النظر عن كون المحفظة كفاءً أو غير كفاءً. ويمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية :

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\mu - \mu^*}{\sigma^2} \dots (2)$$

حيث أن: م: متوسط معدل العائد على الاستثمار.

م*: متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

تا: تمثل معامل بيتا لمحفظة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق.

وكما يبدو فإن الاختلاف بين العادلة {1} والمعادلة {2} يكمن في الكيفية التي تقاس بها المخاطر، ففي المعادلة الأولى تقاس المخاطر بالتباين، أما في المعادلة الثانية فتقاس المخاطر فيها بمعامل بيتا. ومنه كقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر كان ذلك دليل على أداء أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، إذ يعني عائداً أكبر لكل وحدة من وحدات بيتا، أي لكل وحدة من المخاطر المنتظمة.

ج/- مؤشر جنسن: Jensen's Index

يقوم مؤشر جنسن أو ما يطلق عليه بمقياس العائد التفاضلي، أو معامل ألفا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التي عبرت عنها المعادلة التالية:

$$م ه = م ح + (م ق - م ح) \times تاه$$

حيث:

م ه: العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية ه.

م ح: هي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

(م ق - م ح) × تاه: معدل العائد الإضافي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، كما يطلق عليه أيضاً علاوة المخاطر.

حيث: م ق: هي معدل العائد على محفظة السوق.

م ح: المعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

تاه: عدد الوحدات من المخاطر.

وعند إعادة صياغة المعادلة السابقة على النحو الذي توضحه المعادلة فإنه يمكن قراءتها على النحو

$$\text{التالي: } م ه - م ح = (م ق - م ح) \times تاه \dots \{3\}$$

في حالة التوازن يتوقع أن يكون عائد محفظة الصندوق أي (م ه - م ح) مساوي لعلاوة المخاطر التي

يقررها السوق، أي العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها هذا العائد
(م ق - م ح) × تاه.

و لو أنه قد توافرت بيانات لعدد من الفترات ويتم تمثيلها في شكل بياني محور السينات هو المتغير
المستقل الممثل في الطرف الأيسر من المعادلة رقم {3}، ومحور العيانات هو المتغير التابع الذي يمثله
الطرف الأيمن في المعادلة المذكورة. وبهذا فإن العلاقة في ظل التوازن تمثل بخط انحدار يمر بنقطة
الأصل، بما يعني أن العائد الذي تحققه محفظة الصندوق لا يزيد أو يقل عن العائد الذي يكفي فقط
للتعويض عن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها هذا العائد.

أما لو استطاع مدير الصندوق تحقيق عائد أعلى من ذلك، فإن خط الانحدار سوف يتقاطع مع محور
العيانات. حيث يظهر عائد إضافي لمحفظة الصندوق يتمثل في القيمة [أ] على النحو التالي:

$$م ه - م ح = أ + (م ق - م ح) \times تاه$$

هذا العائد الإضافي هو مقياس لكفاءة إدارة المحفظة، وهذا يعني أن مدير المحفظة قد تمكن من تحقيق
عائد يفوق العائد الذي يكفي للتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، وكلما زادت قيمة ألفا
كلما عكس ذلك أداء أفضل للمحفظة.

د- مؤشر فاما: يقوم هذا المؤشر على نفس الأساس الذي قام عليه مؤشر جنس. أنه نموذج تسعير
الأصول الرأسمالية للمحفظة الكفاءة، وتعتبر عنها المعادلة التالية :

$$م م = م ح + \frac{(م ق - م ح)}{\delta ق} \times \frac{\delta غ (ه، ق)}{\delta ق}$$

حيث: م م: العائد الذي تحققه محفظة الصندوق.

م ح: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

(م ق - م ح): علاوة مخاطر لتعويض المستثمر عن المخاطر المنتظمة لعائد محفظة السوق.

غ(ه، ق): علاوة في مقابل تنويع مخاطر تنويع محفظة الصندوق.

δق: تباين محفظة السوق.

وتعني العائد الذي تحققه محفظة الصندوق، لا بد وأن يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من
المخاطر مضافا إليه علاوة مخاطر لتعويض المستثمر عن المخاطر المنتظمة لعائد محفظة السوق، إلى
جانبا علاوة في مقابل مخاطر تنويع محفظة الصندوق.

ويمكن إعادة صياغة معادلة مؤشر فاما على نفس نهج معادلة مؤشر جنس ، على أن يتم استخدامها على

$$م م - م ح = \frac{(م ق - م ح)}{\delta ق} \times \frac{\delta غ (ه، ق)}{\delta ق} \quad (1)$$

(1) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات)، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2008
ص 397-404.

المطلب الثالث: مفهوم وأنواع عوائد المحفظة.**أولاً: مفهوم عائد المحفظة:**

هناك عدة تعاريف للعائد فهو قد يكون عبارة عن :

- المتوسط الموزون (المرجح) لعوائد الاستثمارات (الأوراق) المكونة للمحفظة.

حيث: عائد المحفظة=مجموع عوائد الأوراق مرجحة بأوزانها الاستثمارية.(1)

- يعرف العائد بأنه صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب

وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية، وقد يكون العائد إما على شكل أرباح إيرادية متكررة تنتج عن

استثماراً لأموال استثماراً حقيقياً أو استثماراً مالياً، وإما على شكل أرباح رأسمالية تنتج عن بيع الأصل

المستثمر به.(2)

و بالتالي فإن العائد هو عبارة عن المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال

التي يدفعها من أجل أداة الاستثمار.

ثانياً: أنواع عوائد المحفظة.

إن معدل العائد يعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة

المستثمرين أو نقصانها، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من

قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيته بأمواله المؤقتة ، والتي يجسدها معدل العائد الذي يمكن حسابه

وتقديره وفقاً للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن. و يمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات:

1/- **معدل العائد الفعلي (المتحقق):**

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً من خلال استثماره (الافتناء أو التداول بيعة و شراء)، لهذه الأداة

الاستثمارية وقد يكون هذا العائد إما "عائد إيرادي، أو عائد رأسمالي أو مزيجاً منهما". (3)

والعائد المتحقق للمحفظة يمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة

ويكون وفق الصيغة التالية:

$$YR = Y1X1 + Y2X2 + Y3X3 + \dots + YNXN. \text{ العائد}$$

YR :عائد المحفظة المتحقق.

Y1...YN :عائد مكون من مكونات المحفظة.

X1....XN:حصة الورقة المالية في رأس مال المحفظة (الوزن).

مثال : استثمر أحد الأشخاص 100 ألف دينار في شراء أسهم عادية وفقاً للتوزيعات الآتية:

(1) د محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات -أوراق -بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص205.

(2) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص22.

(3) د محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، ص77.

| السهم | مبلغ الاستثمار | معدل العائد الفعلي |
|-------|----------------|--------------------|
| A | 25000 | 10% |
| B | 50000 | 20% |
| C | 25000 | 40% |

المطلوب:

- حساب معدل العائد الفعلي للمستثمر (المحفظة متكونة من الأسهم A، B، C).
الحل:

$$YR = Y_1X_1 + Y_2X_2 + Y_3X_3 + \dots + Y_NX_N.$$

$$\text{حيث: } X = \frac{\text{مبلغ الاستثمار بالسهم}}{\text{راس مال المحفظة}}$$

$$X_1 = 25000 / 100000 = 0,25$$

$$X_2 = 50000 / 100000 = 0,5$$

$$X_3 = 25000 / 100000 = 0,25 \Rightarrow YR = 0,10 \times 0,25 + 0,20 \times 0,5 + 0,40 \times 0,25 = 0,225$$

إذن فإن معدل العائد الفعلي (المتحقق) للمستثمر هو: 22.5% (1).

ب/- معدل العائد المطلوب أو المرغوب:

يعرف بأنه العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وهو عادة ما يكون ملائماً لمستوى المخاطر

التي سيتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار. (2)

ويحسب هذا المعدل على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحاً بوزن مساهمته بمبلغ المحفظة كما يلي:

$$Y_d = Y_{d1}X_1 + Y_{d2}X_2 + \dots + Y_{dn}X_n$$

حيث أن:

Y_d : معدل العائد المطلوب من المحفظة.

$Y_{d1}X_1 \dots Y_{dn}X_n$: معدل العائد المطلوب لكل سهم.

مثال:

أراد أحد المستثمرين بناء محفظة من الأسهم العادية بمبلغ 200 ألف دينار موزعة بين خمسة أنواع من أسهم الشركات المدرجة في البورصة، والجدول الموضح أدناه يبين ذلك.

(1) د أرشد فؤاد التميمي، وآخرون، مرجع سابق، ص 198-199.

(2) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 316

| الأسهم | وزنها | Y _d |
|--------|-------|----------------|
| A | %30 | %16 |
| B | %25 | %14 |
| C | %20 | %20 |
| D | %15 | %10 |
| E | %10 | %8 |

المطلوب: - حساب معدل العائد المطلوب على المحفظة.

الحل:

$$Y_d = Y_{d1}X_1 + Y_{d2}X_2 + Y_{d3}X_3 + Y_{d4}X_4 + Y_{d5}X_5$$

$$= (0.16 \times 0.30) + (0.14 \times 0.25) + (0.2 \times 0.2) + (0.1 \times 0.15) + (0.08 \times 0.1)$$

$$= 0.146 = \%14.6 \quad (1)$$

ج/ - معدل العائد المتوقع:

وهو القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث، ويتم احتساب هذا العائد من خلال المعادلة التالية:

$$E(R) = \sum r_i * p_i$$

حيث أن: $E(R)$: تمثل العوائد المتوقعة للسهم.

r_i : تمثل عائد السهم.

p_i : احتمالية حدوث مثل هذا العائد. (2)

مثال: فيما يلي التوزيع الاحتمالي تبعا للوضع الاقتصادي للعوائد المحتمل حدوثها من استثمار 100 الف دينار في أحد المشروعات.

| الحالة الاقتصادية | احتمال حدوثها | العائد المحتمل |
|-------------------|---------------|----------------|
| كساد | 0.20 | سالب %20 |
| عادية | 0.30 | %15 |
| ازدهار | 0.40 | %25 |
| تضخم | 0.10 | %30 |

المطلوب: - أحسب العائد المتوقع لهذا المشروع.

الحل:

$$E(R) = \sum r_i * p_i$$

$$= (-0.2) \times 0.20 + 0.15 \times 0.30 + 0.25 \times 0.40 + 0.30 \times 0.10 = 0.135$$

معدل العائد المتوقع لهذا المشروع هو: 13,5%. (3)

المبحث الثاني: استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية.

تعتبر مؤشرات بورصات الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق المالي، سواء كان هذا التحليل

(1) د أرشد فؤاد التميمي و آخرون ، مرجع سابق، ص 203-204.

(2) د محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 80.

(3) د زياد رمضان، مرجع سابق، ص 315.

مبني على أساس مدخل التحليل الأساسي أو على أساس مدخل التحليل الفني، لهذا سنتعرض إلى هذين النوعين من التحليل بعدما يكون لنا عرض لمؤشرات بورصات الأوراق المالية.

المطلب الأول: المؤشرات المعنية بتقييم المحفظة.

*** تعريف المؤشرات:**

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، و يعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات... الخ ارتفاعا و انخفاضاً. (1)

*** كيفية بناء المؤشرات:**

على الرغم من الاختلاف و التفاوت الكبيرين بين المؤشرات من حيث كيفية بناءها فإنها جميعا تقوم على الأسس التالية، وهي:

أولا/ ملائمة العينة:

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب، و هي:

- الحجم:

فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا و صدقا لواقع السوق.

- الاتساع:

فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. و المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة و المختارة بدون تحيز.

- المصدر:

فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية. (2)

ثانيا/ الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر.

(1) د عصام حسين، مرجع سابق، ص35.

(2) د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 249- 251.

وهذه المدخل هي:

*** مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting):**

أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها. (1)

*** مدخل الأوزان حسب القيمة (Value Weighting):**

يتم حساب المؤشر من خلال ضرب أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر في عدد الأسهم المصدرة وجمع النواتج للتوصل إلى القيمة السوقية الإجمالية لليوم. ثم يتم قسمة هذا الرقم الأخير على الرقم المقابل في اليوم الذي بدأ فيه استخدام المؤشر. ثم يضرب ناتج القسمة بقيمة بداية المؤشر والتي تحدد بطريقة تقديرية بحثه. (2)

ونجد هنا انه تم تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم، أو عدد الأسهم المصدرة إلا انه يعاب على هذه الطريقة في أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر، أو على قيمة العائد المتولد عنه يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير.

*** مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. (3)**

ثالثاً/حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر وفي هذا الصدد هناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. بالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، وفي عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي، وبالطبع ينبغي على المستثمر أن يتعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر، فالمؤشر المحسوب يسفر عن معدل يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسي الذي توضحه المعادلة التالية:

$$س_ن = \sqrt[n]{س_1 \times س_2 \times س_3 \times \dots \times س_1}$$

حيث: هـ: المتوسط الهندسي.

ن: تمثل حجم العينة، أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر.

(1) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 134-135.
 (2) د محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار مرجع سابق، ص 205.
 (3) د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 253.

س : تمثل سعر السهم.

هذا إلى جانب أن الصورة التي يظهر بها عائد المؤشر المحسوب على أساس الأرقام القياسية يختلف في الصورة التي يظهر بها عائد المؤشر المحسوب على أساس المتوسطات.(1)

*أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال تميزت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية .

وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية:

فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي {Bullish Market} (أنظر الرسم البياني)،

أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي {Market Downward} .

ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه -وفقاً للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

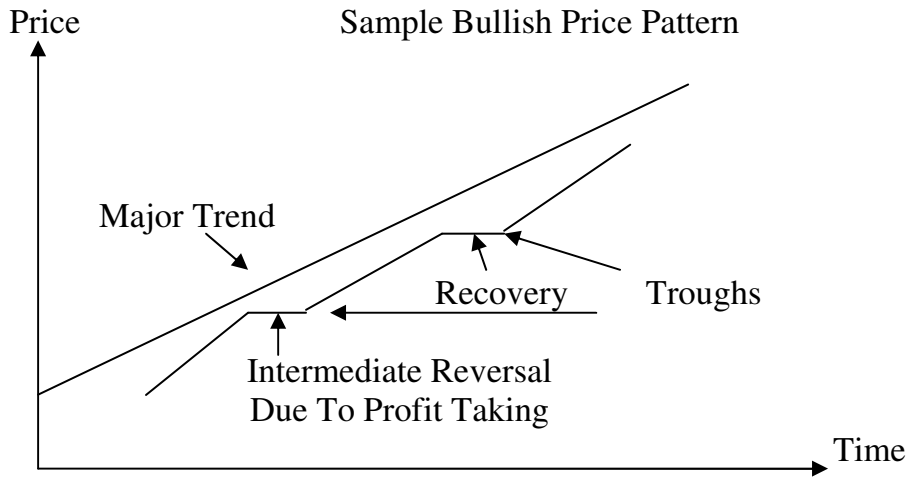
وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود {Bullish}.

أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذٍ يطلق عليه المضارب على الهبوط {Bearish}.(2)

(1) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 140-141.

(2) د عصام حسين، مرجع سابق، ص 37-38.

شكل رقم (3-1): عينة من نمط السعر الصعودية.



- المصدر: د عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، الأردن، 2008، ص 38
- * **استخدامات المؤشر:** لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات:
- 1- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابياً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
 - 2- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقاً لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.
 - 3- **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق:** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.
 - 4- **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة. (1)
- * **أهم المؤشرات الشائعة الاستخدام:**

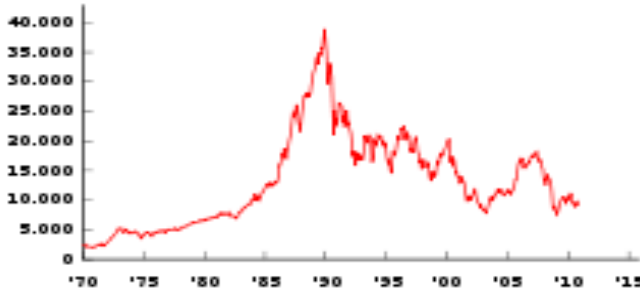
(1) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 129-131.

1- مؤشر نيكاي (اليابان) :

هو مؤشر رئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو لتبادل الأسهم. يتم احتسابه يوميا من قبل صحيفة نهون كزاي شيم بون منذ عام 1971. وهو يقيس السوق بشكل عام ولا يركز على قطاع معين.

- تأثير أزمة الرهن العقاري على هذا المؤشر:

أثرت أزمة الرهن العقاري سلبيا على المؤشر حيث واصل انهياراته وما زال نزيف الأسهم اليابانية مستمر حتى هذا الوقت من السنة حيث انخفض المؤشر بنسبة 10% في أكبر انخفاض يومي منذ عام 1987 عندما رفض الكونغرس الأمريكي خطة الإنقاذ التي سببت انهيارات في جميع أسواق المال العالمية وفي يوم 27 أكتوبر هبط مؤشر نيكاي إلى أدنى مستوى في 27 عام تحت 7500 نقطة خصوصا مع احتمال دخول الاقتصاد الياباني مرحلة ركود بسبب أزمة الرهن العقاري. شكل رقم (2-3): يوضح تغير المؤشر منذ بدايته حتى الآن.



المصدر: مؤشرات البورصة، ويكيبيديا الموسوعة الحرة، تاريخ الاطلاع: 2011/4/23، الموقع:

<http://ar.wikipedia.org/wiki/>

2- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة:

وهو مؤشر صناعي لأكبر 30 شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك أنشأ في 26 مايو 1896. وهو أقدم مؤشر في العالم وكان يحتوي على أكبر 12 شركة أمريكية وكانت أول شركاته شركة جنرال إلكتريك، وبدأت أعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى 30 شركة عام 1928.

*** تأثير الأزمات:**

اضطرب مؤشر داو جونز أكثر من مرة متأثرا بالأوضاع السياسية والاقتصادية في العالم، وكان أكبر انهيار له عام 1929، حيث فقد المؤشر ما يقارب الـ 50% من قيمته بسبب الركود الاقتصادي الذي خيم على الولايات المتحدة لمدة أربع سنوات. ولم يعد إلى مستواه الحقيقي الذي كان قبل الأزمة إلا بعد 20 سنة. وانهار المؤشر أيضا في سنة، 1987 حيث فقد 22% في يوم واحد وعاد بعدها للصعود حتى عام 2001، حيث وقعت أحداث الحادي عشر من سبتمبر التي تسببت بخسائر كبيرة للمؤشر وقد وصل إلى أعلى مستوى له في أكتوبر 2007 فوق مستوى 14000 نقطة.

في بداية عام 2008 فقد المؤشر أكثر من 20% وصل تحت مستوى 12000 نقطة بسبب أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انهيار مؤسسات مالية ضخمة، وفي شهر أبريل عاود المؤشر الارتفاع ووصل إلى

ما فوق 13000 نقطة لكنه عاود الانخفاض إلى أدنى مستوى له منذ سبتمبر 2006 ليصل تحت مستوى 11000 نقطة، و أنهى المؤشر آخر جلسة تداولات في سنة 2008 على ارتفاع لكنه انخفض 32% دون مستوى 9000 نقطة في عام 2008 الذي يعتبر واحدة من أسوأ الأعوام في تاريخ المؤشر التي وصل فيها إلى ما يقارب 7550 نقطة وهو أدنى مستوى منذ عدة سنين.(1)

* كيفية حساب المؤشر:

يحسب مؤشر داو جونز عن طريق جمع القيمة السوقية ل(30) سهم قيادي في الاقتصاد الأمريكي وقسمتها على مقام يساوي عدد الأسهم، وعادة ما يتم تعديل هذا المؤشر بصفة دورية ليعكس التغيرات التي تحدث نتيجة ما يعرف بعملية اشتقاق أو تجزئة الأسهم، أو إجراء توزيعات في شكل أسهم إذ بدون هذه التعديلات يكون المؤشر مضلل و لا يعكس حقيقة التغيرات في السوق.

مثال : لنفرض أنه لدينا 3 أسهم قيمتها السوقية لحظة حساب المؤشر هي 15، 30، 45 دينار على التوالي ومن خلال المعادلة الآتية يمكن حساب المؤشر كما يلي:

$$\text{متوسط المؤشر} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسهم}}{\text{عدد الاسهم}}$$

و بالتطبيق نحصل على أن:

$$\text{متوسط المؤشر} = \frac{15+30+45}{3} = \frac{90}{3} = 30 \text{ دينار.}$$

لنفرض أن السهم الثاني والذي قيمته السوقية 30 دينار تم تجزئته إلى سهمين، قيمته كل منها 15 دينار هذا يعني أن المستثمر الذي يمتلك سهم واحد قيمته 30 دينار أصبح يمتلكا لسهمين قيمة كل منهما 15 دينار وبسبب هذه التجزئة سوف يتغير مؤشر داو جونز في اليوم الذي حصلت فيه التجزئة مما يعني تغير مقدار المؤشر.

و يحسب المؤشر الجديد وفق الآتي: $75 = 15 + 15 + 45$ دينار مجموع القيمة السوقية للأسهم و مجموع القيمة السوقية الجديدة هذه سوف تقسم على قيمة متوسط المؤشر السابقة (قبل التجزئة) لكي نحصل على المقام الجديد الذي يحدد قيمة المتوسط. أي:

$$\text{المقام الجديد} = \frac{75}{30} = 2.5$$

و لهذا فان المؤشر الجديد يظل مساويا لقيمة المؤشر القديم قبل التجزئة:

أي:

$$\text{متوسط المؤشر} = \frac{75}{2.5} = 30 \text{ دينار.}$$

و يجب أن نشير إلى أن تجزئة، أو تقسيم، أو اشتقاق السهم لا يحدث تعديلا أو تأثيرا في القيمة السوقية للسهم، هذا يعني أن المتوسط للمؤشر قبل و بعد التغيير يظل كما هو دون تغيير. وما يجب ملاحظته أن عدم إجراء هذه العملية سوف تنشأ مؤشرا مضللا لا يعكس حقيقة السوق، فلو تم حساب المؤشر بعد إجراء عملية التجزئة سوف تحصل على ما يلي:

$$\text{المتوسط الجديد} = \frac{15+15+15+45}{4} = \frac{90}{4} = 22.5 \text{ دينار.}$$

ومن خلال المقارنة بين المتوسط الجديد (22.5 دينار) و المؤشر القديم (30) دينار نلاحظ أن هناك انخفاض في قيمة المؤشر مقدارها 25% (أي 7.5 (الفرق) ÷ 30 = 25%).

و مما يلاحظ أنه إذا تم اعتماد (22.5) كمؤشر لمتوسط القيمة السوقية للسهم في السوق فإن كل النتائج ستكون مضللة.

مما تقدم نستخلص أن التجزئة في الأسهم تحدث بمرور الوقت تغيرا أو تخفيضا في مقام المؤشر، وتساعد هذه الطريقة في حساب المتوسط للسعر و فقاً لمؤشر داو جونز، بحيث يعطي وزن أكبر للسهم الذي سعره أعلى بالمقارنة بالسهم الذي سعره أقل.

3- مؤشر ستاند أند بور 500:

في عام 1923م أصدرت شركة ستاند أند بور الرقم القياسي لبورصة نيويورك اعتمادا على مؤشر السعر لأسعار (233) سهم ، مصنفة إلى مجموعات قطاعية، وقد تم توسيع هذا المؤشر ليصل إلى 500 سهم مصنفة إلى 95 مجموعة فرعية، ومنذ عام 1976م اشتمل هذا المؤشر على 400 سهم من القطاع الصناعي الأمريكي، و (40) سهم من مشروعات المنافع العامة، و (20) سهم لشركات النقل، و (40) سهم لمؤسسات، ويعبر عن المؤشر بأرقام تناسبية، و أعطي لفترة الأساس الرقم 10 وفق المعادلة التالية:

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{سعر السوق الحالي للمجموعة}}{\text{سعر السوق للمجموعة في فترة الأساس}} \times 10$$

سعر السوق = معدل أسعار الأسهم × عدد الأسهم المصدرة. و لتوضيح ذلك نقترح المثال التالي:

مثال: لنفرض أنه في فترة الأساس كان معدل أسعار الأسهم (القيمة السوقية) ل (400) شركة صناعية يساوي (30) مليون دولار، و قد فرض أن المعدل في تلك الفترة كان رقم 10، حيث تم حسابه وفق

$$\text{المعادلة الآتية: المؤشر} = 10 \times \frac{30}{10} = 10.$$

لنفرض أن سعر السوق للأسهم الصناعية (400) شركة ارتفع ليصل إلى (120) مليون دولار

فإن المؤشر سوف يتضاعف تقريبا 4 مرات حتى يعكس القيمة الإضافية، وذلك وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{المؤشر} = 10 \times \frac{120}{30} = 40. \quad (1)$$

4- مؤشر كاك (CAC40):

(1) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 104-108.

هو أحد أهم مؤشرات بورصة باريس لأكبر أربعين شركة فرنسية. المؤشر يدار من قبل شركة يورو نكست، وتبلغ قيمته 1.023 تريليون يورو.

أطلق المؤشر في 31 ديسمبر 1987 بألف نقطة. حقق المؤشر أعلى مستوى له عند 6922، ويضم أكثر الشركات الفرنسية شهرة كشركة توتال النفطية، و كارفور، وكريدي أجريكول، وشركة أكور للفنادق.

5- مؤشر فوتسي (FTSE 100):

هو واحد من أكبر مؤشرات الأسهم البريطانية. يضم أسهم أكبر مائة شركة بريطانية في بورصة لندن. أطلق المؤشر في 3 يناير 1984، وكانت نقاطه 1000 نقطة، وصل إلى أعلى مستوياته في 30 ديسمبر 1999، وكانت نقاطه 6950 نقطة.

المؤشر يدار من قبل شركة FTSE GROUP مجموعة الفايانانشل تايمز، و هي شركة خاصة مستقلة كما يمثل مؤشر الفوستي نسبة 80% من حجم بورصة لندن، ومن أهم الشركات المدرجة في المؤشر شركة شل النفطية، و شركة فودافون للاتصالات، و شركة بي بي النفطية، و شركة جلاسكو سميث أكبر شركة أدوية في العالم.

6 - مؤشر داكس 30 (DAX 30): هو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، يحتوي على أكبر 30 شركة ألمانية.(1)

7- مؤشر إم إس سي آي: هي اختصار ل (مورغان ستانلي كابيل إنترناشيونال) لأسواق ارويا، وأستراليا والشرق الأقصى و يقيس هذا المؤشر أداء 1000 سهم، ويتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين مختلفتين: طبقا للقيمة الرأسمالية ، و طبقا للنتائج المحلي الإجمالي.

8- مؤشر ناسداك المجمع: هو مؤشر لنظام السوق الوطني يشمل على أكثر من 5000 سهم، يتم تبادلها عبر المنصات فقط، وليس من خلال البورصة. (2)

المطلب الثاني: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية:

يتصرف المستثمر من أجل الاستثمار في الأسهم أو الأوراق المالية بشكل عام إلى استخدام أسلوبين من التحليل اللذان يؤهلانه إلى اتخاذ القرار الاستثماري فيها، ويتمثل هذين الأسلوبين في التحليل الفني والتحليل الأساسي اللذان يختلفان من حيث المعلومات التي يستند عليها لبناء القرارات الاستثمارية.

الفرع الأول: التحليل الفني.

1- مفهوم التحليل الفني:

- هو دراسة حركة أسعار الأسهم، حجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض و الطلب في المستقبل.

- و بعبارة أخرى فالتحليل الفني هو الطريقة المستخدمة لمعرفة قيمة ورقة مالية عن طريق دراسة إحصاءات حركة تداول هذه الورقة.(1)

إنّ التحليل الفني هو تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي صعودا ونزولا، ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف نمط لتلك الحركة، والذي يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل.(2)

ب/- أسس التحليل الفني:

من أجل الاستخدام الأمثل لأسلوب التحليل الفني يجب على جميع المستثمرين فهم الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها:

- 1/- الافتراض الأول: هو أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- 2/- الافتراض الثاني: أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد.
- 3/- الافتراض الثالث: الذي يقوم عليه أسلوب التحليل الفني هو أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث لأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت.(3)
- 4/- أما الافتراض الثالث: هو أن التغيير في العرض و الطلب يمكن أن يؤشّران عاجلا أم آجلا تغيرا في حركة السوق.(4)

ج/- مميزات وعيوب التحليل الفني:

- 1/- مميزات التحليل الفني: هناك عدة مميزات للتحليل الفني، وهي:
 - *القيادية: حيث أن كامل التركيز على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر.
 - *السهولة: تعتبر هذه الطريقة في التحليل أقل تعقيدا مقارنة بالأنواع الأخرى من التحليل.
 - *التوقيت: هذه الطريقة لا تساعد كثيرا في اختيار السلعة المستهدفة للمضاربة حيث أن التحليل الأساسي لأداء الشركة و القطاع أفضل للاختيار. ولكن يوجد شبه إجماع على أن التحليل الفني يدل على الوقت المناسب للقيام بالعملية الاستثمارية.
- والتحليل الفني يساعد على معرفة عدة نقاط للسوق، وهي:
 - 1/تحديد اتجاهات السعر المحتملة.
 - 2/اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.
 - 3/تحديد مستويات الأسعار المستهدفة.

(1) د عصام حسين، مرجع سابق، ص162.
 (2) (4) د حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص89، ص92.
 (3) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص218.

4/ توضيح الحالة النفسية المساندة للسوق. إن الهدف من التحليل الفني محاولة استقراء اتجاه السهم وهل هو في طريقه للارتفاع أو الانخفاض، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بناء على المعلومات المتحصل عليها من التحليل الفني، وتحديد هذه المستويات لمعرفة متى يمكن أن تشتري، ومتى تبيع بربح، أو متى تتخلص من السهم بخسارة بسيطة بدلا من التعلق بأسعار عالية.

2/- **عيوب التحليل الفني:** على الرغم من المزايا التي يتسم بها التحليل الفني إلا أنه لا يخلو من العيوب وهي:

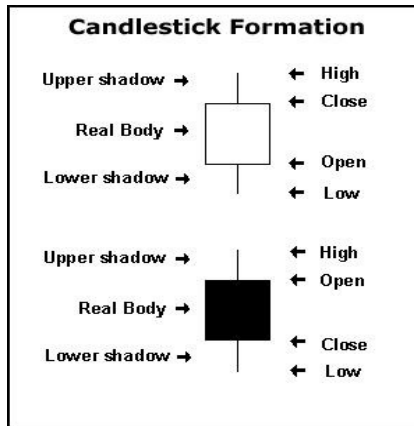
* تتأثر كثيرا بالتقييم أو المنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قراءات خاطئة.

* بوجود عامل التنبؤ قد تختلف قراءات الأشخاص المتخصصين بالتحليل الفني للمنحنى نفسه.

* في بعض الحالات يكون التحليل الفني متأخرا قليلا في اختيار التوقيت، لأن المحلل حتى يتخذ القرار لابد وأن تكون هناك تأكيدات وتبريرات للقيام بذلك.

* بالنسبة لتحليل الأسواق الناشئة عموما لا يعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار، وذلك لقلة البيانات التاريخية نسبيا، بالإضافة إلى قلة المتابعين والمتخصصين بهذا النوع من التحليل. (1)

* **خريطة الشمعدان:** في عام 1600 ميلادية طور اليابانيون أسلوبا للتحليل الفني، لتحليل أسعار عقود الأرز، وقد أطلق عليه اليابانيون اسم الشمعدان، وقد تم استخدام هذا النوع من الخرائط على نطاق واسع حتى أصبحت خرائط الشمعدان أحد أهم أدوات التحليل الفني استخداما، وشيوعا بين السماسرة، والمحللين. وتستخدم خرائط الشمعدان لتعكس ظاهرة حركة الأسعار، والتنبؤ بها في الأجل القصير. ويستخدم المحللين الفنيين هذه الخرائط لمدة زمني 10 أيام، أو أقل. ويتطلب بناء خرائط الشمعدان استخدام المعلومات الأساسية عن الورقة الهامشية، والمتمثلة في سعر الافتتاح، وسعر الإقفال، أعلى سعر، وأدنى سعر. **شكل رقم (3-3): الرموز الأساسية المستخدمة في بناء خريطة الشمعدان.**



Source: [http://www.borsaat.com/vb/t182641.html]

تشبه الخريطة اليابانية خريطة الأعمدة في أنها خريطة تستخدم لتتبع حركة السعر يوميا، ويطلق على الشكل الواحد في الخريطة اسم خط الشمعدان، وينقسم إلى جزئين: الأول يطلق عليه "الجسم" وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الفتح، وأسعار الإقفال. أما الجزء الثاني فيطلق عليه اسم "الظل" وهو خط رأسي رفيع يقع فوق أو تحت "الجسم". ويلاحظ أنه إذا كان سعر الفتح أعلى من سعر الإقفال فإن "الجسم" يكون مملوء أو مظلا. وإذا حدث العكس، وكان سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح فإن "الجسم" يظهر فارغا أو غير مظلل. ويمكن بناء الخريطة اليابانية باستخدام بيانات يومية، أو أسبوعية، أو شهرية... وهكذا.

*** شرح الخرائط اليابانية:**

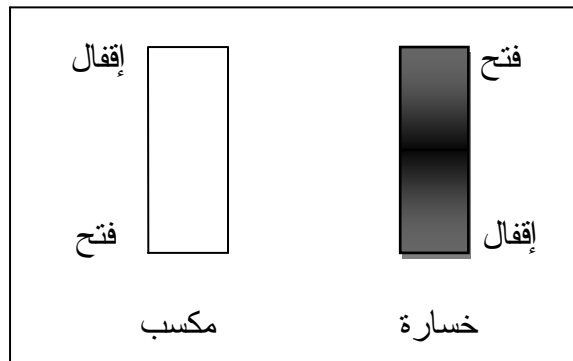
عادة ما تستخدم الخريطة اليابانية مع البيانات اليومية، ولهذا يرى معظم المحللين الفنيين أن الأسعار المستقبلية التي يمكن التكهّن بها لا تزيد عن 10 أيام إن لم يكن أقل، ولهذا السبب تستخدم الخريطة اليابانية في عمليات المتاجرة قصيرة الأجل.

عرفنا أن الخريطة اليابانية تعتمد على أربعة أنواع من البيانات، وهي سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، و أدنى سعر. حيث يتم تمثيل سعر الفتح وسعر الإقفال بمستطيل، حيث يمثل قمة المستطيل أعلى سعر منهما. بينما يمثل الحد الأدنى من المستطيل أدنى سعر منها.

مثال:

إذا كان سعر الإقفال 10 جنيه، وكان سعر الفتح 9.5، فمعنى ذلك أن الجزء العلوي من المستطيل يمثل عند 10 جنيه، أما الجزء السفلي من المستطيل فيمثل عند 9.5. ومنه فالسؤال المطروح، ما هو سعر الفتح أو سعر الإقفال، وأيها أكبر من الآخر من خلال المستطيل. والإجابة ببساطة تتوقف على لون المستطيل نفسه، فإذا كان المستطيل أبيض، أو فارغ فمعنى ذلك أن الجزء الأدنى من المستطيل هو سعر الفتح والجزء الأعلى يمثل سعر الإقفال، أما إذا كان لون المستطيل مظلل أو مملئ بلون أسود، فمعنى ذلك أن سعر الإقفال يكون عند أسفل المستطيل، و سعر الفتح عند قمة المستطيل.

شكل رقم (3-4): يبين سعر الفتح و سعر الإقفال.



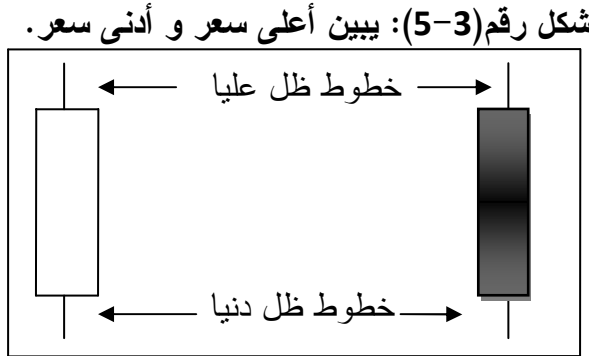
المصدر: د محمد صالح الحناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص177.

ومعنى ذلك أن نظرة واحدة على الشمعدان تعطي معنى محدد، وواضح. فالمستطيلات السوداء أو المظلة يشير إلى أيام تشهد هبوطا في السعر، أما المستطيلات البيضاء، أو الفارغة فتشير إلى أيام

تشهد ارتفاعا في السعر.

ومعنى ذلك أيضا في البورصة. أن المستطيلات المظلمة، أو السوداء تعد مؤشرات لأيام سوداء للسهم (حيث تشهد هبوطا في سعره) نظرا لأن سعر الإقفال يكون أقل من سعر الفتح، أما المستطيلات البيضاء فتعد مؤشرا لأيام البيضاء (حيث تشهد ارتفاعا في سعر السهم) نظرا لأن سعر الإقفال يكون أعلى من سعر الفتح.

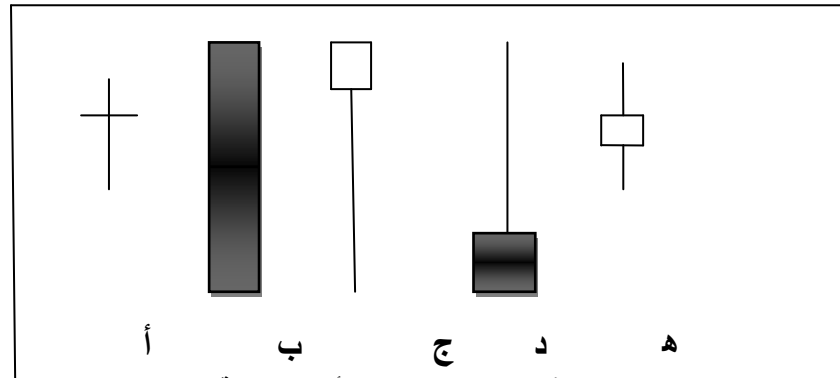
أما أعلى سعر، و أدنى سعر، فيتم تمثيلها بخطوط رقيقة تلتصق بجسم الشمعدان، كما يوضح ذلك الشكل الآتي :



المصدر: د محمد صالح الحناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص178.

إن المعلومات الأساسية الأربعة المستخدمة في بناء خريطة الشمعدان، و هي أعلى و أقل سعر، و سعر الإقفال، و سعر الفتح، ينتج عنها أشكال عديدة ومختلفة، و يوضح الشكل رقم(3-6) بعض هذه الأشكال:

شكل(3-6) بعض أنماط خريطة الشمعدان.



المصدر: د محمد صالح الحناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص178.

إذا كان أعلى سعر يعادل سعر الفتح، و أقل سعر يعادل سعر الإقفال، فإن ذلك سوف يتم تمثيله بالشكل (3-5) ب، وفي هذه الحالة يظهر جسم الشمعدان دون ظهور خطوط الظل.

- أما إذا كانت أسعار الفتح، و الإقفال قريبة من أعلى سعر خلال اليوم الأول فسوف يظهر الشمعدان كما يوضح ذلك الشكل (3-5) ج.

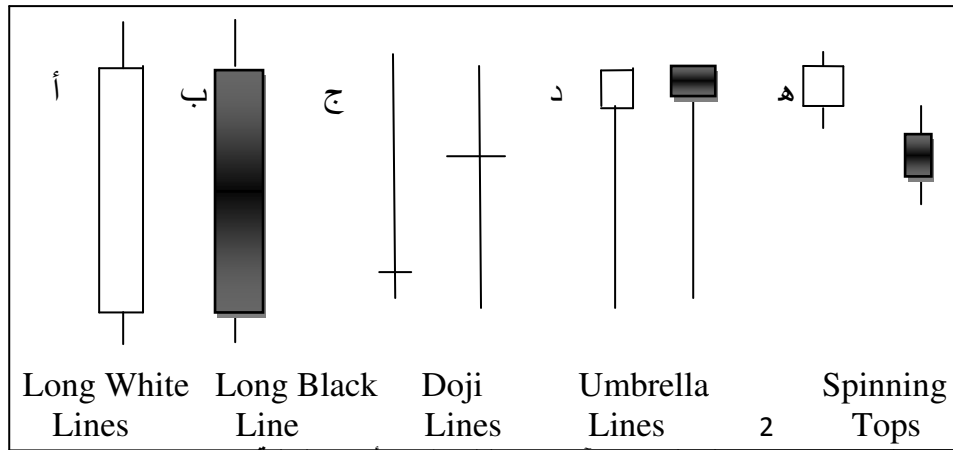
- أما إذا كانت أسعار الفتح، و الإقفال قريبة من أدنى سعر فسوف يظهر الشمعدان كما بالشكل (3-5) د.

- أما إذا كان المدى بين سعر الفتح، و سعر الإقفال صغيرا فسوف يظهر الشمعدان كما بالشكل (3-5) هـ.

ويلاحظ أن بعضا من هذه الأشكال لها أسماء معروفة ، ولها أيضا دلالتها في نفس تحركات الأسعار وعلى سبيل المثال فإن شكل الشمعدان الذي يظهر فيه تباعد بين سعر الفتح و سعر الإقفال، ويكون سعر

الإقفال أعلى من سعر الفتح كما يوضح ذلك من الشكل (3-7) يطلق عليه الخط الطويل الأبيض ، أما الشكل العكسي الذي يظهر فيه الشمعدان مظلا نظرا لأن سعر الإقفال يكون قريب من أدنى سعر، وسعر الفتح يكون قريب من أعلى سعر، كما يوضح الشكل (3-7) ب، يطلق عليه الخط الطويل الأسود، وكما ذكرنا أيضا، فإن الخط الطويل الأبيض هو لحالة صعود في الأسعار، أما الخط الطويل الأسود فهو مؤشر لحالة هبوط في السعر. وعندما تكون أسعار الفتح متساوية أو قريبة من بعضها فإن الشمعدان يطلق عليه في هذه الحالة اسم "دوجي" أو "تجمة دوجي" كما هو موضح بالشكل (3-7) ج.

شكل رقم(3-7): أنماط أخرى لخريطة الشمعدان.



المصدر: د محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص177.

ويتوقف تفسير خط دوجي على الشكل الذي يظهر به، أما الشكل "د" فيشير إلى ما يطلق عليه خط المظلة ويتضح من الشكل أن أسعار الفتح، والإقفال تقترب بشكل كبير من أعلى سعر خلال اليوم. ويظهر "الجسم" في هذه الحالة قريبا من شكل المربع، أما الشكل "هـ" فيشير إلى ما يطلق عليه قمم الاختراق وتتصف قمم الاختراق بأن أجسام الشمعدان تكون متقاربة من بعضها.

خلاصة:

- *الخطوط البيضاء الطويلة تحدث عندما يكون سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح، ويكون المدى بين سعري الفتح والإقفال كبيرا.
- *الخطوط السوداء الطويلة تحدث عندما يكون سعر الفتح أعلى من سعر الإقفال، ويكون المدى بين سعري الفتح والإقفال كبيرا.
- *عندما يتعادل سعري الفتح، والإقفال، أو يكونا قريبا جدا من بعضهما، فإن الشكل الناتج يطلق عليه "دوجي".
- *تتكون المظلة عندما يكون جسم الشمعدان قريبا من أعلى سعر خلال اليوم.
- *يمكن تعريف "قمم الاختراق" بأنها جسم ضيق، أو صغير، وخطوط ظلها أوسع، أو أطول من الجسم الحقيقي لها.

أنماط الشمعدان: من أهم هذه الأنماط نذكر مايلي:

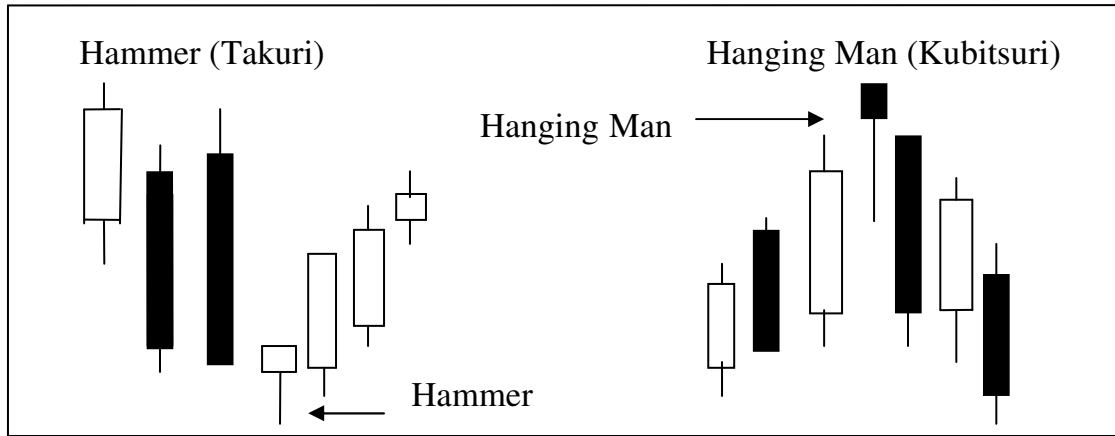
أولاً/أنماط الانقلاب: من بين أنماط الانقلاب نذكر:

1-نمط المطرقة و نمط المقصلة:

يشير نمط المطرقة كما يوضح الشكل (3-8) إلى سعر يوم معين يحدث عنده انقلاب ، وتحدث المطرقة بعد انخفاض سابق في الأسعار، وتأخذ اسم المطرقة من كونها تطرق قاع الأسعار فتجعله يرتد للارتفاع و من خصائص المطرقة أنها تأتي بعد انخفاض حاد في الأسعار عن سعر الفتح خلال جلسة المتاجرة، ثم يرتد سعر الإقفال ليكون أعلى سعر خلال اليوم.

أما نمط "رجل المقصلة" على النقيض من رجل المطرقة، فهو عبارة عن خط مظلة يحدث بعد سباق طويل للأسعار ويستمد الاسم من كون جسم الشمعدان في هذه الحالة يشبه رأس الرجل ، وسعر الظل الطويل يشبه الأرجل، ومن خصائص نمط رجل المقصلة أن يكون سعر الظل على الأقل ضعف طول الجسم.

شكل رقم(3-8): أنماط الانقلاب.



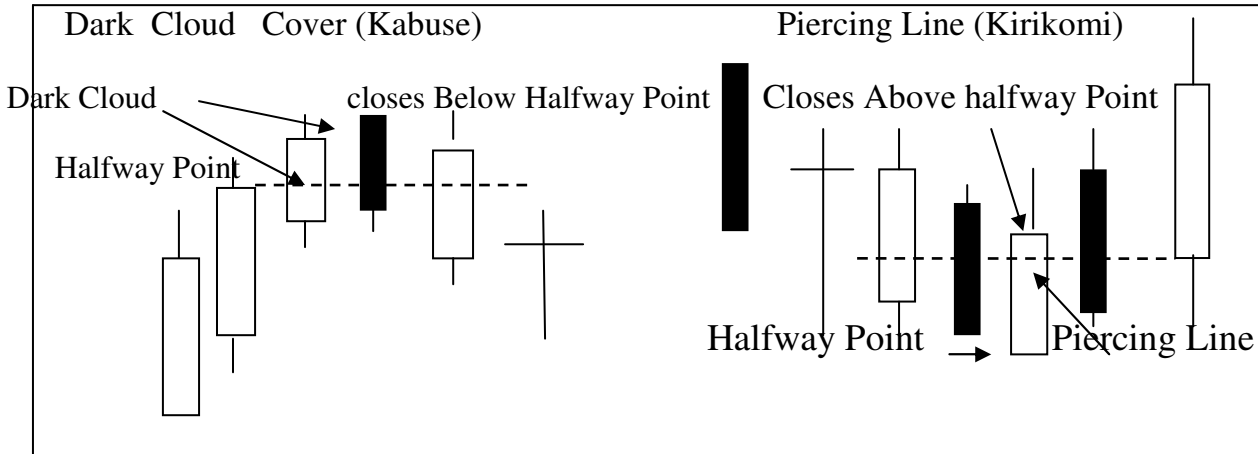
المصدر: د محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 182.

السحابة السوداء و خط الاختراق:

لاشك أن الكل يدرك أن السحب السوداء تنبئ بقدم عاصفة سوداء ويتكون نمط السحابة السوداء أو كما يطلق عليه اليابانيون كابوزي كما يوضح الشكل (3-9) من أسعار يومين متتاليين ، الأسعار في اليوم الأول تكون جسم ابيض ويكون سعر الفتح لليوم الثاني اقل من سعر الفتح في اليوم الأول. ويمكن التأكد من ذلك من خلال ملاحظة أن قمة الجسم في اليوم الثاني تكون أعلى من خط الظل العلوي لليوم الأول. أما خط الظل السفلي، والذي يمثل أدنى سعر في جسم اليوم الثاني يكون أدنى من قاع جسم اليوم الأول وهذا يعد مؤشرا على حالة هبوط التي سوف تعترى السوق في الأيام القادمة.

كما يوضحه الشكل(3-9):

شكل رقم(3-9):السحابة السوداء و خطوط الاختراق.



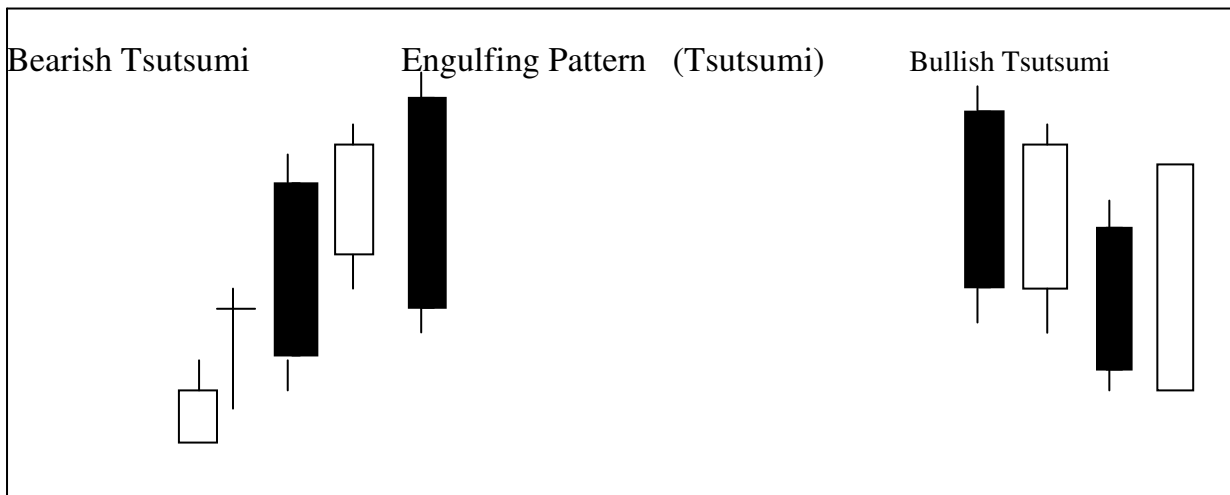
المصدر:د محمد صالح الحناوي وآخرون،تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص183.

أما خطوط الاختراق أو كما يطلق عليها اليابانيون كيريكومي فتحدث عند قاع الأسعار أو قاع السوق وهي تعكس نمط السحابة السوداء، ولهذا السبب يطلق البعض على هذا النمط اسم السماء المشرقة وكما يتضح من الشكل(3-9) فإن اليوم الأول يمثل بجسم اسود طويل ، أما اليوم الثاني فيمثل بجسم ابيض طويل يقع سعر إقفاله في النصف العلوي للجسم الأسود الطويل. وتكمن أهمية ذلك من أن سعر الفتح في اليوم الثاني يقع بشكل كامل تحت جسم اليوم الأول، وكلما كان سعر الإقفال في اليوم الثاني يقع ابعد من منتصف جسم اليوم الأول فإن ذلك يعد مؤشرا قويا على ارتفاع الأسعار في المستقبل.

3-أنماط الابتلاع:

تتكون أنماط الابتلاع أو كما يطلق عليها اليابانيون اسم تسوتسومي خلال يومين ، وتظهر أنماط الابتلاع التي تشير إلى هبوط في الأسعار بعد سباق في الأسعار. كما يوضح الشكل(3-10):

شكل رقم(3-10):أنماط الابتلاع.



المصدر:د محمد صالح الحناوي وآخرون،تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص184.

نسبيا من الجسم الأبيض ويكون سعر الفتح لليوم الأول أو للجسم الأبيض، بالإضافة إلى أن سعر الإقفال للجسم الأسود يكون اقل من سعر الإقفال للجسم الأبيض في اليوم الأول. وهذا يعني أن الأثر سعري لليوم الثاني يبتلع كليا أسعار اليوم الأول. و عند هذا الحد من المهم أن تلاحظ أن خطوط الظل في اليومين تكون صغيرة بشكل ملحوظ.

أما أنماط الابتلاع التي تشير إلى صعود في أسعار السوق فهي بالتأكيد عكس نمط الابتلاع السابق، فأنماط الأسعار التي تشير إلى صعود في الأسعار من الطبيعي أنها تأتي بعد هبوط سعري ويتكون نمط الابتلاع في هذه الحالة من جسم طويل اسود يتبعه جسم طويل ابيض والذي يبتلع الجسم الطويل الأسود و الذي يظهر في اليوم الأول. ويرى المحللون الفنيون انه كلما زاد الاتجاه قبل حدوث النمط كلما كان الاتجاه في المستقبل بشأن ارتفاع الأسعار أكثر صدقا. فمثلا عندما يحدث نمط الابتلاع الذي يشير الى ارتفاع في السعر بعد انخفاض قليل في الأسعار بعد فان صدق ارتفاع الأسعار بعد هذا النمط ستكون منخفضة كما هو الحال لو كان الانخفاض في الأسعار كان يحدث لفترة طويلة.

4-النجوم: تتكون النجوم في شكل الشمعدان من خليط من الأجسام الطويلة وقمم الاختراق كما يوضح وتأتي في أربعة أشكال مختلفة، هي:

- نجمة الصباح.
- نجمة المساء.
- نجمة دوجي.
- النيزك.

1- نجمة الصباح:

تشير نجمة الصباح إلى بدا يوم جديد كله أمل، ولذلك فهي مؤشر لحالة ارتفاع الأسعار في السوق، وتتكون نجمة الصباح من جسمين طويلين يفصلهما قمة(خط) اختراق حيث يشترط وجود فجوة بين قمة(خط) الاختراق و الجسم الأول، وفي هذه الحالة فان جسم خط الاختراق يقع أسفل الجسمين الأول و الثاني، ويحدث أحيانا أن يكون خط الاختراق يقع بالكامل خارج نطاق المتاجرة(أي خارج الجسمين و أسعار ظلهم). كما يشترط أيضا في نجمة الصباح ان يكون الجسم الأول مظلا بينما يكون الجسم الثاني فارغا (أو ابيضاً)، كما يعتقد المحللون الفنيون أن سعر الإقفال للجسم الثاني يكون أعلى من خط المنتصف للجسم الأول.

2-نجمة المساء:

تأتي نجمة المساء على عكس نجمة الصباح ، فهي تنتج من سباق محموم في الأسعار وتتكون على مدار 3 ايام ، تبدأ بجسم طويل ابيض يفصل عن جسم طويل اسود بخط اختراق حيث يقع الجسم الحقيقي لخط الاختراق خارج الجسمين الأبيض و الأسود يضاف إلى ذلك أن يكون سعر الإقفال في اليوم الثالث (الخاص بالجسم الطويل الأسود) يجب أن يكون اقل من خط المنتصف للجسم الأول (الطويل الأبيض).

3-نجمة دوجي:

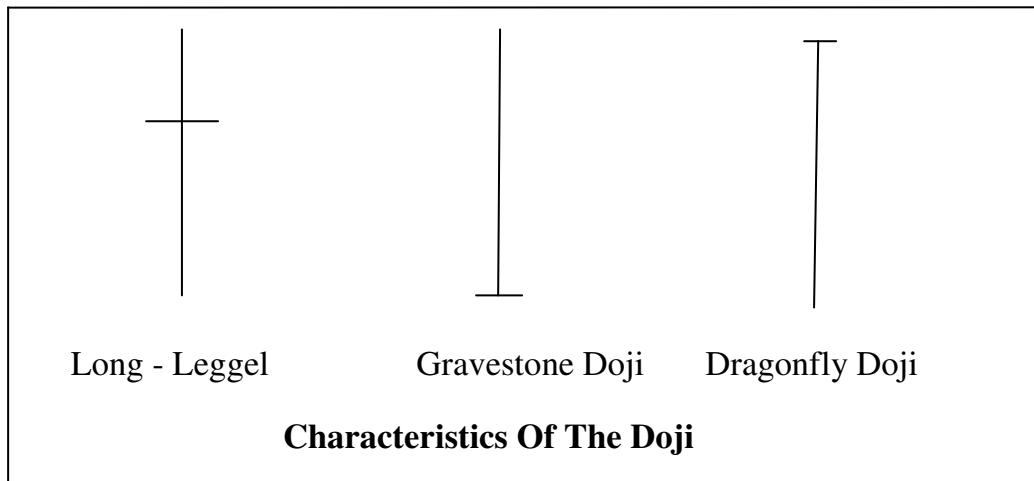
تتكون نجمة دوجي من جسم طويل يتبعه نجمة دوجي صغيرة كما يوضح الشكل رقم (3-11)، حيث نجمة دوجي تحدث في يوم يكون فيه كل من سعر الإقفال و سعر الفتح متساويين أو قريبين جدا من بعضهما، وتقدم نجمة دوجي للمحلل الفني بان الاتجاه المالي للأسعار سوف يبدأ في الانقلاب أو الانعكاس.

4-النيزك:

يطلق على النيزك قمة قصيرة وتأتي بعد تحرك صعودي في الأسعار. حيث تشكل الأسعار بعد هذا التحرك فجوة صغيرة وجسم اسود صغير يظهر عند نهاية سعر الظل للجسم الأبيض الطويل.

أنواع نجمة دوجي : موضحة من خلال الشكل رقم(3-11) كما يلي :

شكل رقم(3-11): الأنواع المختلفة لنجمة دوجي.



المصدر:د محمد صالح الحناوي وآخرون،تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص187.

أول هذه الأشكال يطلق عليها اسم "دوجي ذات الرجل الطويلة"، وعند ظهور هذا الشكل فإنه يعني لمتخذ القرار أن الأسعار تتقلب بشكل كبير للورقة المالية خلال اليوم ، ومعنى ذلك أيضا "عدم القدرة على اتخاذ القرار"، ويرى المحللين الفنيون أن وجود "دوجي ذات الرجل الطويلة " على الجانب الآخر فإن الشكل الثاني، والذي يمكن أن نطلق عليه اسم ' مقبرة دوجي '، يوضح سعري الإقفال والفتح تمت عند المستوى

الأدنى للأسعار خلال اليوم. وتعد مقبرة دوجي مؤشرا لهبوط الأسعار، ويربط المحللون الفنيون بين طول خط الظل في ' مقبرة دوجي ' ومقدار الانخفاض المتوقع في الأسعار مستقبلا حيث كلما زاد خط الظل زاد الاحتمال بانخفاض كبير في المستقبل.

أما الشكل الثالث في الشكل رقم (3-11) فيعرف باسم ' دوجي الديناصور الطائر '، وكما هو واضح فهو عكس 'مقبرة دوجي'، ومن ثم ظهور هذا الشكل يحمل مزيدا من الأمل في ارتفاع قريب في الأسعار ويرى المحللون الفنيون أن ' دوجي الديناصور الطائر ' حالة خاصة من حالات المطرقة . ويظهر هذا الشكل في نهاية مرحلة انخفاض الأسعار.(1)

الفرع الثاني: التحليل الأساسي:

* مفهوم التحليل الأساسي:

هو ذلك التحليل الذي يقوم على فرضية مفادها أن أسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة مصدره السهم أو السند، وانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها.(2)

ويرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل هي:

أ/تحليل الاقتصاد:

يشتمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على ما يلي:

*تحديد النمو المتوقع.

*التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل: مستوى البطالة، مستوى التضخم.

*الوفرة أو العجز بميزانية الحكومة.

*الوفرة أو العجز بميزان المدفوعات والتجارة الخارجية.

ويحاول المحللين الأساسيين، عن طريق دراسة تلك العوامل الاقتصادية، التنبؤ باتجاه سوق البورصة فيه ومن المعروف أن البورصات تتجه بشكل عام حسب اتجاه الاقتصاد، وبهذا تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها.

ب/تحليل الصناعات:

يهدف تحليل الصناعات للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني، ولكن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد.

وهذا يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار، والنمو، والربحية في ظل التطورات

(1) د محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سابق، ص175-188.
(2) د محمد مطر و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، 2005،

الاقتصادية المنتظرة. وبعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال إلى المرحلة التالية، والتي تهدف إلى تحليل شركات هذه القطاعات.

ج/تحليل الشركات:

يهدف تحليل الشركات بالدرجة الأولى لتحديد ربحيتها، ومدى نموها، وقوتها المالية على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع نفسه، ودراسة هذه الأوضاع تمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات ايجابية ، أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها.(1)

ثالثاً: مقاييس الاختلاف بين التحليل الفني والأساسي.

من خلال دراستنا السابقة توصلنا إلى التعرف على أهم أساليب تحليل المعلومات، والبيانات المتاحة في البورصة، أو الاقتصاد عموماً.

هذه الأساليب وإن كانت وجدت لخدمة المستثمرين فيما يتعلق باتخاذ القرار الاستثماري السليم إلا أن هناك من المستثمرين من يفضل الاستعانة بنتائج أحدهما دون الأخرى كما أن هناك من المستثمرين من يرى أن أحد هذه الأساليب يتميز عن الآخر من حيث الكفاءة في الأداء، ولعل السبب الرئيسي في ذلك هو الاختلاف العام بين أسلوب التحليل الفني و التحليل الأساسي، ومدى تناسب كل منهما مع قدرات ومتطلبات كل مستثمر.

ولتوضيح الفكرة أكثر سوف نتطرق لأوجه الاختلاف بين هذين التحليلين، وذلك من خلال الجدول التالي:

(1) د. عصام حسين. مرجع سابق، ص158-160.

جدول رقم(3-1): يوضح أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني.

| وجه المقارنة | التحليل الأساسي | التحليل الفني |
|-----------------------------------|--|--|
| 1- المفهوم | هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة و ظروف المنشأة. | هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق(أسعار الأوراق المالية و حجم التداول و غيرها). |
| 2- الهدف | 1-تقييم العوائد و المخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار و الإقراض. 2-تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر و تلك المسعرة بأكبر من قيمتها. | دراسة متغيرات السوق في الماضي و ذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية. |
| 3- الافتراضات | أ/- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. ب/- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار. | أ/-تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب. ب/-العوامل التي تحكم العرض و الطلب بعضها منطقية و البعض الآخر غير منطقية. ج/- أن السوق افصل متنبأ لنفسه. د/- أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت. ه/-أن سوق رأس المال غير كفاء. |
| 4-مصادر البيانات الخاضعة للتحليل. | أ/- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف النفقات الرأسمالية. ب/-عوامل متعلقة بالصناعة: دورة حياة المنتج اتجاهات الصناعة | عوامل السوق نفسه: *أسعار الأوراق المالية. * حجم التداول. * عدد الصفقات و حجمها. * سلوك المستثمرين. * عمليات البيع على المكشوف. |

| | | |
|--|---|--------------------------------|
| <p>*التوقيت الزمني. *اتساع السوق. *الجو النفسي.</p> | <p>المنافسة الجوانب الاقتصادية و التكنولوجية. ج/- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية و تقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات و الملاحظات.</p> | |
| <p>*- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). *- مؤشرات تدفقات الأموال. *- مؤشرات هيكل السوق.</p> | <p>*-المؤشرات الاقتصادية العامة. *-دورة حياة الصناعة. *-التنبؤ بحالات النمو. *-تحليل ظروف المنافسة. *-تحليل التطورات التكنولوجية. *-القوائم المالية المقارنة. *-تحليل السلاسل الزمنية. *-التحليل الراسي للقوائم المالية. *-تحليل النسب. *-التحليلات الخاصة.</p> | |
| <p>-وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. -يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. -تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى التطوير لتناسب ظروف البيئة المتغيرة.</p> | <p>-تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. -توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. -صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p> | <p>6/- حدود استخدامها.</p> |

المصدر: د طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة،الدار الجامعية،2007، ص38-40.

المطلب الثالث:أزمات الاستثمار في الأوراق المالية.

الأزمة المالية هي اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة أقطار. وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك(العرض والطلب). والأزمة إما أن تكون عنيفة أو بطيئة، وقد تكون محلية يقتصر أثرها على بلد أو دولة معينة، أو تكون

عامة شاملة لعدة دول، أو العالم بأسره.(1)

و على اختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية فإنه يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع كما يلي:

أ/-الأزمات المصرفية:

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. فالبنك يقوم بعملية الإقراض و يحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فإذا تخطت طلبات المودعين تلك النسبة حدثت أزمة سيولة لدى البنك، وإذا امتدت الأزمة إلى بنوك أخرى أصبحت أزمة مصرفية، أما إذا توفرت الودائع لدى البنوك ورفضت منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة إقراض أو أزمة ائتمان.

ب/-أزمات العملة و أسعار الصرف "أزمة ميزان المدفوعات":

تحدث هذه الأزمة عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة يؤثر على قدرتها على أداء مهمتها كوسيط للتبادل، وهو ما يفرض على السلطات النقدية خفض قيمتها، وبالتالي تحدث أزمة انهيار سعر صرف العملة.

ج/-أزمات أسواق المال (حالة الفقاعات):

تحدث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة"، و التي تحدث عندما ترتفع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سهمه وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار و تصل إلى أدنى مستوياتها، و يرافق ذلك حالات الذعر والخوف، ويمتد أثرها إلى أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.(2)

*الأسباب الرئيسية لقيام أزمة مالية: هناك أسباب عديدة لحدوث الأزمة المالية أهمها:

1.عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

- تعد التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية.

- التقلبات في أسعار الصرف.

2.اضطراب القطاع المالي:

- التوسع في منح الائتمان.

- التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج.

- انهيار أسواق الأوراق المالية.

3.تشوه نظام الحوافز:

(1) د محمد عبد الوهاب العزاوي و آخرون، الأزمات المالية(قديمها و حديثها- أسبابها و نتائجها- والدروس المستفادة)،دار إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة 1، عمان، 2010، ص76.

(2) د عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص189-191.

إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليًا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم بالخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، خصوصاً عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلاً في كوريا، و كولومبيا، والأرجنتين، وسنغافورة وهونج كونج.

4. سياسات سعر الصرف:

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية.

5. دور الديون القصيرة الأجل: يعتبر التراكم السريع للديون القصيرة الأجل من العوامل الرئيسية لحدوث الأزمة المالية في المكسيك عامي 1994 و 1995، ودول شرق آسيا في عامي 1997 و 1998، بالإضافة إلى روسيا، والبرازيل في عامي 1998، 1999.

6. تغيير مفهوم المساهم:

إن الانفتاح في مجال الأسواق المالية على مستوى العالم جعل حركة تداول الأسهم مستمرة و أصبح الهدف من شراء الأسهم لدى الغالبية هو إعادة بيعها لجني فروق الأسعار التي يخضع تحديدها لسلوك المضاربة.

7. سيطرة المديرين التنفيذيين على مقدرات الشركة:

إن مديري الشركات المساهمة لا يمكن أن يتوقع منهم مراقبة الشركات بنفس الحماس الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم عادة، لأن هؤلاء المديرين لا يديرون أموالهم الخاصة بل أموال غيرهم، وبالتالي سيؤدي هذا إلى إهمالهم في إدارة شؤون هذه الشركات.

8. دراسة المنافسة بين الشركات:

وهو ما جعل السوق تأخذ شكل ساحة حرب لا مكان ارتزاق، مما عمق تعارض المصالح حتى بين المساهمين و الإدارة التنفيذية و سائر أصحاب المصالح الآخرين، و من هنا كانت الحاجة ماسة لوجود ضوابط لتنظيم العلاقات بين الأطراف. (1)

لقد عرف الاقتصاد الدولي عدة أزمات مالية، نذكر منها ما يلي:

أولاً: أزمة بورصة نيويورك (أزمة الكساد) 1929: Wall Street

شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى استقراراً نقدياً، ومالياً، ودولياً. و استفاد المواطنون خاصة في أمريكا من سياسات الإقراض الميسرة التي جاءت نتيجة للإصلاحات النقدية، والمالية، واستخدموا هذه القروض لشراء المواد الاستهلاكية، والأجهزة المنزلية، و بمرور الوقت زادت حدة هذه الديون. كما أن الحكومة الأمريكية لم تكنف بأن يسرت القروض الداخلية، وإنما شجعت أيضاً القروض الخارجية لتحقيق هدفاً إستراتيجياً هاماً بالنسبة لها، ألا وهو ربط اقتصاديات الدول الأوروبية برأس المال الأمريكي، بغرض السيطرة. واستمر هذا الازدهار الاقتصادي إلى عشرينيات القرن العشرين، وشهدت فيه الولايات المتحدة ثراء غير مسبوق، إذ غمرت الأموال المصارف والشركات الأمريكية الكبرى. فأعيد توظيف جانب كبير

من هذه الأموال في سوق الأسهم، مما جلب مزيداً من الانتعاش والازدهار الاقتصادي. وفي عام 1929 كانت ثروات جديدة تجمع كل يوم من خلال بورصة نيويورك. ونظراً للتسهيلات التي تميزت بها أنظمة الإقراض في ذلك الوقت، مكنت أصحاب الدخول المتدنية من شراء أسهم لا تتجاوز قيمتها 10%، إذ أنهم كانوا يدفعون 10% فقط من سعر الطلب لشراء الأسهم، وتقوم المصارف بإقراضهم بقية قيمة الصفقة 90% من قيمتها بمعدلات باهظة في ذلك الوقت فكانت تصل إلى 15%. و بسبب هذه التسهيلات الائتمانية حلقت الأسعار في البورصة إلى مستويات مثيرة، وغير منطقية بالمرّة. وهو ما أدى إلى تهافت الجميع على شراء الأسهم، لأن المتطلبات كانت بسيطة جداً. وبدأت الأسعار بالهبوط في سبتمبر وأوائل أكتوبر 1929، وفي 23 أكتوبر انتشرت شائعات بأن فيضانا من صفقات تحويل الموجودات إلى سيولة نقدية في طريقه إلى وول ستريت. فالمستثمرون الذين شهدوا ارتفاعاً في قيم أسهمهم طيلة شهور، قرروا بيع أسهمهم، وتم بيع ستة ملايين سهم، وانخفض مؤشر داو جونز. وازداد التهاافت على البيع بإقبال المزيد من المستثمرين على تسهيل أسهمهم لسداد ديون الائتمان المترتبة عليهم، ودفع مستحقات الوسطاء الذين ضغطوا عليهم بعد انخفاض الأسعار.

وفي 24 أكتوبر يوم الخميس الأسود تم بيع الأسهم بأسعار زهيدة حوالي 13 مليون سهم في مختلف القطاعات والصناعات. وسارعت المصارف وشركات الاستثمار لشراء الأسهم. وفي اليوم التالي 25 أكتوبر، أصدر الرئيس هربرت هوفر من البيت الأبيض بياناً يعلن فيه بأن الاقتصاد الأمريكي متين لكن كل محاولاته كانت فاشلة. وفي 29 أكتوبر تم بيع 76 مليون سهم وانهارت الأسعار أكثر من ذي قبل. والنتيجة أنه ما بين 29 أكتوبر و13 نوفمبر تبخرت 30 مليار دولار من سوق بورصة نيويورك واستغرق الأمر 25 عاماً حتى استعادت بعض الأسهم قيمتها الأصلية. وفي سنة 1930 واجه الاقتصاد الأمريكي أزمة خطيرة حيث ارتفعت معدلات البطالة لتصل إلى 8% بعد أن كانت 0.9% فقط عام 1929 وفي عام 1933 أصبحت تقدر بـ 25.1%، وانتشر هذا الكساد الاقتصادي الأمريكي إلى جميع أنحاء العالم. وبحلول عام 1932، انخفض مؤشر داو جونز إلى 41 نقطة، وانهار أكثر من 1100 مصرف أمريكي وارتفعت معدلات البطالة إلى 25%، وتلاشت الثقة بالاقتصاد الأمريكي.

* خصائص هذه الأزمة: تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية:

1. زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله.
2. استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً.
3. حدة الأزمة، ففي أمريكا انخفضت الودائع بالمصارف بمقدار 33%، وأفلس خلال الفترة من بداية 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10000 مصرف، وهي 40% من المصارف الأمريكية، وضياع الكثير من مدخرات المودعين، خاصة صغارهم.
4. الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في المصرف المركزي لنيويورك إلى 2.6% في الفترة 1930-1933 مقابل 5.2% سنة 1929. ففي بداية الأزمة، ارتفع سعر الفائدة لتزايد الطلب على النقود لسداد

القروض، لكن مع استمرار الأزمة، انخفضت الطلبات على القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال.
* الأسباب المحتملة لانتهيار وول ستريت في عام 1929:

يمكن إيجاز أهم أسباب انهيار وول ستريت عام 1929 إلى الآتي:

1/ ارتفاع أسعار الأسهم بما يتجاوز قيمتها العادلة، فوقع الانهيار ليعيدها إلى مستويات معقولة. ويرى معارضوا هذه الرؤية أن أسعار الأسهم في ذلك الوقت كانت ضمن الحدود المعقولة.

2/ يلقي البعض تبعاً ما حدث على "أدولف ميلر" الرئيس المعين حديثاً-آنذاك- لمجلس الاحتياطي الفدرالي بدعوى أنه كان يحاول كبح جماح سوق البورصة فتسبب في تلك الأزمة.

3/ وجه البعض أصابع الاتهام نحو الرئيس هوفر لإعلانه على الملأ أن سوق البورصة تزداد سخونتها عن الحد الطبيعي، و أن أسعار الأسهم مبالغ فيها.

* آثار الأزمة على الدول الصناعية: يمكن إيجاز أهم آثار الأزمة على بعض الدول الصناعية كما يلي:

- في كل من ألمانيا وفرنسا: هبطت أسعار الجملة من 137% سنة 1929 إلى 93% سنة 1933.

- في اليابان: انخفضت أسعار الجملة من 166% سنة 1929 إلى 136% سنة 1933.

- انخفضت الأرباح و تراكم رأس المال، وارتفعت معدلات البطالة وانخفضت الأجور، ففي إنجلترا

انخفضت الأرباح من 120 مليون جنيه إسترليني سنة 1929 إلى 75 مليون سنة 1932. وفي ألمانيا

انخفضت الأرباح من 315 مليون مارك عام 1929 إلى 72 مليون مارك عام 1932.

- انخفضت مداخيل الطبقة الرأسمالية، مما انعكس على أنشطة رأس المال الداخلية الخاصة بكل بلد

وعلى تصدير رأس المال الذي انخفض من 1325 مليون دولار عام 1928 إلى 1.6 مليون دولار عام

1933 بالنسبة للوم أ. أما في إنجلترا فقد كان 219 مليون جنيه إسترليني سنة 1928 لينخفض إلى 30

مليون جنيه إسترليني سنة 1933.

- انخفضت أسعار المنتجات بين سنتي 1929 و1933 بـ 45.7% وشهدت البلدان الصناعية الست (الولايات

المتحدة الأمريكية، اليابان، فرنسا، إنجلترا، ألمانيا، وإيطاليا) انخفاضا في دخلها الوطني يقدر بالنصف. (2)

ثانياً: أزمة النمر الآسيوية 1997:

* انهيار أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا: شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا أو ما

الآسيوية (إندونيسيا، وماليزيا وسنغافورة، وتايوان، وهونغ كونغ، وتايلاند، ولاوس، يطلق عليها بالنمر

الاثنتين والفلبين، وكمبوديا) انهياراً كبيراً منذ يوم الاثنين الموافق 1997/10/27، والذي أطلق عليه يوم

إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار المجنون، حيث انطلقت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت بسرعة

الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد.

* أسباب الأزمة الآسيوية: هناك عدة أسباب، وهي :

1. الانخفاض الحاد في قيمة Bhat (وهي العملة الوطنية لتايلاند) بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، والتي حفزت الاقتراض الخارجي وعرضت قطاع المال والأعمال إلى المخاطر.
2. ضعف الإشراف والرقابة الحكومية، وبالتالي تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة، ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

3. إضافة للاختلال الذي ساد في اقتصاد تايلاند، فقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة، أهمها:
ا/- أدى انخفاض أسعار الفائدة لدى الدول الصناعية في منتصف التسعينات إلى تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى تايلاند وبقيّة دول المنطقة.

ب/- أدى الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى منافسة العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر، ثم إلى تضاعف درجة منافسة الدول الآسيوية في الأسواق العالمية.
و على نحو عام فقد كشفت السنوات الأخيرة جملة من الإختلالات داخل اقتصاديات هذه الدول التي جعلتها أكثر عرضة للأزمة، وهي:

1. الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.
2. الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج سواء في شكل قروض، أو استثمار أجنبي مباشر.
3. الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية.
4. ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية، و المالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساسا.
5. نقص الشفافية و يقصد بها عدم كفاية، ودقة البيانات، والمعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات العامة و الخاصة، وخاصة ما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية للبلدان من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، و هروب رأس المال للخارج.

*آثار الأزمة الآسيوية:

ا/-آثارها على صعيد دول جنوب شرق آسيا:

أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها، و على مناخها السياسي، والاجتماعي، و لعل من أهمها:

- تضاعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية - وخاصة المالية منها- والأنظمة السياسية القائمة.
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة و خاصة في القطاعات الموجهة للتصدير.

ب/- آثارها على الصعيد العالمي:

- أدت الأزمة إلى تدهور في مؤشرات البورصات الأوروبية، وانخفاض في أسعار الأسهم وخاصة لكبريات الشركات المتعددة الجنسيات، و بالتالي من المتوقع أن يؤدي ذلك إلى هبوط عام في الأسعار وإلى حدوث بطالة قد تجر إلى ثورات اجتماعية.

- إن الانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة سينجم عنه تزايد في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق العالمية نظرا لانخفاض أثمانها.

و إدراكا بالآثار المحتملة للأزمة الآسيوية على حركة التجارة و المال الدولي، بادرت بعض المؤسسات المالية إلى معالجة الأزمة، حيث قام صندوق النقد الدولي، و البنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة بتقديم تسهيلات مالية إلى الدول المعنية، بعد أن فرض شروطه التي تضمنت إجراء جملة من التغييرات الهيكلية على الاستراتيجيات الائتمانية التي تبنتها هذه الدول في السنوات السابقة، وخاصة في الميدانين التاليين:

- إعادة تقييم العملات الآسيوية.

- إغلاق عدد من البنوك الآسيوية.

*الدروس المستخلصة من الأزمة الآسيوية:

أثارت هذه الأزمة عدد من القضايا و الدروس لصانعي القرار السياسي ولخبراء الاقتصاد على حد سواء بغية تفادي مثل هذه الأزمات مستقبلا، مثل:

الدرس الأول: ضرورة الاهتمام المبكر بتصحيح الإختلالات الكلية قبل فترة من اندلاع الأزمات.

الدرس الثاني: بمقدور الدول المجاورة التي تعرضت إلى الأزمة ذاتها أن تأخذ جانب من الحذر، وذلك من خلال تعزيز سياساتها الاقتصادية.

الدرس الثالث: لقد تجلى من هذه الأزمة صعوبة تجديد الثقة لدى الجمهور، وهو ما يستدعي ضرورة إجراء الإصلاحات الاقتصادية.

الدرس الرابع: إن التطورات الأخيرة لأسواق المال الآسيوية لا تكشف النقاب عن مخاطر الأسواق العالمية فحسب بل في كيفية التعامل معها بصورة مسئولة من خلال إتباع سياسات اقتصادية تقوم على أسس متينة من الإصلاحات الهيكلية التي يمكن أن تقود إلى تجديد الثقة، وبالتالي تساعد على تخصيص الموارد بصورة جيدة. (1)

ثالثا: أزمة الرهن العقاري (الأزمة المالية العالمية) سنة 2008:

1/- بداية الأزمة:

تعود بداية الأزمة إلى الاقتراض، فالعجز عن تسديد الديون، سواء كان العجز الفعلي أم التخوف من وقوع العجز، فإنه يكون دائما المحرك للأزمات المالية الكبيرة، لأن الدائنين يظنون أنهم يجب أن يستردوا أموالهم في ذلك الوقت، وخلال منتصف هذا العقد كانت الأسر الأمريكية هي أكبر مقترض في الاقتصاد العالمي، حيث حلت محل الأسواق الناشئة التي تولت هذا الدور في منتصف التسعينيات لذلك كانت البداية من السوق الأمريكية.

(1) د عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، طرابلس، 1998، ص 204- 208.

2- الظروف التي أحدثت الأزمة:

إن الظروف التي أحدثت الأزمة تعود إلى وجود تركيبة تتكون من مقترضين ومستثمرين غير واعين إلى جانب وسطاء أذكيا أقنعوا المقترضين باقتراض مبالغ تفوق قدراتهم الحقيقية على السداد، وفي ذات الوقت أقنعوا الطامعين في أرباح غير واقعية بالاستثمار في مجالات لا علم لهم بها. ولم تكن البداية مجرد شرارة يمكن السيطرة عليها، واعتمد انتشارها، وتصاعدها على مفهوم "العدوى"، كما يحدث في حالات الأوبئة التي تصيب المجتمعات، ومما يساعد على انتشار العدوى بسرعة. (1)

3/مراحل الأزمة المالية:

نوجز المراحل الكبرى في الأزمة المالية التي اندلعت في بداية العام 2007 في الولايات المتحدة وبدأت تظال أوروبا:

*** فبراير 2007:**

عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) فأصبح يتكاثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.

*** أغسطس 2007:**

البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.

*** أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007:**

عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

*** يناير 2008:**

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5 %، وهو إجراء ذو حجم استثنائي. و سيجرى تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين يناير و نهاية أبريل.

*** 17 فبراير، 2008:**

الحكومة البريطانية تؤمّم بنك "نورذرن روك".

*** 11 مارس 2008 :**

تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.

*** 16 مارس 2008 :**

جي بي مورغان تيشيس يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.

*** 7 سبتمبر 2008:**

وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك"

(1) د محمد عبد الوهاب العزاوي و آخرون ، ص51.

و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

* **15 سبتمبر 2008:** اعتراف بنك الأعمال "ليمان برانرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "ميريل لينش".

* عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.

* **16 سبتمبر 2008:**

الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤمnan بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "إيه آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.

* **17 سبتمبر 2008:**

البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي. وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

* **18 سبتمبر 2008:**

البنك البريطاني "لويد ني إس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس. السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.

* **19 سبتمبر 2008:**

الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.

* **20 سبتمبر 2008:**

خطة عاجلة بتكثيف تريليون دولار تتضمن شراء الحكومة لأصول المؤسسات المتعثرة.

* **23 سبتمبر 2008:**

الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك. الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.

* **26 سبتمبر 2008:**

انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.

* **27 سبتمبر 2008:**

في أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي الحكومة الأمريكية تغلق مؤسسة واشنطن ميونيوتوال وتبيع أصولها لبنك جيه بي مورجان بحوالي 1.9 دولار.

*** 28 سبتمبر 2008:**

خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "براد فورد وبينغلي".

*** 29 سبتمبر 2008:**

مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ. وبورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها. و قبل رفض الخطة أعلن بنك "سي تي غروب" الأمريكي أنه يشترى منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.

*** 1 أكتوبر 2008:** مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي بعد رفض مجلس النواب له، والخطة تدعو لضخ 700 مليار دولار للبنوك والشركات المنهارة لتوفير السيولة و اكتسابها القدرة على الإقراض مرة أخرى. (1)

4/ الآثار الاقتصادية للأزمة الأمريكية: في إطار أن الأزمة المصرفية العالمية هي زلزال القرن الواحد تنامي معدلات البطالة والعشرين ثالثاً، فقد أحدثت العديد من الآثار الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الواحد أو الاقتصاد العالمي، وتتمثل هذه الآثار في:

أولاً: إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة : لقد خلفت هذه الأزمة آثاراً جسيمة في كافة القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وأدت إلى خسائر عالية للعديد من البنوك والمؤسسات، وارتفع معدل إفلاس الشركات من عام 2008 إلى عام 2009 فقط حوالي 40%، وحصل أكثر من 116 بنك في أمريكا على دعم حكومي غير الذين أفلسوا.

ثانياً: انهيار البورصات :

شهدت البورصات العالمية وفي باقي الدول العالم تقريباً انخفاضات كبيرة، ومتعاقبة، ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى. وقدرت خسائر البورصات العالمية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4-5 تريليون دولار فيما يطلق عليه بالخسائر الورقية. **ثالثاً: تنامي معدلات البطالة:** من الآثار الهامة والمنتامية للأزمة المالية العالمية أن أرقام البطالة الحالية قد بدأت تزداد وبشكل كبير، حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم، وأولها الاقتصاد الأمريكي. ففي أحدث تقارير منظمة العمل الدولية أشارت التقديرات الأولية لآثار الأزمة على البطالة بأن حجم البطالة العالمية سيزداد بحوالي 20 مليون عاطل مع نهاية 2009.

رابعاً : تدبب أسعار الذهب والعملات :

فقد لوحظ على أسعار الذهب تغيرها صعوداً وهبوطاً أثناء الأزمة وبشكل حاد، في المقابل شهدت العملات

الدولية القابلة للتحويل تغيرات شديدة وعدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض و قد انخفض سعر الدولار عدة مرات متتالية مما اثر على باقي العملات الأخرى ومعنى ذلك خلق حالة عدم الاستقرار في أسعار الصرف كما يؤثر أيضا على التجارة الدولية .

خامسا: انخفاض أسعار البترول: ويرجع الانخفاض المتتالي لأسعار النفط إلى الأسباب التالية:

1. انسحاب المستثمرين والمضاربين.

2. صناديق التحوط والتقاعد: لجأت العديد من صناديق التحوط والتقاعد إلى بيع ما تملكه من أسهم وأصول سلعية وعلى رأس قائمتها النفط الذي كانت قد قامت بشرائه في الفترة الماضية بداية ظهور أزمة الرهن العقاري الأمريكي، و ذلك لتغطي خسائرها في الأسواق العالمية. حيث قامت بعمليات بيع زادت من نسبة المعروض من النفط عن المطلوب شراؤه مما ساهم في انخفاض أسعار النفط بشكل كبير.

3. بطء نمو الاقتصاد العالمي: أدى بطء نمو الاقتصاد العالمي إلى انخفاض الطلب على السلع الأساسية التي في مقدمتها النفط، والحديد مما ساهم في انخفاض الأسعار .

4. العرض أكبر من الطلب.

سادسا: انخفاض التجارة الدولية: أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كانت كبيرة للغاية حيث انخفضت للمرة الأولى منذ عام 1982.

سابعا: الأثر على المدخرات والمدخرين:

أثرت الأزمة سلبا على المدخرات والمدخرين حيث أدى ذلك إلى سحب المودعين ودائعهم من البنوك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك، بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحولها إلى أوراق مالية في البورصات، وبالتالي حدوث ما يسمى بالخسائر الورقية الكبيرة.

ثامنا: الأثر على معدلات النمو الاقتصادي:

تشير التوقعات لكل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى اتجاه معدلات النمو الاقتصادي في معظم دول العالم إلى الانخفاض عام 2009 وهو العام التالي للأزمة العالمية وأن الانخفاض استمر إلى 2010 و يمتد إلى 2013 .

تاسعا: الأثر على الفقر والفقراء :

تشير كافة التوقعات إلى أن مساحة الفقر والفقراء سيزداد في العالم بسبب الأزمة و يبقى التزايد خاصة إذا امتدت الأزمة إلى 2013، بالإضافة إلى احتمال يقترب من أن يكون مؤكدا يتمثل في تخفيض أو انقطاع المساعدات والمنح التي كانت تعطىها الدول المانحة إلى الدول الأكثر فقرا وهو ما يزيد من احتمال تزايد الفقر والفقراء في العالم أكثر. (2)

5/ الحلول المقترحة من دول العالم لمواجهة الأزمة المالية العالمية:

(1)(2) د عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص× ص 268-271، 317-334.

- يمكن القول أن الإجراءات التي اتخذتها دول العالم لمواجهة الأزمة العالمية تختلف في شكلها بمضمونها لا تختلف كثيرا، ونذكر منها:
- ا/بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية: من بين الإجراءات التي اتخذتها لمواجهة الأزمة ما يلي:
- 1/ضخ 700 مليار دولار لشراء الديون الهالكة.
 - 2/مساهمة الدولة في رؤوس أموال و أرباح الشركات المستفيدة من الخطة.
 - 3/منح إعفاءات ضريبية بنحو 100مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات.
 - 4/تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم واستعادة العلووات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
 - 5/عدم دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها.
 - 6/تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بـ500 ألف دولار. ومعظم هذه المعالجات فيها خروج عن الفكر الرأسمالي وفلسفته في عدم التدخل بشؤون القطاع الخاص.
- ب/بالنسبة للدول الصناعية السبع: تتكون الدول الصناعية السبع من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، وفرنسا، وألمانيا، وإيطاليا، واليابان، وكندا، وقد وضعت خطة تحرك، وهي:
- 1/منع إفلاس المصارف الكبرى.
 - 2/مواصلة العمل لاستقرار الأسواق المالية.
 - 3/إعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي.
 - 4/تحريك القروض والأسواق النقدية لتتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة.
 - 5/تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية الحالية.
- ج/بالنسبة لدول منطقة اليورو: تبنى قادة مجموعة اليورو خطة انقاذ مالي تعتمد على:
- 1/تأميم جزئي للمؤسسات المالية المتضررة.
 - 2/ضخ أموال عامة في المصارف المتضررة.
 - 3/ضمان الودائع.
 - 4/ضمان القروض بين المصارف، وإمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها.
 - 5/المساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن المصارف لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات الإقراض بين المصارف.(3)

(3) د محمد عبد الوهاب العزوي، مرجع سابق، ص63-64.

خلاصة الفصل:

إن إستراتيجية دخول المستثمر إلى البورصة للاستثمار يتطلب دراية وخبرة واسعة من أجل أن يتخذ قراراته السليمة للاستثمار مفضلا في ذلك استخدام إما طريقة التحليل الأساسي للأسهم، والذي يتطلب في بادئ الأمر دراسة واسعة من ناحية ظروف الاقتصاد، وظروف الصناعة، وظروف المنشأة للوصول أخيرا إلى تقييم أسهمها واتخاذ القرار الاستثماري فيها، وإما أن يستخدم طريقة التحليل الفني للأسهم وذلك من خلال تتبع حركة أسعارها في الماضي صعودا ونزولا لاكتشاف نقط تحركها هذا ما يثير فينا محاولة معرفة أدوات هذا التحليل، وكيفية استخدامها، وتحليلها محاولين في النهاية الوصول إلى معرفة أي من الأسلوبين أفضل التحليل الفني أم التحليل الأساسي.

الفصل الرابع

دراسة حالة بعض الشركات العاملة في سوق الأسهم السعودي

مقدمة الفصل الرابع:

أنشئت في المملكة السعودية سوق لتداول الأوراق المالية، سميت السوق المالية السعودية، على أن تكون الجهة الوحيدة المصرح بها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، تتمثل هذه الأوراق المتداولة في:

أ- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

ب- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات، أو الحكومة، أو الهيئات العامة، أو المؤسسات العامة.

ج- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

د- أي أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة، وأي حقوق في توزيع الأصول أو احدهما.

هـ- أي حقوق أخرى، أو أدوات يرى مجلس السوق شمولها واعتمادها كأوراق مالية تحقيقاً لسلامة السوق أو لحماية المستثمرين.

و لا تعد أوراقا مالية الأوراق التجارية كالشيكات، والكمبيالات، والسندات لأمر، وكذلك الإعتمادات المستندية، والحوالات النقدية، والأدوات التي تتداولها البنوك حصراً فيما بينها.

كما يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عملية، و تثبت بموجب قيود تدون في سجلات السوق.

1-الصفة النظامية للسوق:

أما فيما يخص صفة السوق النظامية، فالسوق عبارة عن شركة مساهمة موكله بأهداف تتمثل أهمها في:
 أ-التأكد من عدالة متطلبات الإدراج، وكفايتها، وشفافيتها، وقواعد التداول وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المدرجة في السوق.

ب- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمفاضة، من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.

ج- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها.

د- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء، من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال، والأوراق المودعة لدى شركات الوساطة.

2- مجلس إدارة السوق:

أما فيما يخص الإدارة المكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية، يختارون من بينهم رئيسا للمجلس، ونائبا للرئيس.

3-هيئة السوق المالية:

ترتبط هذه الهيئة مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي

والإداري وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها، وتتمتع بالإعفاءات، والتسهيلات التي تتمتع بها المؤسسات العامة، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يلي:

أ- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
 ب- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.

ج- تنظيم ومراقبة أعمال، ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

د- حماية المواطنين، والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تتطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب.

هـ- العمل على تحقيق العدالة، والكفاية، والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

و- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

ز- تنظيم طلبات التوكيل، والشراء، والعروض العامة للأسهم.

4- تطبيق الشموع اليابانية على أداء أسهم الشركات: ومن بين أهم الشركات المتعاملة في هذا السوق

نذكر منها:

1/- شركة إسمنت ينبع.

2/- البنك الوطني العربي.

3/- شركة الراجحي المصرفية للاستثمار.

4/- لشركة الكيمائية السعودية. (1)

4-1 شركة إسمنت ينبع:

تأسست بموجب المرسوم الملكي رقم م / 10 في 1397/03/24 هـ الموافق لـ 1976/03/18 قدره 700 مليون ريال، ثم تم زيادة رأس المال إلى 1050 مليون ريال، مقسم إلى 21 مليون سهم، وهي مختصة في: إنتاج الإسمنت البورتلاندي العادي، والإسمنت المقاوم رأس المال المصرح به 1.050.000.000 ريال عدد الأسهم المصدرة 105.000.000 سهم متوسط سعر التداول 92,72 ريال رأس المال المدفوع 1.050.000.000 ريال، القيمة الاسمية للسهم 10 ريال، القيمة المدفوعة للسهم 10 ريال. (2) جدول رقم (4-1): ملخص أداء سهم شركة اسمنت ينبع.

| القيمة | الصفقات | الكمية المتداولة | الأدنى | الأعلى | التغير | إفغال سابق | إفغال | تاريخ |
|------------|---------|------------------|--------|--------|--------|------------|-------|-----------|
| 1,710,827 | 46 | 37167 | 45.90 | 46.20 | ▲ 0.4 | 45.50 | 45.90 | 5/4/2011 |
| 4,195,442 | 101 | 92072 | 45.00 | 46.00 | ▲ 0.2 | 45.30 | 45.50 | 5/3/2011 |
| 5,950,601 | 102 | 132598 | 44.50 | 45.30 | ▲ 0.7 | 44.60 | 45.30 | 5/2/2011 |
| 1,995,820 | 48 | 44739 | 44.50 | 44.80 | ▲ 0.1 | 44.50 | 44.60 | 5/1/2011 |
| 2,345,188 | 80 | 52431 | 44.50 | 45.00 | ▼ -0.2 | 44.70 | 44.50 | 4/30/2011 |
| 1,902,568 | 62 | 42491 | 44.60 | 45.00 | ▼ -0.1 | 44.80 | 44.70 | 4/27/2011 |
| 6,841,776 | 144 | 153663 | 44.20 | 44.80 | ▲ 0.4 | 44.40 | 44.80 | 4/26/2011 |
| 18,726,198 | 200 | 424665 | 43.90 | 44.60 | ▼ -0.1 | 44.50 | 44.40 | 4/25/2011 |
| 2,415,664 | 90 | 54268 | 44.10 | 44.90 | ▲ 0.2 | 44.30 | 44.50 | 4/24/2011 |
| 9,259,514 | 188 | 207250 | 44.00 | 45.30 | ▲ 0.2 | 44.10 | 44.30 | 4/23/2011 |
| 629,837 | 30 | 14206 | 44.10 | 44.60 | 0 | 44.10 | 44.10 | 4/20/2011 |
| 754,822 | 40 | 17052 | 44.00 | 44.70 | ▼ -0.1 | 44.20 | 44.10 | 4/19/2011 |
| 2,056,604 | 106 | 46230 | 43.50 | 45.10 | 0 | 44.20 | 44.20 | 4/18/2011 |
| 816,505 | 20 | 18429 | 44.20 | 44.40 | ▼ -0.2 | 44.40 | 44.20 | 4/17/2011 |
| 2,073,948 | 85 | 46807 | 43.90 | 44.50 | ▲ 0.5 | 43.90 | 44.40 | 4/16/2011 |
| 2,815,803 | 118 | 64380 | 43.50 | 44.10 | ▼ -0.6 | 44.50 | 43.90 | 4/13/2011 |
| 1,015,898 | 32 | 22925 | 44.10 | 44.50 | 0 | 44.50 | 44.50 | 4/12/2011 |
| 929,137 | 38 | 20886 | 44.40 | 44.70 | ▼ -0.3 | 44.80 | 44.50 | 4/11/2011 |
| 2,458,172 | 104 | 54859 | 44.70 | 45.00 | ▼ -1.1 | 45.90 | 44.80 | 4/10/2011 |
| 1,096,790 | 29 | 23925 | 45.70 | 45.90 | ▲ 0.3 | 45.60 | 45.90 | 4/9/2011 |
| 743,480 | 36 | 16405 | 45.00 | 45.60 | ▲ 0.3 | 45.30 | 45.60 | 4/6/2011 |
| 1,621,178 | 51 | 35779 | 45.10 | 46.00 | 0 | 45.30 | 45.30 | 4/5/2011 |
| 1,534,362 | 70 | 33909 | 45.10 | 45.50 | ▼ -0.4 | 45.70 | 45.30 | 4/4/2011 |

Source:[www.asmainfo.com/charts]

(1)(2) أ. مناع فاتح، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تحت عنوان دور أدوات التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة-السوق المالية السعودية-، جامعة منتوري قسنطينة، 2007/2008، ص×ص 130-132، 140.

شكل رقم (4-1): الرسم البياني لأسعار الافتتاح، والإغلاق، وأعلى سعر، وأدنى سعر لأسهم شركة اسمنت ينبع.



Source:[www.asmainfo.com/charts]

التحليل:

ظهور ثلاثة شمعات بيض، و كل شمعة لها إغلاق أعلى من إغلاق الشمعة السابقة لها، فإذا اجتمعت هذه الشموع الثلاث يتشكل نموذج يسمى بنموذج الجنود البيض الثلاث. حيث يعطينا هذا النموذج فكرة مستقبلية عن اتجاه التداول، تتمثل في انعكاس الاتجاه لفترة زمنية قصيرة ثم تسود حالة من الثبات بالنسبة للأسعار، وهذا ما نجده فعلا في الجدول. ففي 2011/04/05 كان سعر

السهم عند مستوى 45.30 ريال، وفي اليوم التالي 06/04/2011 كان السعر 45.60 ريال، وفي 09/04/2011 وصل الى 45.90 ريال.

4-2- البنك العربي الوطني:

بدأ كفرع للبنك العربي المحدود، ثم تحول إلى البنك العربي الوطني بشراكة سعودية، تأسس في 1979/06/3 راس المال المصرح به 3.250.000.000 ريال، عدد الأسهم المصدرة 3.250.000.000 سهم، رأس المال المدفوع 3.250.000.000 ريال، القيمة الاسمية للسهم 10 ريال، القيمة المدفوعة للسهم 10 ريال. (1)

جدول رقم (4-2): ملخص عن أداء سهم البنك العربي الوطني.

ملخص أداء السهم

| تاريخ | إفغال | إفغال سابق | التغير | الأعلى | الأدنى | الكمية المتداولة | الصفقات | القيمة |
|-----------|-------|------------|--------|--------|--------|------------------|---------|------------|
| 5/4/2011 | 33.10 | 33.20 | -0.1 | 33.20 | 33.00 | 80067 | 59 | 2,645,345 |
| 5/3/2011 | 33.20 | 33.20 | 0 | 33.30 | 33.00 | 117556 | 63 | 3,894,603 |
| 5/2/2011 | 33.20 | 33.10 | 0.1 | 33.20 | 33.20 | 49134 | 35 | 1,631,166 |
| 5/1/2011 | 33.10 | 33.40 | -0.3 | 33.40 | 33.00 | 80722 | 77 | 2,691,096 |
| 4/30/2011 | 33.40 | 33.30 | 0.1 | 33.40 | 33.20 | 264338 | 74 | 8,797,387 |
| 4/27/2011 | 33.30 | 33.20 | 0.1 | 33.30 | 33.00 | 277215 | 91 | 9,208,989 |
| 4/26/2011 | 33.20 | 33.40 | -0.2 | 33.50 | 33.20 | 173290 | 119 | 5,793,309 |
| 4/25/2011 | 33.40 | 33.00 | 0.4 | 33.50 | 33.00 | 493270 | 186 | 16,459,487 |
| 4/24/2011 | 33.00 | 32.90 | 0.1 | 33.00 | 32.70 | 85932 | 53 | 2,827,641 |
| 4/23/2011 | 32.90 | 32.60 | 0.3 | 32.90 | 32.60 | 27288 | 44 | 896,302 |
| 4/20/2011 | 32.60 | 33.00 | -0.4 | 33.00 | 32.00 | 106808 | 149 | 3,465,656 |
| 4/19/2011 | 33.00 | 33.00 | 0 | 33.00 | 32.60 | 48752 | 51 | 1,596,198 |
| 4/18/2011 | 33.00 | 33.00 | 0 | 33.00 | 32.60 | 79771 | 73 | 2,625,473 |
| 4/17/2011 | 33.00 | 33.00 | 0 | 33.10 | 32.90 | 99430 | 107 | 3,287,227 |
| 4/16/2011 | 33.00 | 33.50 | -0.5 | 33.60 | 33.00 | 149133 | 138 | 4,963,365 |
| 4/13/2011 | 33.50 | 33.80 | -0.3 | 33.60 | 33.30 | 50887 | 99 | 1,703,488 |
| 4/12/2011 | 33.80 | 34.30 | -0.5 | 34.30 | 33.80 | 166286 | 179 | 5,664,234 |
| 4/11/2011 | 34.30 | 34.90 | -0.6 | 34.80 | 34.00 | 193839 | 184 | 6,650,925 |
| 4/10/2011 | 34.90 | 34.80 | 0.1 | 35.00 | 34.80 | 391434 | 128 | 13,665,480 |
| 4/9/2011 | 34.80 | 34.60 | 0.2 | 35.00 | 34.70 | 342470 | 172 | 11,927,943 |
| 4/6/2011 | 34.60 | 34.50 | 0.1 | 34.70 | 34.40 | 86026 | 82 | 2,974,068 |
| 4/5/2011 | 34.50 | 34.50 | 0 | 34.80 | 34.40 | 94260 | 79 | 3,258,290 |
| 4/4/2011 | 34.50 | 34.80 | -0.3 | 34.80 | 34.50 | 80638 | 69 | 2,794,129 |

Source:[www.asmainfo.com/charts]

شكل رقم (4-2): الرسم البياني لأسعار الافتتاح، والإغلاق، وأعلى سعر، وأدنى سعر لأسهم الشركة.

البنك العربي الوطني (ARNB)

الأربعاء-04، مايو-2011

التغير: -0.10 (-0.30 %) الكمية المتداولة: 80067 آخر: 33.00 الأمتى: 33.20 الأعلى: 33.20 الافتتاح: 33.20 السابق:



المركز الشرقي للاستشارات ©

Source:[www.asmainfo.com/charts]

التحليل:

نلاحظ من الشكل ظهور شمعة دوجي، وهي تدل على حدوث كمية بيع كبيرة أدت إلى هبوط هذا السهم إلى هذا الحد، ولكن المشترين اشتروا كمية كبيرة من السهم، مما أدى إلى عودته مرة أخرى إلى سعر الافتتاح، يعني هذه الشمعة تدل على ضعف التعامل، و لكن المشترين مسيطرين.

4-3- شركة الراجحي المصرفية للاستثمار:

تأسست بتاريخ 1407/10/26 الموافق لـ 1976/01/03، 750 مليون ريال، وقد حلت محل

شركة صالح عبد العزيز الراجحي وإخوانه، رأس المال المصرح به 6.750.000.000 ريال، عدد الأسهم المصدرة 675.000.000 سهم، رأس المال المدفوع 6.750.000.000 ريال، القيمة الاسمية للسهم 10 ريال، القيمة المدفوعة للسهم 10 ريال.(2)

جدول رقم(4-3): ملخص أداء سهم شركة الراجحي المصرفية.

| القيمة | الصفقات | الكمية المتداولة | الأدنى | الأعلى | التغير | إفغال سابق | إفغال | تاريخ |
|-------------|---------|------------------|--------|--------|---------|------------|-------|-----------|
| 88,953,770 | 942 | 1169757 | 75.75 | 76.50 | ▼ -0.75 | 76.50 | 75.75 | 5/4/2011 |
| 43,995,756 | 704 | 574482 | 76.25 | 77.00 | ▼ -0.25 | 76.75 | 76.50 | 5/3/2011 |
| 47,876,108 | 643 | 623363 | 76.50 | 77.00 | ▲ 0.25 | 76.50 | 76.75 | 5/2/2011 |
| 80,103,132 | 684 | 1043781 | 76.50 | 77.00 | ▼ -0.25 | 76.75 | 76.50 | 5/1/2011 |
| 55,954,752 | 702 | 724794 | 76.75 | 77.50 | ▼ -0.5 | 77.25 | 76.75 | 4/30/2011 |
| 90,341,959 | 932 | 1171795 | 76.75 | 77.50 | ▲ 0.25 | 77.00 | 77.25 | 4/27/2011 |
| 64,101,030 | 779 | 832444 | 76.75 | 77.25 | 0 | 77.00 | 77.00 | 4/26/2011 |
| 164,060,119 | 1,536 | 2137634 | 75.75 | 77.25 | ▲ 1 | 76.00 | 77.00 | 4/25/2011 |
| 131,205,185 | 1,143 | 1723845 | 75.75 | 76.50 | 0 | 76.00 | 76.00 | 4/24/2011 |
| 116,737,351 | 1,245 | 1547829 | 74.50 | 76.25 | ▲ 0.75 | 75.25 | 76.00 | 4/23/2011 |
| 84,946,634 | 1,097 | 1133005 | 74.25 | 75.50 | ▲ 0.75 | 74.50 | 75.25 | 4/20/2011 |
| 128,157,114 | 1,492 | 1718335 | 73.75 | 76.00 | ▼ -1 | 75.50 | 74.50 | 4/19/2011 |
| 165,197,056 | 1,016 | 2188365 | 75.00 | 75.75 | ▲ 0.25 | 75.25 | 75.50 | 4/18/2011 |
| 86,540,844 | 988 | 1144268 | 75.00 | 76.00 | ▼ -0.5 | 75.75 | 75.25 | 4/17/2011 |
| 69,776,869 | 814 | 918385 | 75.75 | 76.25 | ▼ -0.5 | 76.25 | 75.75 | 4/16/2011 |
| 69,688,328 | 924 | 920770 | 75.25 | 76.25 | ▲ 0.25 | 76.00 | 76.25 | 4/13/2011 |
| 67,490,643 | 890 | 885469 | 75.75 | 76.50 | 0 | 76.00 | 76.00 | 4/12/2011 |
| 84,097,399 | 1,055 | 1104144 | 75.75 | 76.50 | ▼ -0.25 | 76.25 | 76.00 | 4/11/2011 |
| 283,020,891 | 2,553 | 3729490 | 75.00 | 77.25 | ▼ -1 | 77.25 | 76.25 | 4/10/2011 |
| 103,019,650 | 1,009 | 1333912 | 77.00 | 77.50 | ▲ 0.5 | 76.75 | 77.25 | 4/9/2011 |
| 82,825,560 | 985 | 1077626 | 76.50 | 77.25 | 0 | 76.75 | 76.75 | 4/6/2011 |
| 215,958,599 | 1,470 | 2795874 | 76.75 | 77.75 | ▼ -0.5 | 77.25 | 76.75 | 4/5/2011 |
| 132,322,475 | 1,167 | 1715671 | 76.50 | 77.50 | ▲ 0.5 | 76.75 | 77.25 | 4/4/2011 |

Source:[www.asmainfo.com/charts]

شكل رقم(4-3): الرسم البياني لسعر الافتتاح و الإغلاق و أعلى سعر و أدنى سعر.

الأربعاء-04، مايو-2011
 (RJHI) مصرف الراجحي
 التغيير: -0.75 (-0.98 %) الكمية المتداوله: 1169757 آخر: 75.75 الأنى: 76.50 الأعلى: 76.50 الافتتاح: 76.50 السابق



المركز الشرقي للاستشارات ©

Source:[www.asmainfo.com/charts]

التحليل:

عند تشكل نموذج Shootig Star فهذا دليل على انعكاس محتمل في اتجاه التداول، وهذه الشمعة تتكون عندما تفتح بفجوة إلى أعلى عند الافتتاح، وتكون في ارتفاع أثناء جلسة التداول. والشمعة الناتجة يكون لها ظل علوي طويل، وجسم حقيقي صغير، فالظل العلوي الطويل يدل على أن المشتريين سيطروا أثناء الجلسة ودفعوا الأسعار إلى أعلى، وبصورة عامة البائعون تأخروا في دفع الأسعار إلى أسفل من أعلى سعر لها، وهذا النموذج يمثل عملية انعكاس متشائمة للاتجاه، وهو ما حدث بالفعل من خلال الجدول

نجد أن نموذج ظهر بتاريخ 2011/04/10، وفي اليوم الموالي مباشرة انخفضت الأسعار من 76.25 إلى 76.00.

4-4- الشركة الكيمائية السعودية:

تعتبر الشركة الكيمائية السعودية الشركة الرائدة في مجال صناعة المتفجرات المدنية، و تمتلك لهذا الغرض ثلاثة مصانع في كلا من الرياض، و جدة، و المنطقة الشرقية، و مستودعات توزيع بالمنطقة الجنوبية أبها تمتد السوق المحلي بالمواد الضرورية، و المساندة لجميع عمليات التفجير المدني إضافة للتصدير لجميع الدول الخليجية، و العربية الشقيقة، و الدول الصديقة. و تنتج الشركة المواد التالية:

1_ بريلكس 2_ كيمو لكس 3_ كبسولات السانيل. و تحظى هذه المنتجات بالثقة الكبيرة نسبة لحصولها على شهادة الجودة العالمية أيزو 2000/9000، و للشركة مشاركات فاعلة في أغلب مشاريع البنية التحتية التي نفذت بالمملكة مثل: الطرق، و المطارات، و الجسور، و الإنفاق، و مشاريع التعدين، و المحاجر، و الخنادق و المساطب، و تسوية الأراضي، و هدم المباني، و الآبار المائية. و للشركة تطلعات نحو مستقبل أفضل حيث تنوي الدخول في المجالات العسكرية، و ذلك بوضع اللبنة الأولى المتمثلة بإنشاء قاعدة صناعية متخصصة في المجالات العسكرية. بالإضافة إلى شراء الشركة 99% من أسهم الشركة السعودية العالمية للتجارة المحدودة (سيتكو)، و التي تعد من كبريات شركات تجارة الأدوية، و المستحضرات، و المحاليل الطبية، و ذلك لتوسيع نشاطها، و تنوع خدماتها خدمة للاقتصاد الوطني، و لوجود شركة عملاقة تحظى بثقة القطاعين العام و الخاص. رأس المال المصرح به هو 632.400.000 ريال، عدد الأسهم المصدرة 63.240.000 ريال، متوسط سعر التداول 74.8 ريال رأس المال المدفوع 632.400.000 ريال، القيمة الاسمية للسهم 10 ريال، القيمة المدفوعة للسهم 10 ريال. (3)

جدول رقم (4-4): ملخص أداء سهم الشركة الكيمائية السعودية.

| تاريخ | إفغال | إفغال سابق | التغير | الأعلى | الأدنى | الكمية المتداولة | الصفقات | القيمة |
|-----------|-------|------------|--------|--------|--------|------------------|---------|------------|
| 5/4/2011 | 49.40 | 48.50 | 0.9 | 49.90 | 49.20 | 1652062 | 940 | 81,786,440 |
| 5/3/2011 | 48.50 | 48.50 | 0 | 48.80 | 48.20 | 406553 | 239 | 19,745,597 |
| 5/2/2011 | 48.50 | 47.60 | 0.9 | 48.60 | 47.60 | 971442 | 439 | 46,786,648 |
| 5/1/2011 | 47.60 | 47.50 | 0.1 | 47.60 | 47.30 | 268750 | 169 | 12,756,310 |
| 4/30/2011 | 47.50 | 47.60 | -0.1 | 47.60 | 47.40 | 261097 | 193 | 12,406,399 |
| 4/27/2011 | 47.60 | 47.60 | 0 | 47.80 | 47.40 | 345407 | 217 | 16,430,655 |
| 4/26/2011 | 47.60 | 47.70 | -0.1 | 47.60 | 47.30 | 188041 | 171 | 8,922,378 |
| 4/25/2011 | 47.70 | 48.00 | -0.3 | 47.70 | 47.10 | 453107 | 359 | 21,488,562 |
| 4/24/2011 | 48.00 | 47.90 | 0.1 | 48.00 | 47.60 | 592169 | 300 | 28,357,595 |
| 4/23/2011 | 47.90 | 47.00 | 0.9 | 48.00 | 47.10 | 657681 | 361 | 31,372,727 |
| 4/20/2011 | 47.00 | 46.50 | 0.5 | 47.10 | 46.30 | 433949 | 271 | 20,263,930 |
| 4/19/2011 | 46.50 | 47.00 | -0.5 | 47.00 | 45.80 | 651041 | 384 | 30,156,823 |
| 4/18/2011 | 47.00 | 46.30 | 0.7 | 47.10 | 46.10 | 582159 | 420 | 27,074,555 |
| 4/17/2011 | 46.30 | 45.50 | 0.8 | 46.80 | 45.40 | 1127809 | 780 | 51,896,781 |
| 4/16/2011 | 45.50 | 45.20 | 0.3 | 45.70 | 44.90 | 1200137 | 573 | 54,192,025 |
| 4/13/2011 | 45.20 | 44.30 | 0.9 | 45.70 | 44.90 | 1618194 | 819 | 73,126,196 |
| 4/12/2011 | 44.30 | 44.50 | -0.2 | 44.50 | 44.00 | 156202 | 186 | 6,920,827 |
| 4/11/2011 | 44.50 | 44.70 | -0.2 | 44.70 | 44.30 | 313951 | 229 | 13,943,847 |
| 4/10/2011 | 44.70 | 45.00 | -0.3 | 45.00 | 44.60 | 326726 | 307 | 14,639,414 |

| | | | | | | | | |
|------------|-----|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|
| 18,250,159 | 285 | 405688 | 44.80 | 45.10 | ▲ 0.3 | 44.70 | 45.00 | 4/9/2011 |
| 17,010,764 | 356 | 384071 | 43.20 | 44.80 | ▲ 0.9 | 43.80 | 44.70 | 4/6/2011 |
| 21,936,008 | 415 | 503980 | 42.90 | 44.10 | ▼ -0.5 | 44.30 | 43.80 | 4/5/2011 |
| 16,037,599 | 294 | 361120 | 44.00 | 44.90 | ▼ -0.4 | 44.70 | 44.30 | 4/4/2011 |

Source:[www.asmainfo.com/charts]

شكل رقم(4-4): الرسم البياني لسعر الافتتاح، و الإغلاق، و أعلى سعر، و أدنى سعر.

الأربعاء-04، مايو-2011
 (SCCO) الشركة الكيميائية السعودية
 التغيير: 0.90(+1.86 %) الكمية المتداولة: 1652062 آخر: 49.20 الأضنى: 49.90 الأعلى: 49.30 الافتتاح: 48.50 السابق



المركز الشرقي للاستشارات ©

Source:[www.asmainfo.com/charts]

التحليل:

الشموع اليابانية ذات الجسم الصغير، والظل العلوي الطويل، والظل السفلي الطويل تسمى Pinning Tops، وهذا النموذج يمثل عملية حيرة، وتردد، والجسم الصغير يبين عملية تحرك بسيطة، من الافتتاح إلى الإغلاق.

غير أن ظهور شمعتين سوداويتين لهما جسم حقيقي طويل، ووجود فجوة بينهما، وظهور شمعة ثالثة تملأ الفجوة الموجودة بين الشمعتين الأولى، والثانية هذا دليل على تشكل نموذج: Downside gap Three Methods، وهذا يعني أنه من المتوقع انعكاس الاتجاه من الاتجاه المتصاعد إلى اتجاه نازل، والاستمرار في النزول إلى حين ظهور نموذج انعكاسي متفائل، وهذا ما حدث بالفعل، فلو تتبعنا في الجدول أعلاه سنلاحظ أن النموذج بدأ في التشكل خلال الفترة ما بين 2011/4/4 إلى غاية 2011/4/6.

خلاصة الفصل:

يتصرف المستثمر من أجل الاستثمار في الأسهم أو الأوراق المالية بشكل عام إلى استخدام أسلوبين من التحليل اللذان يؤهلانه إلى اتخاذ القرار الاستثماري فيها، ويتمثل هذين الأسلوبين في التحليل الفني والتحليل الأساسي اللذان يختلفان من حيث المعلومات التي يستند عليها لبناء القرارات الاستثمارية، وقد اعتمدنا في هذا الفصل على التحليل الفني، والذي هو عبارة عن تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي صعوداً ونزولاً، ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف نمط لتلك الحركة، والذي يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل. وبالفعل فمن خلال تحليلنا لأسهم الشركات محل الدراسة في السوق المالية السعودية تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن تقنيات التحليل الفني، وخاصة منها الشموع اليابانية مكنتنا من معرفة التوقيت المناسب، والإشارات التي تدل على البيع، والشراء، وهذه الإشارات تظهر قبل الحدث بفترات قصيرة حيث أنه من خلال معرفة هذه الإشارات نستطيع اختيار التوقيت السليم للعمليات، وبالتالي تحقيق الربح.

خاتمة علمة

خاتمة عامة

إن لأسواق الأوراق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية، فهي عبارة عن الجهاز الذي يتم بواسطته ضم المدخرات المجمعّة من الأعوان الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الأعوان الاقتصادية ذات العجز المالي. ويرجع ظهور أسواق الأوراق المالية بالضبط مع ظهور الثورة الصناعية وتطور المشاريع، وكثرة الاحتياجات لرؤوس الأموال، حيث أصبحت منذ ذلك التاريخ تختص بعملية تداول الأوراق المالية، وذلك بتوجيه الأموال نحو الشركات الناجعة بهدف خلق رؤوس أموال جديدة للاستثمار فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين و بين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم، إذن فالبورصة هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين في مواعيد محددة بين المتعاملين.

و نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية، فإننا نجد أن هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها وكذا المتدخلين في هذه السوق، فنجد فيها: السوق الأول والثاني والثالث والرابع، ومعيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات، حيث نجد: السوق النقدية التي تخص الآجال القصيرة، وسوق رؤوس الأموال التي تتضمن الآجال الطويلة، أما المعيار الثالث للتقسيم فيرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق حيث نجد: بورصة السلع، أسواق الأوراق المالية، أسواق القروض.

و هناك تصنيفات عديدة لأدوات الاستثمار المالي، فالمستثمر لا يقتصر على الأسهم والسندات فقط بل هناك أدوات استثمارية أخرى، فهي إما أن تكون عبارة عن أدوات دين وتضم شهادات الإيداع، والأوراق التجارية... الخ، أو أدوات ملكية كالأسهم العادية والأسهم الممتازة، أو من حيث الأجل وتصنف إلى أدوات مالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم و السندات، أو من حيث الدخل (ذات الدخل الثابت و الدخل المتغير). وهذه الأدوات يضعها المستثمر في محفظة وهي عبارة عن أداة مركبة من أصلين أو أكثر، و تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها، ومن بين الأساليب المتبعة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية هي سياسة التنويع، وذلك من خلال اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر، ومما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها، فعلى مدير المحفظة هنا أن يتبنى السياسة المتوازنة والتي تكون قاعدتها الأساسية هي تركيب تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة بجانب أدوات استثمار طويلة الأجل، وهذا يتيح للمدير انتهاج سياسة مرنة وفقا لنقلبات أسعار أدوات

الاستثمار من جانب و أسعار الفائدة من جانب آخر. و يفترض في متخذ القرار الاستثماري أن يضع خطة واضحة ودقيقة، وذلك من خلال إتباعه جملة من السياسات والمبادئ.

ومن خلال دراستنا السابقة توصلنا إلى بعض النتائج أهمها:

- ❖ تمثل سوق الأوراق المالية(البورصة) موقعا لشراء و بيع الأوراق المالية، وهي مؤسسة وساطة مالية تمارس دورا في ربط وحدات العجز بوحدات الفائض في الاقتصاد.
 - ❖ تقوم البورصة على تحقيق النفع الفوري والجماعي، ففشلها يؤدي إلى خسارة جل المتعاملين مما يؤثر سلبا على الاقتصاد، لهذا فتوفر الشفافية في المعاملات والمعلومات شرط أساسي وضرورة حتمية لتحفيز المستثمر على الدخول للبورصة .
 - ❖ تتيح الفرصة للعائلات والمدخرين لتنويع وظائفهم، والحصول على عوائد إضافية، ولا يكون هذا إلا من خلال التسيير الحسن للمحافظ المالية، فتكوين محفظة أوراق مالية متنوعة يقلل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار المالي .
 - ❖ توفر البورصة التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية، وخاصة للمشاريع التي تكون في بداية تأسيسها فهي تكون بحاجة للتمويل اللازم، فالبورصة تعتبر المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل من خلال إصدارها للأسهم، أو سندات، أو منتجات استثمارية أخرى.
 - ❖ إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات.حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، مما يستوجب عليها إجراء تعديلات في سياستها لأجل تحسين مركزها.
- من خلال النتائج المتوصل إليها عند دراستنا لهذا الموضوع يمكن الخروج بالتوصيات التالية:
- ❖ نشر الثقافة الاستثمارية المالية والإعلام المالي بين الأفراد، والتعريف بنشاط السوق وفرص الاستثمار وهذا بمختلف وسائل الإعلام المكتوبة والمسموعة، وهذا لخلق الوعي البورصي لدفع المواطنين لاستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية.
 - ❖ أن يكون المستثمر على دراية تامة بجميع الأدوات، والوسائل، والاستراتيجيات اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية.
 - ❖ الاستثمار في الأوراق المالية يحتمل الربح والخسارة، لذلك فعلى المستثمر ألا يتأثر كثيرا بالخسائر بل يجب عليه البحث عن وسيلة أخرى لتعوضه عن تلك الخسارة.
 - ❖ تحسين التسيير عن طريق توظيف أشخاص ذوي خبرة في الميدان.
 - ❖ أن يخصص المستثمر الأموال الفائضة للاستثمار في الأوراق المالية، لأن استخدام أموال وهو في حاجة إليها ستوقعه في مشاكل نتيجة الحاجة إلى السيولة، و ذلك عند بيعه لأوراق في أوقات غير مناسبة.

- ❖ على المستثمر أن يقوم بتتويع محفظته الاستثمارية، وألا يقتصر على نوع واحد من الأوراق المالية حتى لا يفوت عليه فرص الربح .
- ❖ على المستثمر أن يضع خطة واضحة و دقيقة، وذلك من خلال إتباعه جملة من السياسات والمبادئ.
- ❖ توفير الشفافية المطلوبة والمعلومات الضرورية لكل المستثمرين.

في الختام نحمد الله ونسأله التوفيق.

قائمة المراجع:

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

-الكتب:

- 1- د أرشد فؤاد التميمي، وآخرون، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1 عمان، 2004.
- 2- د جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزء 1، الجزائر، 2002.
- 3- د جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزء الثالث، الطبعة 1 2002.
- 4- د حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة 1 الأردن، 2001.
- 5- د حسني علي خربوش وآخرون ، الأسواق المالية (مفاهيم و تطبيقات)، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2010.
- 6- د زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة 3، عمان 2005.
- 7- د طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، 2007.
- 8 - د عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006-2007.
- 9- د عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، جامعة الإسكندرية، 2003-2004.
- 10- د عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة 1، الأردن 2008.
- 11- د عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 12- د عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ،طرابلس، 1998.
- 13- د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.
- 14- د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية 1999.
- 15- د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات)، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2008.
- 16- د محمد مطر وآخرون ،إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان

2005.

17- د محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، 2007.

18- د محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 1997.

19- د محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002/2001.

20- محمد صالح الحناوي وآخرون، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

21- د محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

22- د محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2010.

23- د محمد عبد الوهاب العزاوي وآخرون، الأزمات المالية (قديمها وحديثها) - أسبابها ونتائجها - والدروس المستفادة)، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2010.

24- د هوشيمار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان 2009.

25- د فيصل محمود الشوارورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر و التوزيع ، الطبعة 1، الأردن، 2008.

- المذكرات و الأطروحات:

26- مناع فاتح، دور أدوات التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة-السوق المالية السعودية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008.

المراجع باللغة الفرنسية:

مواقع الإنترنت:

<http://ar.wikipedia.org/wiki/>

<http://www.borsaat.com/vb/t182641.html>

www.asmainfo.com/charts