

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة البويرة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر
في العلوم الاقتصادية تخصص : اقتصاديات المالية و البنوك

إشراف الأستاذ:
- آيت عكاش سمير

إعداد الطالبة:
- زيان سعاد

لجنة المناقشة:

- الأستاذة: شكري معمر سعاد ... رئيسة
- الأستاذ: آيت عكاش سمير مشرفا
- الأستاذ: جلال محمد..... مناقشا

السنة الجامعية: 2014-2015

شکر

شكر شكر

قال رسول الله: (صلى الله عليه وسلم):

"من اصطنع إليكم معروفا فجازوه فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له

حتى تعلموا أنكم قد شكرتم فإن الشاكر يحب الشاكرين"

فالحمد لله حمدا كثيرا ونشكره شكرا جزيلا الذي كان فضله وعطاؤه كريما نحمده

لأنه سهل لنا المبتغى وأعاننا على إتمام هذا العمل وذلّل لنا الصعاب

و هون لنا المتاعب.

ومن هناك لا يسعنا إلا أن نتقدم بخالص تشكراتنا:

للأستاذ "آيت عكاش سمير" الذي تفضل بالإشراف على هذه المذكرة والذي أحاطنا

بكل الاهتمام فلم يجرمنا وقته ولا جهده حفظه الله.

ولا نسى أن نتقدم بجزيل الشكر وعظيم التقدير إلى كل أساتذتنا الذين درسونا

بقسم العلوم الاقتصادية، كما نشكر طاقم مكتبة العلوم

الاقتصادية على تزويدنا بالكتب، وفي الأخير نشكر كل من كانت له يد المساعد

في هذا العمل سواء كان من قريب أو بعيد.

الأهداء

الإهداء

الحمد لله والصلاة والسلام على أشرف خلق الله سيدنا

وحبيبنا محمد صلى الله عليه وسلم

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

من كان حبه واهتمامه قوام عزيمتي، إلى ضياء حياتي أبي الغالي حفظه الله

ومنبع الحنان ورمز العطاء، إلى نور طريقي ومنبع طموحي أُمِّي الحبيبة حفظها الله

إلى كل إخوتي: نبيل، إبراهيم، زين الدين، وإلى أختي العزيزة: شيماء

وإلى كل العائلة الكريمة من كبيرهم إلى صغيرهم

كما أهدي هذا العمل إلى ورفيقات دربي صديقاتي: مريم، خليدة، زهرة، عبير،

ساجية، نجاة، نسيم، أمينة، سعدية، ريم، سارة، أميرة، لوزة، مريم.

إلى كل من يحبهم قلبي ولم يذكرهم قلبي و لساني، فالعمل كله لكم و إلى كل من

تسكنه روح العلم و المعرفة.

سعاد

فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات	
الصفحة	الموضوع
-	شكر
-	الإهداء
I - VI	فهرس المحتويات
IX - VI	فهرس الجداول
VI - XI	فهرس الأشكال
أ - و	مقدمة
01	الفصل الأول: مدخل إلى أسواق الأوراق المالية
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية
05	المطلب الثاني: أنواع أسواق الأوراق المالية
10	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وعوامل نجاحها
12	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية
12	المطلب الأول: الأسهم
16	المطلب الثاني: السندات
21	المطلب الثالث: المشتقات
31	المبحث الثالث: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية
31	المطلب الأول: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
34	المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية
36	المطلب الثالث: أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال
38	خلاصة الفصل

39	الفصل الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
40	تمهيد الفصل
41	المبحث الأول: عموميات حول مؤشرات أسواق الأوراق المالية
41	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية
44	المطلب الثاني: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية
46	المطلب الثالث: أساس حساب قيمة مؤشرات أسواق الأوراق المالية
52	المبحث الثاني: مؤشرات التحليل الفني والأساس النظري لها
52	المطلب الأول: مؤشرات التحليل الفني للتنبؤ بحركة السوق
55	المطلب الثاني: مؤشرات التحليل الفني لأسعار السوق
60	المطلب الثالث: الأساس النظري لمؤشرات أسواق الأوراق المالية
63	المبحث الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية
63	المطلب الأول: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية
81	المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية
96	خلاصة الفصل
97	الفصل الثالث: إدارة المحفظة الاستثمارية
98	تمهيد الفصل
99	المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
99	المطلب الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية
103	المطلب الثاني: أنواع ووظائف المحفظة الاستثمارية
105	المطلب الثالث: أهداف وسياسات المحفظة الاستثمارية
108	المبحث الثاني: نظرية المحفظة وقياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
108	المطلب الأول: نظرية المحفظة
111	المطلب الثاني: قياس عائد المحفظة الاستثمارية

فهرس المحتويات

115	المطلب الثالث: قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية
120	المطلب الرابع: أساليب قياس المخاطر الاستثمارية
125	المبحث الثالث: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى
125	المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى
126	المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى
128	المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
133	المطلب الرابع: مساهمة مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء المحفظة
137	خلاصة الفصل
138	الخاتمة
142	قائمة المراجع

فهرس

الجداول

فهرس الجداول		
الصفحة	العنوان	الرقم
19	مقارنة بين الأسهم والسندات	01
48	طريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة	02
51	طريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان النسبية	03
56	طريقة حساب مؤشر القوة النسبية	04
59	اتجاه المتوسط المتحرك	05
72	أهم مؤشرات سوق باريس	06

فهرس

الأشكال

فهرس الأشكال		
الصفحة	الأشكال	الرقم
07	هيكل الأسواق المالية	01
58	مؤشر المتوسط المتحرك	02
58	اتجاه المتوسط المتحرك	03
65	تحليل مؤشر داوجونز من يوم 30-04 إلى 05-05-2015	04
68	تحليل مؤشر S&P500 من يوم 06-05 إلى 11-05-2015	05
70	تحليل مؤشر نسدك من 23-04 إلى 29-04-2015.	06
75	تحليل CAC40 يوم 07-03-2014	07
76	تحليل CAC40 يوم 24-12-2014	08
77	تحليل مؤشر نيكاي من 1970 إلى 2015	09
78	تحليل مؤشر توبكس الياباني من 1968 إلى غاية 2011	10
81	أداء بورصة عمان للأوراق المالية خلال 2014	11
83	أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال 2014	12
84	أداء سوق البحرين للأوراق المالية خلال 2014	13
85	أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال 2014	14
87	أداء بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال 2014	15
88	أداء السوق المالي السعودي خلال 2014	16
89	أداء البورصة المصرية للأوراق المالية خلال 2014	17
91	أداء بورصة قطر للأوراق المالية خلال 2014	18
92	أداء بورصة بيروت للأوراق المالية خلال 2014	19
93	أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال 2014	20
101	مكونات رأسمال المحفظة الاستثمارية	21
117	أنواع المخاطر من حيث مصادرها	22
126	اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى عن طريق منحنيات السواء	23
130	القياس البياني في المحفظة حسب جونسن	24
131	أداء المحافظ الاستثمارية	25

134	مقارنة بين أداء محفظة استثمارية تم بنائها وإدارتها بتوصيات البوابة الدولية للمتداولين مع أداء المؤشر العام للسوق السعودي (من جانفي 2014 حتى أفريل 2015)	26
-----	---	----

مقدمة

مقدمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية بنظمها وآلياتها عملية تسهيل الالتقاء بين المدخرين (أصحاب الفوائض)، من الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات أحياناً، الذين يقومون بتزويد الاقتصاد بحاجياته من الأموال وبين وحدات العجز سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو حكومات، الذين لا تكفيهم مواردهم الذاتية لإتمام مشاريعهم الاستثمارية، ومن ثم نجد أن الأسواق المالية تمنح المستثمرين فرصة الكسب عند المساهمة في تمويل المشاريع، ويرتبط نصيبهم في هذه الحالة بنوعية وشكل الأداة التمويلية وإن كان لا يخرج عن كونه فائدة أو توزيع أرباح أو مزيج من الاثنين، فضلاً عن إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بما لديهم من أرصدة نقدية، وبنفس الطريقة فإن المستثمرين يمكنهم تمويل خططهم ونفقاتهم الاستثمارية عن طريق إصدار الأوراق المالية لتدبير احتياجاتهم التمويلية.

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

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تبرز أهمية المؤشرات البورصية في إعطاء صورة واقعية حية عن الوضعية السائدة في السوق والاقتصاد بصفة عامة، هذا ولأن المؤشرات البورصية تتأثر بالسياسات المالية والنقدية السائدة، بالإضافة إلى أن المؤشرات البورصية تعتبر أداة من أدوات تحليل السوق والتنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً من جهة وأداة قياس المخاطر من جهة أخرى، حيث تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية. يؤدي الاستثمار دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقاً لرؤية المستثمر وميوله ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة استثمارية، وتساعد المؤشرات البورصية في بناء المحفظة الاستثمارية.

التحليل المالي والفني هو البوصلة التي نحتاج لها عند دخول الأسواق المالية، فهي بالتأكيد لن تجيب لنا عن كل شيء ولن تفسر لنا كل حركة سعرية على الشارت السعرية. ولكن بالتأكيد سوف تجيب لنا عن أسئلة مهمة جداً، فمن خلال التحليل المالي والفني للأسواق المالية نحدد حالة السهم من التصريف أو التجميع. ونتوقع الأزمات التي يمكن أن تحل على السوق. والمستويات السعرية المقبولة للاستثمار أو الأسهم الأفضل للاستثمار. وغير ذلك من المعلومات الهامة



التي تضيف لنا معلومات في غاية الأهمية يحتاج لها كل من المستثمر وأيضا المضارب لتطوير استراتيجيات المتاجرة الخاصة به.

أولاً: اشكالية الدراسة

يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، أو مجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشرا وعددا من المؤشرات لتقييمه.

وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عنه يمكن صياغته على النحو التالى:

هل تساهم مؤشرات الأسواق المالية في بناء المحفظة الاستثمارية؟

ثانياً: الأسئلة الفرعية

ومن خلال الإشكالية الرئيسية تظهر لنا التساؤلات الفرعية التي تساعد على فهم وتحليل الموضوع بطريقة جيدة وهي على النحو التالى:

- ماهي الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية؟
- كيف يتم بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية؟
- هل معامل β يتأثر بالسوق؟ ولماذا؟
- ماهي الحالة الأنسب للاستثمار بناء على أداء المؤشر في السوق؟

ثالثاً: الفرضيات

- في هذا الاطار يمكن وضع الفرضيات الموالية:
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة فعالة من أدوات التحليل والتنبؤ بحركة أسعار السوق مستقبلا.
 - تبنى المحفظة الاستثمارية استنادا على أداء المؤشرات في السوق.
 - لمعامل β أثر بارز في السوق عند بناء المحفظة الاستثمارية.

رابعاً: أسباب اختيار الموضوع

- لم يكن اختيار الموضوع بمحض الصدفة بل كان نتيجة عدة اعتبارات منها:
- أهمية الموضوع وذلك من خلال إبراز دور المؤشرات في تحليل السوق المالى.
 - معرفة الدور الذي تلعبه المؤشرات في بناء المحفظة الاستثمارية.
 - أهمية استخدام المؤشرات الفنية في تقييم أداء واتجاهات أسعار المحفظة في السوق.



- أهمية استخدام معامل β في السوق.

خامسا: أهمية الموضوع

تظهر أهمية الدراسة في كونها تقوم بدراسة تحليلية لمؤشرات السوق المالي، من خلال تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه في التنبؤ بحركة أسعار السوق، وكذا تسليط الضوء على المحفظة الاستثمارية وذلك نظرا لأهميتها في السوق المالي حيث تعتبر من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثا، مع أهمية معامل بيتا في السوق المالي، إضافة إلى المساعدة التي تقدمها المؤشرات في بناء المحفظة الاستثمارية.

سادسا: أهداف الموضوع

تتمثل أهداف الموضوع فيما يلي:

- الاعتماد على أدوات التحليل في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية.
- استخدام معامل β لرسم سياسة المحفظة الاستثمارية.
- تجنب مخاطر المحفظة الاستثمارية مع تحديد السياسات التي تتبعها المحفظة الاستثمارية للحد منها.

رابعا: المنهج المتبع

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث من خلال الفصل الأول ارتأينا إلى إعطاء نظرة عن ماهية الأسواق المالية وما يحدث في هذه الأسواق وكذا الأدوات المالية التي تتداول فيها، مع إبراز كفاءة هذه الأسواق. و اعتمادا كذلك في الفصل الثاني والفصل الثالث، وذلك من خلال تحليل هذه المؤشرات وكذا إبراز أهميتها ووظائفها في السوق المالي، مع تحليل أهم المؤشرات البورصية العالمية والعربية. بالإضافة إلى اتباعه في دراسة المحفظة الاستثمارية وكيفية إدارة مخاطرها والمناهج التي تتبعها لإدارتها.

ثامنا: الدراسات السابقة

هنا لا بد من التعرض للبحوث والدراسات ذات الصلة لاسيما المصادر والمراجع من الرسائل الجامعية التي استخدمها أو اطلع عليها الباحث ويتمثل أهمها فيما يلي:

- بوكساني رشيد، "موقوفات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005 - 2006. حيث تدور إشكالية هذا البحث حول ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي



سبل تطويرها قصد ترابطها؟ حيث قام بتقسيم هذا البحث إلى بابين ويتكون كل باب من ثلاثة فصول، وخصص الباب الأول لدراسة الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية والمتمثلة في ماهية الأسواق المالية والأدوات التي تتداول فيها وكذا الكفاءة والمؤشرات أثر العولمة عليها. أما الباب الثاني الذي جاء بعنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، حيث تم التطرق إلى واقع الاقتصاد العربية وتعرض إلى أهم المعوقات التي تعيق تطور أسواق الأوراق المالية العربية.

- صفية صديقي، " طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012. وتتمثل إشكالية هذا البحث فيما يلي: هل يمكن أن تشكل المالية السلوكية البديل الأمثل لنظرية كفاءة الأسواق في تفسير وإعطاء حلول لما تشهده الأسواق من اختلالات، وما ينعكس على إثرها في تحليل وتقييم الأوراق المالية في إطار تسيير المحفظة؟ تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، حيث تناول الفصل الأول: النظرية المالية السلوكية في مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، أما الفصل الثاني فهو بعنوان: محفظة الأوراق المالية بين تحليل ماركويتز والمالية السلوكية، وتخصص الفصل الثالث في الدراسة التطبيقية.

تاسعا: هيكل الموضوع

وللإجابة على هذه الأسئلة الواردة أعلاه واختبار صحة الفرضيات، اقتضت هذه الدراسة تناول الموضوع في مقدمة وثلاثة فصول بعدها ليطوي مجال البحث بحاتمة.

وقد تم تخصيص الفصل الأول: كمدخل للأسواق المالية والذي جرى تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية، الذي يشمل على المفهوم والأنواع وأهم الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية. أما المبحث الثاني فعالج الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية، وفي المبحث الثالث تكلمنا عن ماهية كفاءة الأسواق المالية وذلك من حيث تعريفها ومتطلباتها ومستوياتها وشروط تحققها للسوق المالي.

وعالج الفصل الثاني: مؤشرات الأسواق المالية، وهو بدوره قسم إلى ثلاثة مباحث حيث أشرنا في المبحث الأول إلى عموميات حول مؤشرات أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال إبراز مفهومها واستخداماتها وكذا أساس حساب قيمة هذه المؤشرات البورصية. أما المبحث الثاني فخصص لدراسة مؤشرات التحليل الفني والأساس النظري لها، وهذا من



خلال دور المؤشرات الفنية في التنبؤ بحركة السوق، ودورها في تحليل أسعار الأصول، مع توضيح الأساس النظري لها. وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية وكذلك إجراء مقارنة بينهما.

وفي الفصل الأخير تطرقنا إلى: إدارة المحفظة الاستثمارية وهي كذلك قسمت إلى ثلاثة مباحث حيث سلطنا الضوء في المبحث الأول على ماهية المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال مفهومها وأنواعها والوظائف التي تقوم بها، والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها إضافة إلى السياسات التي تتبعها. أما في المبحث الثاني والذي يشمل على نظرية المحفظة وقياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية، كما تطرقنا إلى أساليب قياس هذه المخاطر. وخصص المبحث الثالث لدراسة كيفية بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى وذلك من خلال مفهومها وطريقة بناء هذه المحفظة وكذا نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية،



الفصل الأول:

مدخل إلى أسواق

الأوراق المالية

تمهيد الفصل:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط. تعتبر الأسواق المالية، ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها منبع الأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية وتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي. وحتى نتعمق في الدراسة أكثر قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي :

❖ المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

❖ المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

❖ المبحث الثالث: ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة، قد حمل تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات، واعتبرت السوق المالية الكفؤ حالة نموذجية خاصة، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزءاً من السوق المالي الموازي للسوق النقدي.

الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية

يقوم النشاط الاقتصادي على نوعين من الأسواق، النوع الأول: الأسواق الحقيقية التي يتم التعامل فيها بسلع ملموسة مادية مثل الآلات والأراضي والحبوب وكذلك يتم التعامل فيه من خلال تقديم الخدمات مثل: خدمات الاتصالات والمواصلات والاستشارات.

أما النوع الثاني: فهي الأسواق المالية وهي تعرف على أنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب في استثمار فوائضها المالية ووحدات العجز والتي هي بحاجة للأموال من أجل تمويل استثماراتها، كل ذلك يتم عبر فئات متخصصة تعمل في السوق المالي.

التعريف الأول: هي الإطار الذي تتجمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية التي تحكم فيها وتؤدي إلى تحريك عمليات التداول في هذا السوق.⁽¹⁾

التعريف الثاني: هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات المالية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية، المالية، النقدية) لفترات متباينة (طويلة، قصيرة) اعتماداً أساسياً على قوانين، أنظمة، تعليمات.⁽²⁾

تعريف خاص: هو السوق الذي يجمع بين عارضي الأدوات المالية وطالبيها، وذلك من أجل تحريك عمليات التداول في هذا السوق.

¹ رفعت السيد العوضي، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، رابطة العالم الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، 2010، ص 07.

² هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص 58.

الفرع الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية

- أن الأسواق المالية تتعامل مع ثلاث أطراف أساسية: بائع، مشتري، وسيط.
- أن جوهر التعاملات في السوق هو الأموال في شكل أوراق مالية أو نقدية.
- تزداد حركة الأسواق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب على الأموال في السوق المالي. (1)
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل، يحمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا. (2)
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

الفرع الثالث: شروط قيام أسواق الأوراق المالية

يمكن إجمال الشروط الأساسية لقيام السوق المالي فيما يلي:

- العلانية وبالتالي يجب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل عليها في نشرة مكتوبة.
- يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسرة الذين يمثلون حلقة الوصول بين البائع والمشتري.
- يجب أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول.
- يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مشروع لآخر.
- يجب أن تتحقق في هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون أسواقا متوازنة.
- توافر الحرية الاقتصادية حتى تمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظا على أموال العملاء ولضمان استقرار نشاط السوق.
- توافر التغطية المناسبة لربط البورصات ببعضها البعض لضمان توافر المعلومات بدقة.
- التأكيد على أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأن عقد العمليات لا يصاحبه غش أو تلاعب.

¹ أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، للطباعة و النشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 14.

² طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص 32.

- يجوز التعامل على أي عدد من الأوراق المالية ويكون سعر التداول للأوراق المالية آخر سعر لها تم التنفيذ به خلال يوم العمل.⁽¹⁾

المطلب الثاني: أنواع أسواق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى أنواع الأسواق المالية، ومن ثم سنبرز أهميتها في الفرع الثاني.

الفرع الأول: أنواع أسواق الأوراق المالية

الأسواق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن سوق رأس المال يتكون من شقين أساسيين هما:

- سوق النقد.

- السوق المالي.

أولاً: الأسواق النقدية

هو الشق الأول لسوق رأس المال، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبجد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.

- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.

- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.

ثانيا: السوق المالي

هناك عدة تعاريف للسوق المالي نذكر منها:

التعريف الأول: يمثل السوق المالي المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين.

التعريف الثاني: كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال.

بعد التعرف على شقي سوق رأس المال، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد والسوق المالي، إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاما واحدا أو أقل تتضمن سوقا نقديا، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة فهي تتضمن السوق المالي (سوق الأوراق المالية).

وينقسم السوق المالي إلى شقين وهما: السوق الأولية والسوق الثانوية.

الشق الأول: السوق الأولية

التعريف الأول: هي السوق التي تتدخل فيها المؤسسة المصدرة للأوراق المالية البائعة لها وفي هذا السوق تكون هناك علاقة مباشرة بين مصدر الأوراق (الباعين)، والمشتري الأول للأوراق المالية، وبذلك تعتبر السوق الأولية سوق إصدار الأوراق المالية.

- **التعريف الثاني:** سوق الإصدار لأول مرة، ويطلق عليها أيضا سوق الإصدار الجديد، فإذا قامت إحدى الشركات بطرح أسهمها للاكتتاب العام من خلال البنوك أو إحدى الشركات المتخصصة، أو قام البنك المركزي بطرح سندات حكومية للاكتتاب العام بصفته وكيلا عن وزارة المالية أو النيابة عن بنك الاستثمار القومي، فإننا نكون بصدد سوق أولي. (1)

الشق الثاني: السوق الثانوية

تعريفه: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، فالسوق الثانوية تعتبر سوق التداول للأوراق المالية بين الحاصلين لها والراغبين في شرائها من غير المصدرين. وينقسم هذا السوق بدوره إلى سوقين هما: الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

1- الأسواق المنظمة: وهي السوق التي تحكمها قوانين وسياسات وضوابط تنظيمية وتداول فيها الأدوات المالية بعد عملية إصدارها.

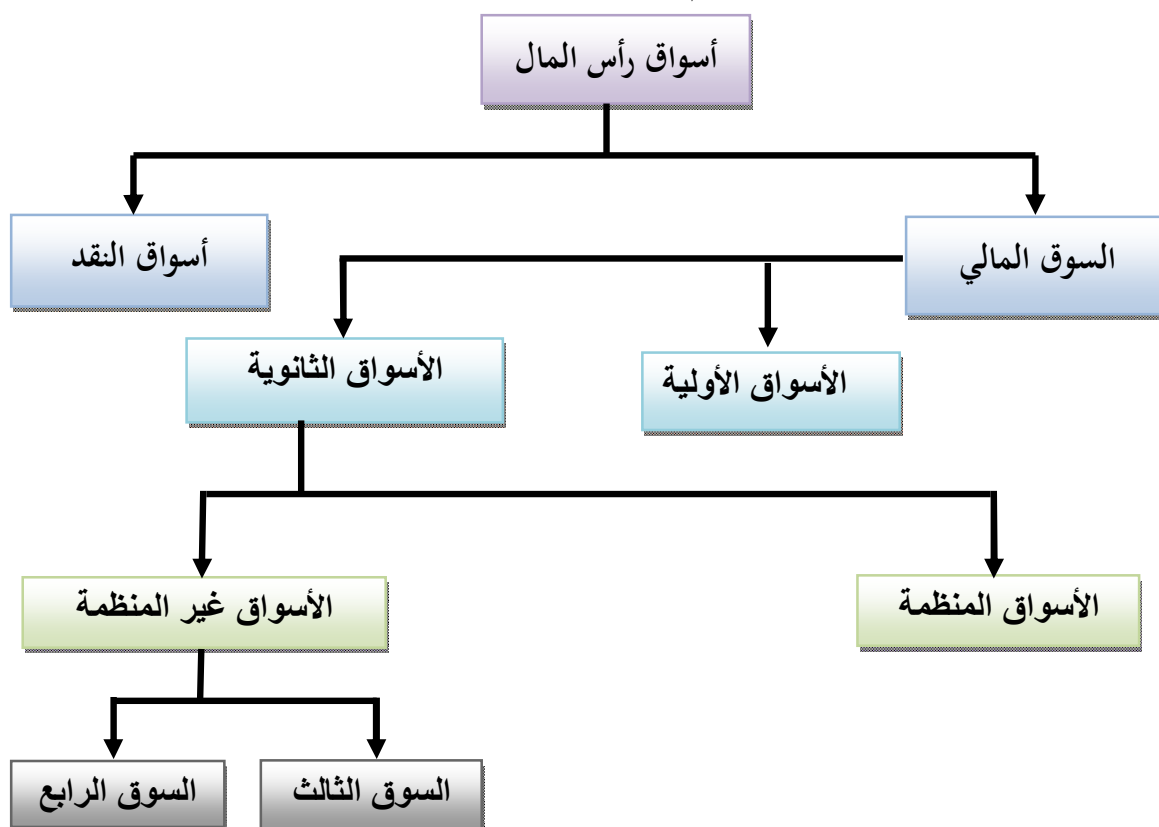
¹ سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2004، ص 27.

2- الأسواق غير المنظمة: يقصد بها تلك الأسواق التي لا تتعامل وفق السياسات والقوانين التي تحكم وتسير الأسواق المنظمة، حيث ان الأسواق غير المنظمة ليس لها مكان محدد للتعامل كما أنه يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة، ويمكن تقسيم السوق غير المنظمة إلى:

أ- السوق الثالث: تمثل هذه السوق جزء من السوق غير المنظمة، حيث تتكون من بيوت السماسرة ومن الأعضاء غير المسجلين في السوق المنظمة، ولهذا البيوت الحق بالمناجزة بالأسهم المدرجة في السوق المنظمة، المستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، صناديق الأموال المؤمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية.

ب- السوق الرابع: يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السماسر، تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق. (1)

الشكل رقم (01): هيكل أسواق الأوراق المالية



المصدر: أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 19.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 125.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق الأوراق المالية

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور متعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به.⁽¹⁾

- تسهيل جمع السيولة النقدية لنمو الشركات: إن طريقة إصدار الأسهم والسندات هي أسهل الطرق وأكثرها شيوعاً لتمويل نشاطات الشركة التوسعية، ومن الأمثلة على نشاطات الشركة التوسعية الاستحواذ على شركات أخرى وتوسيع الخطوط الإنتاجية وزيادة الحصة السوقية والاندماجات... الخ.
- تحفيز المدخرات نحو الاستثمار: إن سهولة الاستثمار في السوق المالية يحفز المدخر لوضعها فيه وبالقطاعات الاقتصادية المختلفة، ولكي يتم تشجيع أفراد المجتمع على الاستثمار فيجب أولاً أن يتم خفض سعر الفائدة في المصارف وفتح مجالات للاستثمار في المجتمع.
- توفير فرص استثمارية لصغار المستثمرين: إن الاستثمار بالأسهم مفتوح لكل من كبار وصغار المستثمرين على حد سواء لأن المستثمر يستطيع شراء الكمية التي يرغبها من الأسهم وحسب قدرته، فلا يجب على المستثمر أن يملك أموالاً طائلة للقيام بإنشاء شركة ما، بل يمكنه أن يملك جزءاً يسيراً جداً من أي شركة عبر شرائه أسهماً فيها، ما يمكن صغار المدخرين من استثمار أموالهم.
- مساعدة الحكومة والشركات على جمع النقود للمشاريع الإنمائية: من الممكن أن تفكر الحكومات باقتراض الأموال وذلك لتغطية تكاليف مشاريع البنى التحتية وتسهيل السوق المالية الأمر من خلال طرح سندات في هذه السوق.
- إعادة توزيع الثروة: نظراً لتوسع الشريحة في الأسواق المالية فإن المكاسب تساعد في تضيق الفجوة بين الأغنياء والفقراء.
- توفير السيولة في الاقتصاد: قد تمر الشركات بظروف تشجعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة، هذا بالإضافة إلى أنه وعن طريق السوق المالي، يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك، أما في الحالة العكسية وفي حالة غياب الأسواق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظار موعد استحقاقه، ويضطر حامل السهم إلى الانتظار حتى تحل أو تصفى الشركة طوعاً أو جبراً وتتحول إلى سيولة.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق: ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشترين أو البائعين، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق، فهي تعلن دائماً عن الاكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء.

¹ رفعت السيد العوضي، مرجع سابق الذكر، ص 35.

- تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة: يعتبر هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة، لأن وجود الصناعات الإستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة تتطلب أحجاما ضخمة من الأموال، هذه الأموال التي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع، فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات، فإنها أيضا تقوم بتوزيع المخاطر والتي يتعذر تجنبها على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين.

- توفير أدوات مالية متعددة: إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة.

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وعوامل نجاحها

سيتناول هذا المطلب لكل من الوظائف التي يقوم بها سوق الأوراق المالية، إضافة للعوامل التي تؤدي على نجاحه.

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

تهدف أسواق رأس المال إلى تحقيق الوظائف التالية:

- سهولة إكمال العمليات المالية بين البائع والمشتري لأصول مالية مما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار.
- توفير التمويل المتوسط للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك.
- تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في مجالات يصابها أقل درجة من المخاطر وفي أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية ونقدية حاضرة في أي وقت.
- إتاحة الفرص أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي من بيع وشراء في هذه الأوراق، وانتقال ملكيتها من مشتر لآخر دون حاجة لبيع حق الملكية، أو التأثير على حقوق الملكية في الشركات المقيدة بالسوق المالي.
- يمثل السوق المالي وسيطا ماليا بين الأفراد والمؤسسات المالية وشركات الأعمال والخدمات ولذلك يمثل مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي.
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية إذ ما تحول السوق المالي لسوق إقليمي دولي.
- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية مثل: الأسهم والسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات والأحوال الاقتصادية الخاصة بالصناعة والدولة.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة والمقبولة عند منح القروض لدى البنوك.
- تغيير الأرقام القياسية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي من التغييرات المهمة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية في الدولة.⁽¹⁾

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سابق الذكر، ص: 15.

الفرع الثاني: عوامل نجاح سوق الأوراق المالية

من أجل نجاح السوق المالي في تأدية وظيفته لابد من توفر مجموعة من العوامل، يمكن تقسيمها إلى:

أولاً: مجموعة العوامل الأساسية: والتي تتمثل في ما يلي: (1)

- وجود أنظمة ولوائح لتنظيم هذا السوق وذلك من خلال القوانين والتشريعات الرقابية بغرض المنافسة العادلة ومنع الاحتكار لظرف معين.

- تنوع الأدوات المالية: الأمر الذي يعطي تعدد الخيارات أمام المدخرين وتوفر السيولة اللازمة.

- توفر نظام معلومات فعال: وذلك بالنظر للأهمية الكبيرة للمعلومة والتي تتجلى في أن الأسواق المالية لها درجة حساسية كبيرة لكل ما يتعلق بالتطورات الحاصلة في مختلف القطاعات للأسواق المالية، لها درجة عالية من الخطورة والسبب في ذلك يكمن في نوع السلع محل التبادل وفي التطورات السريعة في هذا السوق والآثار المترتبة على ذلك.

- إن بعض التوقعات في السوق المالي تستند إلى عناصر موضوعية ولكن هناك توقعات كثيرة أخرى لا تستند إلى عناصر موضوعية، الأمر الذي يتطلب توفر المعلومات بالشكل المطلوب والقدر الكاف.

- يهدف المتعاملون للحصول على الربح وعليه لابد من توفر المعلومة التي تستند إليها القرارات الموصلة إلى تحقيق هذا الهدف.

- إن الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق تتيح درجة عالية من المضاربة حيث تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية من أجل اتخاذ القرار من شأنها.

- الحرية الكاملة للتعامل في السوق: أي ضرورة استخدام المتدخلون في السوق لكافة اختياراتهم.

- وجود الحوافز التي تمكن المستثمرين من الحصول على عائد مقبول لاستثماراته المالية.

ثانياً: العوامل المكتملة (الثانوية): نختصرها فيما يلي:

- وجود عدد كبير من البنوك سواء كانت محلية أو أجنبية وشركات الاستثمار والمساهمة.

- وجود معقول ومقبول من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

- وجود ثقافة ادخارية لدى الأفراد، الأمر الذي ينعكس على زيادة المبالغ المدخرة.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق الذكر، ص ص 112 - 113.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- أدوات الملكية.

- أدوات الدين.

- المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

السهم عبارة عن شهادة تحول مملكتها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة التي أصدرت هذا السهم، والأسهم القابلة للتداول والانتقال من مكان إلى آخر، فالسهم مستند ملكية و من ثم ليس له تاريخ استحقاق، وإن مسؤولية حامله محدودة بقيمة السهم و لا يحق له المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

الفرع الأول: الأسهم العادية

أولاً: تعريف الأسهم العادية

التعريف الأول: هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال الشركة التجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة وحق انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي، أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب القانون الأساسي.

التعريف الثاني: يعرف السهم العادي بأنه: أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله بدمه الجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم.⁽¹⁾

التعريف الثالث: كما تعرف كذلك على أنها جزء من الملكية بمعنى أنه من يشتري سهم عادي فهو أحد ملاك الشركة وله الحق في التصويت في الجمعية العامة على العقارات الأساسية، ومنها تعيين مجلس الإدارة، والأسهم العادية ليس لها

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق الذكر، ص 30.

تاريخ استحقاق، وأصحابها يحصلون على ربح غير محدد، وقد يخسرون حتى على أصل قيمة السهم، لذا يقال إن حملة الأسهم العادية يحصلون على عائد ويتعرضون لمخاطر عالية.⁽¹⁾

و توجد للأسهم ثلاثة قيم هي:

- القيمة الاسمية: هي التي تصدرها و تكون موجودة عكس قيمة السهم.
- القيمة الدفترية: وهي خارج قسمة حقوق الملكية قيمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم في البورصة.

- القيمة السوقية: هي سعر تداول السهم في البورصة.

يتضح من التعريف مايلي:

- أن السهم العادي أداة تمويل رئيسة لرأس مال الشركة.
- أن السهم العادي أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمر طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبله، إما بالاحتفاظ للأجل قصير كالمضاربة أو للأجل طويل كتعظيم الثروة.
- يكتسب السهم العادي صفة التداول، مما تعطيه مرونة كبيرة في تسويله، وتعرض قيمته إلى التقلب في سوق الأوراق المالية.

- يحصل السهم على عوائد غير محددة قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية، طبقا لقرارات إدارة الشركة المصدرة له.

- يحصل السهم على حصته من موجودات الشركة عند التصفية لأنه يمثل مشاركة في رأس المال.

- السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، ولا يتعرض للتقادم، إذ بقاءه مشروط بقدرته الشركة على المنافسة في السوق.

ثانيا: خصائص الأسهم العادية

- يمثل حق ملكية: وهو حصة من رأس مال شركة المساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية.

- له تاريخ استحقاق: كونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية، الملكية الحقيقية تتمثل في ملكية المساهم لأصول المنشأة حسب حجم الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله التزامات المنشأة تجاه الغير.

- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة وذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة رواج (عائد عالي الربح)، كساد (عائد سالب خسارة).

¹ محمد عبده مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الأولى، 1998، ص12.

- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا ايجابيا، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم، انخفاض القوة الشرائية للعملة، وحالات الرواج، أي أنه استثمار جيد في حالات الرواج والتضخم.

- يعطى نوعين من العائد:

أ- عائد رأسمالي عند بيع السهم.

ب- عائد جاري: نصيب السهم من الأرباح الموزعة (عائد متكرر).

- له حق الإدارة: التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.⁽¹⁾

الفرع الثاني: الأسهم الممتازة

أولا: تعريف الأسهم الممتازة

التعريف الأول: هي أداة مالية تجمع بين صفات أداة المديونية (السندات) وأداة الملكية (الأسهم العادية)، الحق لحامله

الحصول على عائد محدد سنويا إما بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم.⁽²⁾

التعريف الثاني: هي الأسهم التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل

مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في

الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

ثانيا: خصائص الأسهم الممتازة: من السمات التي يتمتع بها السهم الممتاز هي:

- حملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية، في استرجاع قيمة أسهمهم عند تصفية الشركة أو الإفلاس.

- القيمة الاسمية للسهم الممتاز لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي.

- حملة هذه الأسهم الحق في الحصول على توزيعات تعادل تماما ما يحصل عليه حملة الأسهم العادية.

- كما تجدر الإشارة إلى أن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، ولكن من الممكن أن ينص العقد على استدعائه في

وقت لاحق.⁽³⁾

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.

- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق الذكر، ص 30-31.

² نفس المرجع أعلاه، ص 66.

³ رسمية قرياقص، "أسواق المال: أسواق، رأسمال، مؤسسات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 21.

- للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.
- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.⁽¹⁾

الفرع الثالث: حقوق المساهمين والشكل القانوني للأسهم

أولا: حقوق المساهمين

يملك المساهمين حقوق يشار إليها في عقد الإصدار وهذا لحماية المستثمرين وتمثل فيما يلي:

- حق الحصول على ما يخص السهم من أرباح وفقا للحصة المخصصة لكل سهم والمقرر توزيعها على حملة الأسهم.
- حقوق على أصول وموجودات الشركة تعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة، أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة، وهو ما يعادل تقريبا نصيب السهم من رأس المال والاحتياطيات المستثمرة في المشروع.
- حق الحصول على بيانات ومعلومات دورية عن موقف الشركة المالي و عن نتائج أعمالها.
- حق حضور الجمعيات سواء العادية أو غير العادية، ومناقشة ما يعرض فيها و طرح ما يعين له من ملاحظات وأراء واقتراحات وحق التصويت على مشروعات القرارات المعروضة.
- حق الامتياز في أولوية الاكتتاب لأسهم زيادة رأس المال و الحصول على أسهم من هذه الزيادة.⁽²⁾

ثانيا: الشكل القانوني للأسهم

- تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية، أسهم ذاتية، أسهم لحاملها، ويتم اختيار الشكل القانوني عادة من قبل المساهم أو حامل السند.
- **السهم الذاتي:** يصدر لإذن شخص معني أول مرة ويتم تداولها بالتظهير ويشترط فيه أن تكون القيمة الاسمية قد رفعت بالكامل.
- **السهم الاسمي:** يحمل اسم صاحبه و تنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.
- **السهم لحاملها:** لا يذكر فيه اسم المساهم، و إنما يذكر انه لحامله ويحصل التنازل عنه بتسليمه من يد إلى أخرى.

¹ زياد رمضان، "الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص 29.

² محسن أحمد الخضيري، "كيف تعمل البورصة في 24 سا"، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص 59.

المطلب الثاني: السندات

تعتبر السندات وثيقة الاعتراف بالدين تجاه المقرض وذلك خلال فترة زمنية معينة ومقابل سعر فائدة محدد مسبقا.

الفرع الأول: تعريف السند

التعريف الأول: السند هو صك قابل للتداول في سوق الأوراق المالية، تصدره مؤسسة أعمال و يتعلق بقرض طويل الأجل، وهو بهذا يعد عقدا أو اتفاقا بين طرفين، بمقتضاه يقوم الطرف الأول بإقراض الطرف الثاني، مع تعهد هذا الأخير برد المبالغ المقترضة والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

إذن فإن السند هو " صك يعود بدخل ثابت على صاحبه، ويمثل ديننا على المؤسسة لأصل طويل أو متوسط الأجل، في مقابله تتعهد بدفع مبلغ معين كفائدة بصورة دورية طول مدة السند، مع دفع القيمة الاسمية عند الاستحقاق". (1)

التعريف الثاني للسند: السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة، فتوجد لدينا سندات حكومية وسندات الشركات المساهمة، وحامل السند يعتبر مقرضا، ويستحق فائدة ثابتة سنويا مقابل استثمار أمواله في شكل سندات، والسند يكون عادة طويل الأجل لمدة عشر سنوات. (2)

الفرع الثاني: خصائص السند

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند. (3)
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي: (4)
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
- إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

¹ ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة الاقتصادية العالمية"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1990، ص 82.

² محمود أمين زويل، مرجع سابق الذكر، ص 44-45.

³ سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 291

⁴ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 110

- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

الفرع الثالث: أنواع السندات

تنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن نميز بين السندات وفقاً للمعايير التالية:

أولاً: أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

1- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها

فهم البنوك، الشركات، القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد. (1)

- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل

من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق

التوازن الكلي.

2- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل

مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي

ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتا أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن

حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

ثانياً: أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.

1- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ

الاستحقاق.

2- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

ثالثاً: أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:

1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب

المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

¹ محمد عبده مصطفى، مرجع سابق الذكر، ص 15.

2- سندات ذات علاوة: لملكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

رابعاً: أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

خامساً: أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: وتنفرع إلى :

1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

سادساً: أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

1- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

الفرع الرابع: الفرق ما بين الأسهم والسندات

تختلف الأسهم عن السندات في ثلاث جوانب هامة متعلقة بمدى استقرار العائد، ومدى التعرض لمخاطر انخفاض القيمة السوقية، وأيضاً مدى التعرض لمخاطر الإفلاس.

1- مدى استقرار العائد: يحصل حملة السندات على قدر ثابت من الفوائد في تواريخ محددة بغض النظر عن أرباح أو خسائر المنشأة التي أصدرتها، أما حملة الأسهم فيحصلون على أرباح يتوقف حجمها إلى حد كبير على حجم الأرباح المتولدة، وإذا ما أسفر نشاط المنشأة عن خسائر فقد لا يحصلون على شيء بالمرّة.

2- مخاطر انخفاض القيمة السوقية: مع ثبات العوامل الأخرى على حالها تتقلب القيمة السوقية للأسهم العادية بدرجة أكبر من تقلب القيمة السوقية للسندات، و ذلك بسبب تقلب العائد الدوري المتولد عنها بدرجة أكبر حق قد يحمل التقلب في طياته أرباحاً رأسمالية، إذ ما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم إلا أنه قد يحمل أيضاً في طياته خسائر رأسمالية في حالة انخفاض القيمة السوقية لها.

3- مخاطر الإفلاس: يعتبر السند صك مديونية بينما يعتبر السهم صك ملكية، و هذا يعني انه في حالة الإفلاس المنشأة يكون لحملة السندات الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في أموال التصفية، أما حملة الأسهم فيحصلون على ما تبقى من تلك الأموال، والذي قد يكفي أو لا يكفي لاسترداد أموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة⁽¹⁾.
 مما سبق ذكره يمكن رصد الفوارق بين الأسهم والسندات الملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01) : مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون مادفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير	9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات

¹ محمد عثمان إسماعيل حميد، " أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص

<p>والبيانات. 10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.</p>	<p>خاصة بما يتعلق بسيورة العمل في الشركة. 10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار. المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق الذكر، ص 45.</p>
---	---

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثا في أسواق المال في الدول المتقدمة، الهدف منها هو أخذ الحيلة الكافية من تحقيق أي خسائر رأسمالية في الأدوات المالية المتداولة نتيجة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية. كما تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. ومن العوامل التي ساعدت على ظهور مثل هذه الأدوات هو سرعة الانحياز في المعاملات والتبادل في الأسواق المالية، والمترتبة على سرعة الاتصالات.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

التعريف الأول: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة. (1)

التعريف الثاني: المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.

التعريف الثالث: يمكن تعريفها بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها: عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك، وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. (2)

¹ أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، دار الجامعية، 2003، ص 211

² Shelagh heffer nan, " Modern banking in theory and practice " new york, 1998, p p 172-173.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

أولاً: عقود الخيار

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1- تعريف عقود الخيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

التعريف الأول: عقود الخيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدماً،⁽¹⁾ ويضمن عقد الخيار لحامله حقاً وليس التزاماً، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الخيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزماً.

التعريف الثاني: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً.⁽²⁾

2- خصائص عقود الخيار

- **مشتري الحق:** هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها محرر الاختيار.
- **محرر الخيار:** هو الشخص الذي يحرر عقد الخيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.
- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.
- **سعر السوق:** هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.
- **تاريخ التنفيذ:** إبرام العقد.
- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري الخيار بتنفيذه.

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 605

² خالد وهيب الراوي، "الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجي"، عمان، دار المسيرة، 1998، ص: 309.

- المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق. (1)

3- أنواع عقود الخيار

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الخيار:

أ- حسب موعد التنفيذ : يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين هما:

1- الخيار الأمريكي: في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه، كما يمكنه من تنفيذ هذا العقد خلال المدة التي تمتد بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد انتهائه ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من مشتري الحق.

2- الخيار الأوروبي: وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد سلفاً ويمتاز هذا النوع بانخفاض قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الحق لأنه لا يمنحه مدة زمنية مرنة.

ب- حسب طبيعة وشروط العقد: و نميز بين:

1- خيار النداء (خيار الشراء): يعطى لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بالسعر المنخفض السابق المتفق عليه. (2)

❖ استعمالات خيار الشراء: تستخدم لتحقيق الأغراض التالية:

- أغراض المضاربة: حيث يحقق المضاربون ما نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته متمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، ومن ثم فإن المضارب يستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلباتها بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته. ومن ناحية أخرى فإن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الثانية، 2001، ص ص: 332 - 333.

² حسن عطا غنيم، "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية ص ص: 55 - 56.

- أغراض التحوط: في هذه الحالة أما أن مركز المتعامل مكشوفاً من العملة مثلاً المنوي شراءها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات وهو خائف من ارتفاع الأسعار، وشراء حق الشراء هو وسيلة تحوط تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع الأسعار ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيراً.

- أغراض استثمارية: حيث يعتبر شراء حق اختيار الشراء أداة استثمارية بديله عن حيازة الأصل حين انتظار توقع ارتفاع الأسعار في وقت استحقاق عقد الخيار، وإمكانية الشراء بالسعر الأقل وهو سعر التنفيذ المتفق عليه مقدماً في عقد الخيار.

2- خيار الطرح (خيار البيع): ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ثانياً: العقود المستقبلية

تتمثل العقود المستقبلية في التزام طرفين بالبيع والشراء في المستقبل ويتم تحديد تاريخ تنفيذ تسليم موضوع العقد مستقبلاً، كما يتم التسديد أثناء الالتزام بالعقد.

1- تعريف العقود المستقبلية:

التعريف الأول: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه. (1)

التعريف الثاني: ويعرف العقد المستقبلي أيضاً على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال. (2)

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات" مرجع سابق الذكر، ص: 413 .

² أحمد صالح عطية، مرجع سابق الذكر، ص: 234 .

2- خصائص العقود المستقبلية:

- فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً.

- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تنهويها ما بين طرفي العقد.

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشاً معيناً تتراوح قيمته عادة بين 05 - 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

- إذا كان من الممكن عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية.

3- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر مايلي:

أ- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة. (1)

ب- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد. (2)

ج - عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد. (3)

¹ زياد رمضان، مرجع سابق الذكر، ص100.

² عبد الباسط وفا حسن، "بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص40

³ أحمد صالح عطية، مرجع سابق الذكر، ص:235.

4- الاستراتيجيات التي تستخدمها العقود المستقبلية:

هناك استراتيجيتان تستخدمان بصفة رئيسية في سوق العقود المستقبلية هما استراتيجية التغطية، وإستراتيجية

المضاربة: (1)

أ- الإستراتيجية الأولى (إستراتيجية التغطية): يقصد بالتغطية في سوق العقود المستقبلية بالصفقات التي يعقدها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية بهدف التقليل من حجم الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب تغيرات معاكسة قد تطرأ على ثمن الأصل محل التعاقد وتستخدم في سوق العقود المستقبلية عدة طرق للتغطية هي:

- تغطية الشراء: وهي قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود المستقبلية بتواريخ تسليم تتفق مع توقيت الحاجة إلى ذلك الأصل بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار.

- تغطية البيع: وتعنى بيع عقود مستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار أصل معين، إن هذا النوع من التغطية يلجأ إليه أولئك الذين تضطروهم الظروف إلى شراء أصل معين من السوق الحاضر ثم تخزينه لحين الحاجة إليه في الوقت الذي يخشون فيه انخفاض ثمن ذلك الأصل.

- التغطية الكاملة: وهي امتلاك المستثمر لعقد بيع وعقد شرا بنفس السعر والكمية، وبنفس تاريخ التسليم، وبالتالي لا يتعرض هذا المستثمر لأية خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية.

- التغطية باستخدام أصل مختلف: وهي عملية شراء أو بيع لأصل مختلف يشابه الأصل الأصلي في عمل التغطية أو بعبارة أخرى استخدام أصل بديل كأساس لتغطية عقد أبرم على أصل آخر، وهو ما يمكن أن يطلق عليه " التغطية عبر أصول مختلفة" أو " التغطية المتقاطعة".

ب- الإستراتيجية الثانية (استراتيجية المضاربة): تستخدم في سوق العقود طريقتين للمضاربة:

- المضاربة على شراء عقد مستقبلي لأصل ما تشير التوقعات إلى تصاعد في أسعار عقودها، ثم يقوم المضارب بإصدار أمر إيقاف الخسائر للسمسار في حالة انخفاض السعر إلى مستوى معين، مما يعنى أن السمسار يقوم بإقفال مركز المضارب وذلك ببيع عقد مماثل إذا ما انخفض الثمن إلى ذلك المستوى.

- المضاربة على بيع عقد مستقبلي لأصل يتوقع اتجاه تنازلي في أسعاره.

¹ فرج عبد العزيز عزت، " اقتصاديات البنوك: الصناعة المصرفية والمالية الحديثة"، البيان للطباعة والنشر، مصر ، 2002 ، صص 31- 32.

ثالثاً: عقود المبادلات

1- تعريف عقد المبادلات:

التعريف الأول: تعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.⁽¹⁾

التعريف الثاني: هي التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.⁽²⁾ وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها:

- الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.

- تخفيض تكلفة التمويل.

- الدخول إلى أسواق جديدة.

- استحداث أدوات مركبة.

2- أنواع عقود المبادلات:

تعتبر عقود مبادلة أسعار الفائدة و عقود مبادلة العملات من أهم أنواع عقود المبادلات وسنلخصها فيما يلي:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة:

تتم هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية.

✓ أركان عقود مبادلة أسعار الفائدة: لهذه العقود ست أركان هي:

- **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة ، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (الحرر).

- **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات

¹ مجلة الدراسات المالية والمصرفية، "المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية"، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994، ص 16

² عادل محمد رزق، "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004، ص 117.

الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

- **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد و الذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

- **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و يعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

- **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و 15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.

- **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه. (1)

✓ **أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة:** لهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعارا لفائدة الثابتة بالمتغيرة:

- **عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:** ويراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما، في مقابل ماعليه من التزامات (ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ماعليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يتحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة و بين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما (2)

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 335-337.

² مبارك سليمان آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 917

ب- عقود مبادلة العملات: تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات. و في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.⁽¹⁾

رابعاً: مخاطر المشتقات المالية وإدارتها

يحاول المختصون أو العاملون في مجال الهندسة المالية أن يتعرفوا وبالتالي يقيسوا المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في أدوات وأسواق المشتقات. غير أن هذا العمل يعتبر من التحديات الكبيرة. ويعزو ذلك بصفة جزئية إلى صعوبة تحديد القيمة التصويرية لعقود المبادلات، حيث تتميز أدوات المشتقات بتغطية مراكز قائمة إلا أنها تجذب المتعاملين لأخذ مراكز جديدة، مما يدفع البعض إلى الإفراط في التعامل في تلك الأدوات، وبالتالي عدم التنبيه إلى مخاطرها.

1- مخاطر المشتقات المالية:

إن المخاطر التي تواجه المتعاملين في أسواق المشتقات يمكن تصنيفها على النحو التالي:

- **المخاطر الائتمانية للمشتقات:** تعبر عن المخاطرة المتمثلة في الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي يتضمنها عقد المشتقات. وتتمثل هذه الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق.
- **مخاطر السوق:** تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات والسبب في هذا راجع إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، وأيضاً نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور، حيث قد يتعذر على حاملي عقود المشتقات تعديل مراكزهم لتحقيق التغطية الكافية أمام استمرار انخفاض أسعار الأصول.
- و الجدير بالذكر أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد ضراوة وذلك في حالة وجود محتكرين في تلك السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات شراء وبيع على نطاق كبير مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، ومما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار. بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى. ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضاً على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق الذكر، ص 358.

- **المخاطر التشغيلية:** تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي تنتج عن عدم كفاءة النظم الإدارية والرقابية وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بالمشتقات، حيث أن تعقد المشتقات يقتضى توافر عناصر بشرية مدربة ونظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.
- **مخاطر التسوية في المشتقات:** تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا. فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية، كما قد يكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية.
- **المخاطر المنتظمة:** تتمثل هذه المخاطر في حدوث خلل (اهتزاز) في المركز المالي للمؤسسة مصرفية أو مالية تتعامل في سوق المشتقات، مما قد يسبب خللا ماليا في مؤسسات أخرى داخل الجهاز المصرفي أو المالي، وقد يسبب خللا ماليا في الجهاز ذاته، أو في أجزاء أخرى من أسواق مالية مرتبطة بسوق المشتقات. وهناك العديد من العوامل والمخاطر الأخرى في أسواق المشتقات التي تؤثر في المخاطر المنتظمة منها: حجم أسواق المشتقات، درجة تركيز المؤسسات العاملة في تلك الأسواق، توافر السيولة والارتباط بين الأسواق، والمخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة.
- **المخاطر القانونية:** تنشأ هذه المخاطر عن سوء التوثيق في العقود، وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد، والوضع القانوني غير الواضح لبعض التعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة التعثر أو الإفلاس.⁽¹⁾

2- المشتقات وإدارة المخاطر:

- إن استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر يستوجب إتباع عدة خطوات نوجزها فيما يلي:
- تحديد أنواع المخاطر التي يمكن أن تواجهها المؤسسة وبالتالي التعرف على مسبباتها، مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف... الخ.
- حصر المخاطر الناجمة عن أعمال المؤسسة.
- اختيار ما يناسب من أدوات المشتقات المالية هذه المخاطر وإدارتها بما يحقق الربح للمؤسسة.
- وضع نظام فعال لمراقبة أداء استخدام المشتقات التي تم اختيارها، مع العمل على وضع تنبؤات لنتائجها المستقبلية.

¹ فرج عبد العزيز عزت، مرجع سابق الذكر، ص 47-52.

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية، والمعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية، ومنه سنتطرق في المطلب الأول إلى التعريف بكفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها، ثم يليها أهم مستوياتها، وأخيرا إبراز أهمية الكفاءة في تشغيل السوق وصناعته.

المطلب الأول: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن كفاءة أسواق الأوراق المالية تتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

الفرع الأول: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية المصدرة والمتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، إذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة والنتائج المرتبطة بأسعار الأوراق المالية. إن السوق المالي الكفاء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الأمثل للموارد.
- التقييم الدقيق للمبادلات.
- تخفيض تكاليف الخدمة إلى أقل ما يمكن.

التعريف الأول: تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات. (1)

التعريف الثاني: أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.

¹ Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA P 54.

تعريف آخر: أن سوق الأوراق المالية تكون كفاءً بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.⁽¹⁾

وتعرف أيضا: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفؤة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما،⁽²⁾ ويتميز السوق المالي الكفاء بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكاليف منخفضة أو بدون تكلفة.
- وجود انتشار واسع لهذه المعلومات إذ لا يمكن أن تنحصر في يد مستثمر واحد أو مجموعة معينة دون الآخرين.
- وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ومن ثم اتخاذ قرارات البيع أو الشراء بناء على نتائج التحليل.
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية مع ضرورة وصول ذلك لكافة المستثمرين.

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

عندما نتحدث عن كفاءة السوق المالي يجب أن نميز بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة.

أولا: الكفاءة الكاملة: تقتضي بأن لا يكون هنالك فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على هذه المعلومة، هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع ومع ذلك يرى بعض المختصين أن الكفاءة الكاملة لكي تتحقق لابد من توفر الشروط التالية:⁽³⁾

¹ محمد صالح الحناوي ، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، ص 154.

² حسان حضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس، 2004، ص: 08-09.

³ محمد صالح الحناوي ، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، نفس المرجع، ص 162.

- كثرة المعلومات ووفرتها وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، الأمر الذي يجعل توقعات المستثمرين تكون متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومة.
 - حرية الدخول والخروج من وإلى السوق المالي دون قيود.
 - عدم وجود تكاليف للمعاملات وعدم وجود قيود على الكميات المشتراة أو المباعة، ويدخل في ذلك الإطار عدم وجود ضرائب مفروضة على تلك المعاملات.
 - عدم وجود تأثير لقرارات الاستثمار من طرف مجموعة من المستثمرين على حركة الأسعار.
 - وجوب اتصاف المستثمرين بالرشادة والعقلانية.
- أما عن الأسباب التي تجعل الكفاءة الكاملة شبه مستحيلة تتمثل في:
- إن حصول المستثمرين على المعلومة وتحليلها لا يكون بدون تكلفة وحتى وإن كان الحصول عليها مجانيا فإن عملية تحليلها تكون في الغالب عن طريق مكاتب الاستشارة وهي مكاتب تعمل مقابل عمولة.
 - إن بعض المستثمرين لهم ميزات تمكنهم من الحصول المسبق على المعلومة وقد يرجع ذلك لقربهم من المديرين أو كبار العاملين في الشركات المدرجة في البورصة.
 - إن كل الأسواق المالية توجد بها تكاليف وعمولات على التعامل والتنظيم كما أن الضرائب موجودة في الكثير من التشريعات ولا يتم الاعفاء عن كل المعاملات من الضرائب في كل الدول.
- ثانيا: الكفاءة الاقتصادية:** والتي بمقتضاها يتوقع أن يمضي بعض الوقت على وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.
- 1- كفاءة التسعير:** تعرف بالكفاءة الخارجية حيث تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، وعليه يكون أمام المتعاملين نفس الفرصة لتحليلها وذلك من أجل تحقيق الفوائد والأرباح، مع العلم أنه قد لا يمكن لجميع المستثمرين تحقيق الأرباح ويعود ذلك إلى سوء تحليل المعلومة وليس إلى عدم وصول المعلومة.
 - 2- كفاءة التشغيل:** أو ما يصطلح على أنها الكفاءة الداخلية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ خلط التوازن بين العرض والطلب داخل السوق المالي في ظل انخفاض تكاليف المعاملات وهو الأمر الذي يشجع على زيادة المعاملات وسرعة تنفيذها. (1)

¹ وليد أحمد صابي، "الأسواق المالية العربية: الواقع والآفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002 - 2003، ص 58.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً: مستويات الكفاءة

1- المستوى القوي لكفاءة السوق المالي:

يوفر السوق المالي وفق هذا المستوى من الكفاءة للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة سواءً كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة، بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة، بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات، من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية، هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرًا)، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تمامًا لقيمتها، وبالتالي تنتفي الحاجة حينئذ لوجود المحللين الماليين، لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تمامًا من ناحية واقعية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، لكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استمر هؤلاء في ممارسة هذا العمل.

2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق المالي:

تعكس الأسعار المتداولة وفق هذا المستوى للأوراق المالية في السوق فقط المعلومات المحتواة في البيانات المالية المنشورة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة و المتوفرة عن الأسعار نفسها، لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من معلومات غير منشورة وتحليلها، بحيث تتيح لهم المجال لجني أرباح استثنائية في إطار ظاهرة احتكار المعلومات المشار إليها سابقًا.

3- المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي:

وفق هذا المستوى من الكفاءة، لا تعكس الأسعار المتداولة في السوق إلا أسعارها الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون فرصة في مثل هذه الظروف ليحصل بعضهم على أرباح استثنائية عن طريق:

- الحصول على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
- إمكانية تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

لذلك في هذا النوع من الأسواق المالية يتسع المجال لعمل المحللين الماليين، لأنهم بما أتوا من خبرة سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنونهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم. (1)

ثانياً: العلاقة بين أشكال كفاءة أسواق الأوراق المالية

تخطى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و جمهور المتعاملين في السوق، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي والقوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها.

ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي " معلومات الكفاءة الضعيفة، الكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية"، وعليه إذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية.

أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادية. (2)

¹ محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات" مرجع سابق الذكر، ص 22.

² وليد أحمد صافي، مرجع سابق الذكر، ص 88.

المطلب الثالث: أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال

في هذا المطلب سنبرز أهمية السوق المالي الكفاء، إضافة إلى شروط تحقيقها بالنسبة للسوق المالي.

أولاً: أهمية السوق المالي الكفاء

إن وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها:

- السوق الكفاء دالة على ان الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجية الاستثمار والتخصص الكفاء للموارد.
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمشتري دون غبن أو تضليل.
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة وتكون بالتالي توقعاتهم متماثلة في المستقبل.
- تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
- يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء يتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد. (1)

ثانياً: شروط تحقق الكفاءة في السوق

- وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين والبائعين الذين تتوفر لهم جدية الدخول في العمليات السوقية بعيداً عن الاحتكار.
- توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة وذلك من خلال توفر عنصر الاستمرارية في الأسعار بعيداً عن حدوث التحركات المفاجئة وغير المبررة.
- وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب من خلال نشره حركة الأسعار اليومية.
- توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما يمنع احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً.

¹ عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص

- أن تتوفر في حصة إدارة السوق صفة الحيادية والخبرة ومجموعة من النظم والقواعد التي تهدف إلى توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين.⁽¹⁾

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 14.

خلاصة الفصل:

إن أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، و بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، وخصيت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر إلا أنه وبحكم طبيعتها إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة.

إن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت وتكون مستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم في تحقيق السباق في الحصول على المعلومات أو في تحليلها ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

الفصل الثاني:

مؤشرات أسواق

الأوراق المالية

تمهيد الفصل

تعد المؤشرات البورصية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع وكذلك تحسين وضعية الاقتصاد وإمكانية التنبؤ به، ومن جهة أخرى أصبحت هي الأخرى تباع وتشترى شأنها شأن أي ورقة مالية، وهنا بدأت أهمية المؤشرات البورصية تظهر في توضيح اتجاه الأسعار في البورصة، لكن هناك باحثون يخالفون هذا الرأي، ذلك أن الأدوات المالية بصفة عامة والإفراط في استعمال المؤشرات بصفة خاصة قد ساهم بقسط كبير في انهيار البورصات العالمية في سنة 1987، كما أرى الاستعمال المكثف للمؤشرات في الاستيراد بها في المعاملات لا سيما اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى سيطرتها على البورصات العالمية سيطرة كلية.

ولإحاطة أكثر بمفهوم المؤشرات البورصية سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كما يلي:

➤ المبحث الأول: عموميات حول مؤشرات أسواق الأوراق المالية

➤ المبحث الثاني: مؤشرات التحليل الفني والأساس النظري لها

➤ المبحث الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية

المبحث الأول: عموميات حول مؤشرات أسواق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتكورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م، حيث تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أنّ المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالمؤشرات البورصية وإبراز أهم أنواعها وعلاقتها بالحالة الاقتصادية.

الفرع الأول: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المؤشرات البورصية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعرف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمية، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعا أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى. إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية.

التعريف الأول: ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ولم

يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق حيث أهملت توزيعات الأرباح للأسهم التي تحتوى عليها.⁽¹⁾

التعريف الثاني: مما سبق تقديمه يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية

بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.⁽²⁾

التعريف الثالث: المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات وبهدف قياس أداء البورصة وتطوراتها.

¹ عبد اللطيف، أحمد سعد، "بورصة الأوراق المالية"، مركز القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998، ص 222.

² عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات" مرجع سابق الذكر، ص 77.

المؤشر البورصوي هو عبارة عن تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو في سوق آخر، إذن المؤشرات البورصوية تعكس:

- حالة السوق في مجمله، مثل: مؤشر داو جونز.
- حالة السوق لقطاع أو صناعة معينة، مثل: مؤشر داو جونز للصناعة.
- حالة السوق لإقليم معين أو مجموعة من الدول، مثل: مؤشر صندوق النقد العربي. (1)

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء التعريف الشامل للمؤشرات البورصوية: على أنها تقنية أو أداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنظمة في فترات زمنية محددة.

تعريف آخر: يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق، فهو أداة لتحديد الأسعار في السوق أو لقطاع ما في السوق حيث يعتبر المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة.

الفرع الثاني: أنواع المؤشرات البورصوية

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها:

أولاً: تقسيم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:

1- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

2- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندر اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز. (2)

ثانياً: تقسيم المؤشرات من حيث إمكانية التداول

1- مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في الأسواق الخاصة بها 50 مؤشر عام 2000م، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في

¹ P/Topscalim, " Les indices boursière sur action", Economica, Paris, 1996, P9.

² عصام فهد العرييد، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الثانية، 2008، ص 38-39.

كنساس سيتي بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100.

2- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية. ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.⁽¹⁾

الفرع الثالث: علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية

إن كون المؤشر مبني على أساس أسهم مجموعة من أهم الشركات المسعرة في البورصة فإن قياس أداء هذه الأسهم يعكس أداء هذه الشركات في حد ذاتها وعادة ما تكون هذه الشركات تحتل الجانب الأكبر في النشاط الاقتصادي داخل الدولة. لذلك فالمؤشر المبني على أساس عينة ممثلة تمثيل كامل لكل الشركات المسعرة في البورصة، حيث يقدر في أغلب الأحيان على قياس الأداء الاقتصادي للدولة ككل. وذلك يتحقق فقط إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة.⁽²⁾

وقد أثبتت مجموعة من الأبحاث والدراسات العلاقة بين المؤشرات العامة والخاصة في الأسواق المالية وبعض المؤشرات الاقتصادية وجود علاقة كبيرة بين هذين المتغيرين حيث وجد أن مؤشرات أسعار الأسهم يمكنها أن تتنبأ بالتغير في الحالة الاقتصادية قبل حدوث ذلك التغير بأربعة شهور على الأقل. حيث خلصت الدراسات التي أجراها كل من Lorie et Siegel إلى أن مؤشرات أسعار الأسهم تتمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية للأسباب التالية:

- تفهقر مستوى نشاط الشركات المسعرة في البورصة يكون لإلغاء أو تأجيل قرارات التوسع والاستثمار إضافة إلى تخفيض المصاريف وهذا ناتج عن توقع انخفاض أرباح الشركات.
- عند وصول هذه المعلومات إلى أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة ينخفض حجم التعامل على أسهم هذه الشركات و يرافق ذلك انخفاض في مستويات الأسعار فيبدأ السوق بالنزول.
- تمضي فترة من الزمن قبل انعكاس آثار انخفاض مستوى النشاط في الشركات على الاقتصاد داخل الدولة و بذلك فمؤشرات الأسهم في البورصات تنجح غالباً في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية.

¹ واثق أحمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الأولى، 2003، ص 31.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 243-244.

المطلب الثاني: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية باروماتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص.

ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه ويمكن حصر استخداماته في النقاط التالية:

1- متابعة أداء المحفظة الاستثمارية

تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق. (1) وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر. أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر. (2) وأخيراً يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين

وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف. (3)

3- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية أو المتوسطات المتحركة بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل،

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق الذكر، ص 247.

² عبد اللطيف، أحمد سعد، مرجع سابق الذكر، ص 233.

³ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، نفس المرجع السابق، ص 249.

كذلك يمكن تحليل العلاقة بين التغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار و الارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار. (1)

4- تقدير مخاطر المحفظة و معامل المخاطر المنتظمة

تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعاً جيداً من حساب معامل المخاطرة المنتظمة، "بيتا β ".

5- التنبؤ بالحالة الاقتصادية

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادةً بالتحليل الأصيل، يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم. يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجر عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة. (2)

¹ عبد اللطيف، أحمد سعد، مرجع سابق الذكر، ص 234.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" مرجع سابق الذكر، ص 252.

المطلب الثالث: أساس حساب قيمة المؤشرات البورصية

تختلف المؤشرات البورصية من حيث الأساس الذي تحسب عليه فهناك مؤشرات تحسب على أساس الأرقام القياسية، ومؤشرات أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية: (1)

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي.
- أن يراعي القواعد الإحصائية .
- أن يكون قابلاً للتسعير.

الفرع الأول: تسجيل المؤشرات البورصية

تعتبر ظاهرة تسجيل المؤشرات و تداولها في أسواق الأوراق المالية من أهم أوجه تطور الفكر المالي، بذلك أصبحت المؤشرات التي كانت تستعمل من قبل في التعرف على اتجاه السوق إحدى الأدوات المالية التي تباع وتشترى في أسواق الأوراق المالية شأنها في ذلك شأن أية ورقة مالية عادية، والفرق هنا هو ليس تبادل الأوراق المالية المكونة للمؤشر نفسه، وإنما يتم التعامل على توقعات المستثمرين بشأن تطورات أسعار تلك الأوراق، أي يتم تداول شيء غير ملموس، ويتم تداول المؤشر من خلال:

1- العمليات الآجلة على المؤشرات: وهي شراء العقود المستقبلية بتلك المؤشرات، إذ يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها بيع أو شراء للمؤشر المعني في فترة قادمة هي فترة الاستحقاق وبسعر محدد مسبقاً، ويتكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة لذلك المستثمر من الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه و بين سعره في فترة الاستحقاق. وبذلك فإن هذا النوع من العمليات هو شبيه بعمليات التعامل الآجل لمجموعة الأوراق المالية التي تكون المؤشر، ولكن الفرق هو في تعدد العمليات في هذه الحالة الأخيرة وبالتالي ارتفاع التكاليف يتم هذا النوع من العمليات في فرنسا في السوق الآجلة العالمية لفرنسا وفي بريطانيا، وتجدر الإشارة في هذا الصدد أن قيمة المؤشر تعطى بالنقاط، لكن عند تداول العقود المستقبلية فإن كل نقطة تقييم من قبل سلطات البورصة المعنية وتعطى لها قيمة نقدية مما يسهل قيمة العقود نقداً وليس بالنقاط.

ويشار إلى أن العمليات الآجلة للمؤشرات توفر ميزان لكل من البائع والمشتري بالنسبة للبائع تضمن له عدم التعرض لخسائر كبرى، وبالنسبة للمشتري فإنها توفر له فرصة زيادة الأرباح و ذلك عن طريق المضاربة.

2- الاختيارات على المؤشرات: ويكون للمشتري في هذا النوع من الاختيارات الحق في شراء أو بيع عقد من عقود المؤشر المحدد مسبقاً مقابل دفع علاوة للطرف الآخر، أي تتداول الاختيارات الأوروبية والأمريكية وإن الاختيار يكون

¹ عصام فهد العرييد، مرجع سابق الذكر، ص 45.

مسبوقاً بالاختيارات التي تعقد على الأوراق المالية العادية، وهنا كذلك يقدر سعر الاختيار بالنقاط لكن عند عقد الصفقات تعطي قيمة محددة لكل نقطة و بذلك يمكن للمتعاملين تسديد صفقاتهم نقداً.

الفرع الثاني: بناء المؤشرات البورصية

عادة تأخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي:

أولاً: ملائمة العينة

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر. (1)

1- الحجم: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

2- الاتساع: فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما منشآت 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.

3- المصدر: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

ثانياً: الأوزان النسبية لمكونات ملائمة العينة

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي: (2)

1- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ 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.

2- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيم متساوية لكل الأوراق المالية المكونة للمؤشر، ففي حالة محفظة الأوراق المالية لمستثمر ما فإن تطبيق هذا المدخل يعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من أنواع الأوراق المالية.

3- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد

¹ الموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط في الكويت: <http://www.arab-api.org> في يوم 06-04-2015.

² منير إبراهيم هنيدي، مرجع سابق الذكر، ص 253.

للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

4- مدخل السعر التناسبي: في هذه الحالة يتم حساب المؤشر يوميا من خلال ضرب قيمة المؤشر السابق في الوسط

الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأوراق المالية التي يحتويها المؤشر ويعطى السعر التناسبي عن طريق قسمة سعر اليوم

$$\text{على سعر الأمس أو } \frac{P_n}{P_{(n-1)}}$$

الفرع الثالث: أساليب بناء المؤشرات البورصية

يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب:

أولاً: المؤشرات المبنية على أساس القيمة

حسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة

في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن

سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، والجدول التالي يبين كيفية تكوين المؤشر: (1)

جدول رقم (02): طريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة

السهم	N	P ₁	V ₁	P ₂	V ₂
A	70	60	4200	90	6300
B	80	50	4000	60	4800
C	130	20	2600	30	3900
قيمة المؤشر	-	-	10800	-	15000

Source : www.sall.com (consulté le 06 - 04 - 2015).

n: تمثل عدد أسهم المنشأة

P₂ P₁: تمثلان على التوالي سعر السهم في السنتين الأولى والثانية منذ العمل بالمؤشر.

V₂ V₁: تمثلان القيمة (nx p) لأسهم المنشأة في السنتين على التوالي.

متوسط العائد على المؤشر = $\frac{10800}{(10800 - 15000)} = 38.88\%$

كما يقاس المؤشر على أساس النقطة كما يلي:

¹ www.sall.com (consulté le 06 - 04 - 2015).

$$(قيمة المؤشر) \quad V = T + \frac{V_{t1} - V_{t0}}{V_{t0}}$$

T: أساس المؤشر في زمن تكوينه

V_{t1}: قيمة مؤشر الفترة في النقطة الزمنية

V_{t0}: قيمة المؤشر في فترة البداية

طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} V_{t0}$$

Index_t: قيمة المؤشر في الفترة **t**

P_t: إقفال أسعار الأسهم في الفترة **t**

Q_t: عدد وحدات الأسهم في الفترة **t**

P_b: إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس

Q_b: عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

V_{t0}: قيمة المؤشر في فترة البداية

من أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، وليبان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلاً وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم منشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

وعلى الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندرآندببور، مؤشر "Nasdaq" نازداك، مؤشر الفينانشل تاميز، مؤشر CAC40 مؤشر كولس.

ثانياً: المؤشرات المبنية على أساس السعر

وتنطلق هذه الطريقة من المبدأ التالي: بما أنه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر .
ولتوضيح ذلك بفرض أن المؤشر يتكون على سبيل المثال من ثلاثة أسهم فقط: A، B، C ، وأن أسعارها هي: 50 ، 40 ، 10 على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر والتي على أساسها يحسب عائد محفظة السوق تساوي 100 وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة: 5 ، 4 ، 1 على التوالي، وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح: 80 ، 50 ، 20 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 ، مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50% .⁽¹⁾

ويؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض في سعره وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية:

$$\frac{\sum V_p}{V_n} = \frac{\sum V_p}{V_{n+1}}$$

$\sum V_p$: تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

V_n و V_{n+1} : تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق.

ولتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات وأن السعر هو 10، 20، 30 على التوالي، وهو ما يعادل قيمة قدرها 60، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر: $20 = 3/(30+20+10)$ ، أما إذا حدث اشتقاق في السهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فيصبح سعر السهم من 30 إلى 10 ، ففي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لتصبح: $40 = (10 + 20 + 10)$ في هذه الحالة تصبح قيمة المقسوم عليه يساوي 2 بدلاً من 3 ، لتصبح قيمة المؤشر: $20 = 2/40$ كما كان قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يعزى على سوء حال السوق إنما سببه الاشتقاق الذي حدث.

ومن أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داوجونز Dow Jones ونيكي Nekkie 250

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" مرجع سابق الذكر، ص 266.

ثالثاً: المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية

تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها المنشأة بسهم واحد فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشأة A، B، C بسعر 50 - 40 - 10 على التوالي، ففي تبين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية حيث الكمية الوهمية من السهم: (1)

ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر X الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد، $A = \frac{1}{50} = 0.02$

$$B = \left(\frac{1}{40}\right) = 0.025 \text{ وبالنسبة } C = \left(\frac{1}{10}\right) = 0.1$$

نوضح ذلك من خلال مايلي:

جدول رقم (03): طريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية

السهم	P ₁	Q	V ₁	P ₂	V ₂	S
A	50	0.02	1	80	1.60	0.60
B	40	0.25	1	50	1.25	0.25
C	40	0.25	1	20	2	1
المؤشر	-	-	3	-	4.85	1.85

المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق الذكر، ص 261.

P₁ P₂: سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

Q: الكمية الوهمية المحسوبة.

V₁ V₂: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر = (PXQ)

S: عائد السهم أي قيمة V₁ مطروحاً منها قيمة V₂

متوسط عائد المؤشر: $0.617 = 3/(3 - 4.85)$

متوسط عائد الأسهم العادية: $0.617 = 3/(1 + 0.25 + 0.60)$

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تبين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

¹ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق الذكر، ص 260.

المبحث الثاني: مؤشرات التحليل الفني والأساس النظري لها

يعتبر التحليل الفني الأسلوب الذي يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ككل ثم على مستوى ورقة مالية معينة. كذلك يهتم التحليل الفني بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، بهدف اكتشاف نمط تلك الحركة، كذلك من خلال تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم.

المطلب الأول: مؤشرات التحليل الفني للتنبؤ بحركة السوق

تهدف مؤشرات التحليل الفني إلى قياس اتجاه الأسعار في السوق من ناحية اتجاه للصعود أو للهبوط ومن المقاييس المستخدمة مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين حيث يعطي مؤشرا عن حركة الأسعار في المستقبل للأسهم، ويمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:

أولاً: مؤشر الكميات الكبيرة

يخص هذا المؤشر الصفقات التي تكون كمياتها كبيرة في حدود 50 ألف سهم أو أكثر ويمكن حسابه بالصيغة

التالية: (1)

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صاعدة}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صاعدة ونازلة}}$$

ثانياً: مؤشر الكميات الكسرية

يقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز الكمية التي تتضمنها 100 سهم، ويقوم بهذه

$$\text{مؤشر الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

يستنجم من خلال المعادلة مايلي:

- إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم.

- إذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا معناه أن مبيعات صغار المستثمرين أصغر من مشترياتهم. ويترجم المحللون

الفنيون ما سبق إلى قاعدة للتعامل الفني حيث أنهم يؤكدون على أن:

¹ بلجبلية سمية، " أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 - 2006"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: تسيير المؤسسات، جامعة متتوري قسنطينة، 2009 - 2010، ص ص 121 - 122.

- المعدل المرتفع نسبيا يشير إلى موقف تشاؤمي، ويعتبر هذا إشارة إلى وصول الأسعار للقاع في القريب العاجل، ويصبح على الفنيين أن يتفاءلوا ويبدءوا في شراء الأسهم.⁽¹⁾

- و في حالة انخفاض هذه النسبة يعني أن المستثمرين الصغار يقومون بعمليات شراء كبيرة وهو دليل على موقف متفائل وبذلك على المحلل الفني أن يبدأ في عملية البيع، وذلك آخذاً بمبدأ وجهة النظر المضادة .

وتستمد هذه القواعد قوتها من كون الكميات الكسرية عادة ما يقوم بها صغار المستثمرين، علما بأن المعلومات المتاحة لهذه الفئة تكون أقل من المعلومات التي يبني عليها المستثمر المحترف قراراته الاستثمارية، فإن هذه القاعدة منطقية وصحيحة، ولكن في الواقع فإن قرارات المستثمرين الصغار ليست خاطئة في أغلبها، إضافة إلى أن التعامل بالكميات الكسرية ليس حكرا على المستثمرين الصغار.⁽²⁾

ثالثا: مؤشر الثقة بارون

يرتكز هذا المؤشر على الاعتقاد السائد بأن المفاضلة بين عوائد السندات المرتفعة الجودة وقليلة الجودة، يمكن أن يستعمل للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل حيث يحسب مؤشر بارون بالصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الثقة بارون} = \frac{\text{عوائد السندات عالية الجودة}}{\text{عوائد السندات متوسطة الجودة}}$$

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين 85 % و 98 % وذلك لأن عائد السندات المرتفعة الجودة يكون عادة أقل من عائد السندات متوسطة الجودة. أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر، والنتيجة المتوقعة هي ارتفاع القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها بالتبعية ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة لتقترب نسبة المؤشر من 100 %، والعكس يصبح صحيحا، لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة.⁽³⁾

وعلى هذا الأساس يمكن الاعتماد على مؤشر بارون لحساب توقيت قرارات البيع والشراء، حيث كلما اقتربت هذه النسبة من 100 % دل ذلك على زيادة الثقة بالسوق والاقتصاد، الأمر الذي يؤدي إلى ميل قيمة الأصول المالية للارتفاع وعليه يكون التوقيت مناسباً للشراء. أما إذا انخفضت قيمة مؤشر بارون فهذا دليل على أن الحالة الاقتصادية غير مشجعة وأن أسعار السوق سوف تنخفض أكثر في المستقبل وهذا هو التوقيت المناسب لعملية البيع.⁽⁴⁾

¹ حماد طارق عبد العال، "التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 365.

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق الذكر، ص 437.

³ نفس المرجع، ص ص 430 - 431.

⁴ بلجبلية سمية، مرجع سابق الذكر، ص ص 118 - 119.

رابعاً: مؤشر توسع السوق

يقيس هذا المؤشر عدد الاصدارات في كل يوم وكذا عدد الأسهم التي ارتفعت وانخفضت أسعارها، الأمر الذي يساعد على توضيح أسباب التغير في اتجاه مؤشر السوق ويحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$\text{مؤشر توسع السوق} = \frac{\text{عدد الأسهم ذات السعر المتصاعد} - \text{عدد الأسهم ذات السعر النازل}}{\text{مجموع الأسهم المتداولة}}$$

خامساً: مؤشر السحب على المكشوف

نقصد بالبيع على المكشوف قيام المستثمر ببيع أصول لا يملكها عن طريق الاقتراض من مستثمرين آخرين مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها للمقرض في وقت معين.

تعد الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف من الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار الملاك والمديرين والمتخصصين وهم يعتبرون من المستثمرين الذين يحصلون على معلومات غير متاحة للعامة بسبب موقعهم داخل هذه الشركات، وهذه المعلومات تمكنهم من الحصول على عوائد كبيرة، لذلك يستحسن تتبع قراراتهم الاستثمارية. ويمكن معرفة اتجاهات قرارات المستثمرين المحترفين اعتماداً على العلاقة التالية:

$$\text{مؤشر السحب على المكشوف} = \frac{\text{صفقات البيع على المكشوف}}{\text{إجمالي الصفقات}}$$

المطلب الثاني: مؤشرات التحليل الفني لأسعار الأصول

تستعمل هذه المؤشرات لتمكين المستثمرين من تحديد الأوراق المالية التي يمكن شراؤها أو بيعها وكذا الوقت الملائم

لذلك، ومن بين هذه المؤشرات نذكر:

أولاً: مؤشر القوة النسبية للسهم

يستخدم مؤشر القوة النسبية لكي يكشف عن حالة الأسهم في السوق، وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها، حيث أن الأسهم تتفاوت من حيث درجة تطلب أسعارها فهناك أسهم ترتفع قيمتها بسرعة عندما يكون السوق في منحى تصاعدي، كما أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط، ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم ذات القوة النسبية، يحسب مؤشر القوة النسبية كمايلي:

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = 100 - \frac{100}{1 + \left(\frac{\text{التغيرات الموجبة} / \text{التغيرات السالبة}}{1} \right)}$$

وفي هذه الحالة يقع مؤشر القوة النسبية بين (0 ، 100)، ويرى المحللون الفنيون أنه يفضل شراء الأسهم عندما تكون قيمة المؤشر تعادل أو أقل من 30 بينما يكون قرار البيع ملائماً عندما يبلغ المؤشر 70 أو أكثر.⁽¹⁾ وذلك حسب مايلي:

الجدول رقم (04): طريقة حساب مؤشر القوة النسبية

يظهر سعر الاقفال لأسهم إحدى الشركات خلال فترة سبعة أيام والتغيرات في السعر كما في الجدول التالي:

اليوم	سعر الاقفال	التغير في السهم
1	360	5 معطى
2	370	$(370 - 360) = 10$
3	394	24
4	380	-14
5	385	5
6	387	2
7	395	8

المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 123.

حساب مؤشر القوة النسبية، مع اعطاء القرار المناسب في هذه الحالة.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 123.

الخطوة الأولى: حساب مجموع التغيرات الموجبة

$$54 = 8 + 2 + 5 + 24 + 10 + 5$$

الخطوة الثانية: حساب مجموع التغيرات السالبة = 14 (-)

حاصل القسمة بين مجموع التغيرات الموجبة والسالبة هو: $3.85 = 14 / 54$

الخطوة الثالثة: حساب مؤشر القوة النسبية

$$100$$

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{100}{1 + 3.85} = 79.38$$

$$1 + 3.85$$

- إذا كان مؤشر القوة النسبية أكبر من 70، فإن السوق في حالة شراء مغالي، وفي هذه الحالة تأخذ الأسعار اتجاهها هبوطيا في المستقبل.

- إذا كان مؤشر القوة النسبية أقل من 30، فإن السوق في حالة بيع مغالي، وفي هذه الحالة تأخذ الأسعار اتجاهها تصاعديا في المستقبل.⁽¹⁾

ثانيا: مؤشر المتوسط المتحرك

يعتبر هذا المؤشر من أقوى المؤشرات الموجودة وترجع قوته في ضخامة العدد الذي يستخدمه من المستثمرين والمضاربين ولذلك فيعتبر من المؤشرات التي تؤثر في التداول ويمكن الاعتماد على نتائجها، حيث يقوم هذا المؤشر على أساس إيجاد سلسلة الفروق بين مستويات الأسعار لعدة أيام أو أسابيع إذ يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى تغير في اتجاه معين، ومحاولة الوقوف على هذا الاتجاه يتم اللجوء إلى حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم، عادة ما تكون 30 شهرا. كما قد يقومون بحسابه كل 10 أسابيع وذلك للوقوف على طبيعة اتجاه التغير في المدى المتوسط.

يتم حساب المتوسط المتحرك البسيط لفترة 10 أيام، وهذا يعني أن المتوسط المتحرك للأيام العشرة الأولى سوف يظهر أمام اليوم العاشر، والمتوسط المتحرك لليوم الحادي عشر سيتم حسابه بإضافة سعر يوم الحادي عشر، وإسقاط سعر اليوم الأول من السلسلة الزمنية المستخدمة في حساب المتوسط المتحرك وقدرها 10 أيام دائما.

$$\frac{CP_1 + CP_2 + \dots + CP_n}{n}$$

ولتوضيح ذلك سنقوم بافتراض أن:⁽²⁾

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 124.
² عبد المجيد المهيلي، " التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، 2006، ص ص 163 - 164.

اليوم	سعر الإقفال (دج)
1	28
2	29
3	31
4	32
5	30
6	31

إذن: المتوسط المتحرك البسيط لخمسة أيام الأولى هو:

$$\frac{28 + 29 + 31 + 32 + 30}{5} = \frac{150}{5} = 30$$

وعموما يضاف سعر إقفال آخر يوم ويتم إسقاط سعر إقفال أول يوم في السلسلة الزمنية التي يحسب متوسطها المتحرك البسيط، أي أننا لحساب المتوسط المتحرك البسيط للأيام الخمسة الأخيرة نقوم بجمع:

$$\frac{29 + 31 + 32 + 30 + 31}{5} = \frac{153}{5} = 30.6$$

واختصارا ولتسهيل عملية الحساب يمكن إضافة أحدث سعر إقفال على مجموع أسعار الإقفال السابق حسابها مع طرح أقدم سعر إقفال، ثم قسمة الناتج على عدد الفترات، وذلك طبقا للمعادلة التالية:

$$\frac{\sum(CP) + (CPlast - CPfirst)}{n}$$

وسنقوم بحسابه كمايلي:

$$\frac{150 + (31 - 28)}{5} = \frac{153}{5} = 30.6$$

كما أن أحد عيوب هذه الطريقة البسيطة للمتحرك هو أن الأسعار في بداية السلسلة يتم إسقاطها وفقدانها تماما من الحساب بمرور الوقت، حيث تم إسقاط سعر إقفال اليوم الأول لإضافة سعر إقفال اليوم السادس وذلك للحفاظ على كون الفترة الزمنية خمسة أيام. وكل مجموعة تتكون بإضافة وحدة للسعر وإنقاص وحدة سعرية من المجموعة. ويرى البعض أنه من الأنسب إعطاء أوزان مختلفة للأسعار. تزيد مع كل سعر إقفال جديد، تأسيسا على أن سعر الإقفال الأخير تأثيره أكبر، وبالتالي يجب إعطاؤه أهمية أكبر عما سيحدث بالسوق في المستقبل عن تأثير أسعار إقفال الأسبوع أو الشهر الماضي.

الشكل رقم (02): مؤشر المتوسط المتحرك⁽¹⁾



المصدر: أبومعاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، 2005، ص 25، المتوفر على الموقع الإلكتروني: www.sall.com

الشكل رقم (03): اتجاه المتوسط المتحرك



المصدر: أبومعاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، 2005، ص 27، المتوفر على الموقع الإلكتروني: www.sall.com

من الرسم نلاحظ أن المتوسط المتحرك تابع لحركة السهم إذا ارتفع تجده تحت السهم وإذا انخفض تجده أعلى السهم ولذلك دائما يقال أن المتوسط المتحرك يتبع السهم وليس السهم الذي يتبع المتوسط المتحرك. يعتبر تحديد الاتجاه وتأكيده من أهم فوائد المتوسط المتحرك لأنها تحدد اتجاه حركة السهم التي يجب أن تلتزم بها ولا تسير عكسها لأن ذلك من أخطر الأشياء التي يمكن أن يرتكبها المستثمر وكذلك يجب عدم المخاطرة عند نقاط تقلب المتوسط المتحرك لأن المتوسط المتحرك مكن أن يعطي إشارات كاذبة وخاصة إذا كان هناك مؤشرات أخرى تعطي

¹ أبومعاذ التميمي، المؤشرات الفنية، مرجع سابق الذكر، ص 25.

إشارات عكس الإشارات التي يعطيها المتوسط المتحرك ولكن إذا كان هذا التحول مصحوب بإشارات من مؤشرات أخرى تعطي نفس العلامات التي يعطيها المتوسط المتحرك فلا مانع من ذلك ويكون في ذلك فائدة كبيرة. (1)

كلما كان السهم كثير التذبذب كلما احتجنا إلى متوسط متحرك طويل المدة الزمنية حتى نحصل على خط المتوسط المتحرك هادئ لكي يمكن الاستفادة منه.

وهذا الطول للمتوسط المتحرك ليس محدد بمدة معينة ولكن هناك أطوال معينة كثيرة الاستخدام وهي:

- 200، 150، 89، 50، 21 يوم.

- 40، 30، 10 أسابيع.

الجدول رقم (05): اتجاه المتوسط المتحرك

الفترة	المدى
5 - 13 يوم	مدى قصير جدا
14 - 25 يوم	مدى قصير
26 - 49 يوم	مدى متوسط قصير
50 - 100 يوم	مدى متوسط
100 - 200 يوم	مدى طويل

المصدر: من إعداد الطالبة

- إذا اخترنا المتوسط المتحرك وكانت الفترة الزمنية الخاصة به هي اليوم، فإن المتوسط يسمى بالمتوسط الحسابي اليومي.
- وإذا كانت الفترة الخاصة به هي الأسبوع فيسمى بالمتوسط الحسابي الأسبوعي.
- يتم تغير الزمن الخاص بالمتوسط المتحرك من يومي إلى أسبوعي بالقسمة على 05 وذلك لأن الأسبوع يتكون من 05 أيام تعمل فيها البورصة ويومين إجازة يعني المتوسط الحسابي لـ 200 يوم، و المتوسط الحسابي لـ 40 أسبوع.
- والتغير إلى شهري يتم ذلك بالقسمة على 21 لأن الأسبوع يتكون من 05 أيام والشهر من 04 أسابيع فيساوي 21 تقريبا، يعني المتوسط الحسابي لـ 200 يوم وبالتالي يحسب المتوسط الحسابي الشهري كمايلي: $21 / 200 = 9$
- أشهر ومنه المتوسط الحسابي لـ 9 أشهر.

¹ أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، مرجع سابق الذكر، ص 27.

المطلب الثالث: الأساس النظري لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

تتضح أهمية مؤشرات البورصة عند دراسة عمليات التغطية أو التحوط وعمليات المضاربة وعمليات المراجعة في الأسواق المالية.

الفرع الأول: أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر المؤشرات البورصية ذات أهمية في التنبؤ بالحالة الاقتصادية فهي تبنى من أجل استخدامها في عدة حالات تمه للمستثمرين، ويمكن إجمال هذه الأهمية في النقاط التالية:

- تمثل نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، في حالة تميز سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية. (1)

- يعد المؤشر أداة جيدة للتنبؤ بالوضعية الاقتصادية للبلاد وقرار المؤسسة بتخفيض حجم العائد، أو إلغاء قرارات التوسع أو تأجيلها، وضبط المصاريف على أساس احتمال انقراض في مستوى ربحية المنشآت في المستقبل، فبافتراض اتصاف البورصة بالكفاءة، فإن هذه التعليمات تترجم بانخفاض حجم التعامل بالبورصة وانخفاض مستويات أسعار القيم المتداولة فيها بالتبعية، مما يعني أن الأحوال الاقتصادية تؤثر على سعر السهم في السوق.

- تقييم الورقة المالية يتوقف على الأرباح المتوقعة والتي تعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلية، أما الأرباح الفعلية للمنشآت فهي تتأثر بالأحوال السائدة والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال في تعداد الأحداث المتوقعة. (2)

- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى. حيث يمكن للراغبين في السوق تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي لانحراف الأسعار، وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

- إحدى الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

¹ قاسم شاوش لامياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البلدة، الجزائر، 2005، ص 67.

² محمد صالح حناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق الذكر، ص 201.

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة كون السوق من الأسواق الواعدة.

الفرع الثاني: الأساس النظري لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

نظرية داو تعتبر هذه النظرية من أشهر أدوات التحليل الفني وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال ال حدثت في والتي نتج عنها ما يعرف بأزمة الكساد الكبير . كما أن هذه النظرية تهم أيضا باستخدام الاتجاهات العامة للسوق وعلى الرغم من ذلك فإنها لا تتنبأ باتجاه التغير في أسعار الأسهم. حيث تعد نظرية داو لصاحبها تشارلز داو مؤسس شركات داوجونز مع شريكه ايدوارد جونز أساسا للعديد من المؤشرات لقياس الاتجاه العام للأسواق المالية، حيث تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية: (1)

1- السلوك المتوسط للسوق: تعكس الأسعار المختلفة للسهم كل شيء يمكن معرفته عن الورقة المالية، مثل المعلومات الجديدة التي تصل للسوق حيث يستوعب المشاركون في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم ومن ثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق، أي أن الأسعار تعكس كل شيء يمكن معرفته عن الأصل المالي.

2- اتجاهات السوق: حيث تؤثر ثلاثة قوى في الأسعار، وهي الاتجاه الأساسي والاتجاه الثانوي والاتجاه غير الرشيد. فالالاتجاه الأساسي فهو يعكس حالة السوق هل هي صاعدة أم هابطة والذي يعطي عادة فترة أكثر من سنة وقد تمتد لعدة سنوات فإذا حقق السوق ارتفاعات عالية، أو افاضات فإن الاتجاه الأساسي هو الصعود أو الهبوط. أما الاتجاه الثانوي فهو اتجاه متوسط ويمثل تصحيحا لردود الأفعال التي تحددت في الاتجاه الأساسي. وأخيرا الاتجاهات غير الرشيدة فهي اتجاهات قصيرة الأجل تتمثل في تحركات الأسعار خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع. يمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة وترى نظرية داو أن الاتجاهات غير الرشيدة غير هامة وكن أن تقودنا إلى اتجاهات خاطئة.

- تحركات رئيسية تكون للأعلى أو للأسفل وتستمر عادة لمدة تزيد عن سنة وينتج عنها ارتفاع أو انخفاض في الأسعار بـ 20% أو ما يزيد عن 20%.

- تحركات ثانوية تتحكم فيها الأحداث الجارية والتي تؤثر على الأسعار بصفة مؤقتة عندما يتجه السوق نحو الأعلى في حالة الارتفاع أو إلى الأسفل في حالة الهبوط.

¹ بن اعرمان حاسين، حسين جديدين، محمد بن بوزيان، " كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، الجزائر، 2013، ص ص 256 - 257.

3- الاتجاهات الأولية: لها ثلاثة مراحل:

- المرحلة الأولى للسوق: تبدأ بعملية شراء مكثفة من جانب المشاركين في السوق، والذين لديهم معلومات عن الاتجاهات القوية للاقتصاد والطبيعة التسويقية.

- المرحلة الثانية: تتصف بزيادة أرباح الشركات وتحسين الظروف الاقتصادية، وهنا يتجه المستثمر إلى زيادة تراكم الأوراق المالية.

- المرحلة الثالثة: تتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالتها، مما يؤدي إلى شراء الأسهم.

4- ارتباط المتوسطات ببعضها البعض: أي أن متوسط مؤشرات صناعية أخرى يجب أن يثبت كل منها صدق الآخر، وهو ما يبين مدى اعتماد هذه النظرية على الترابط بين المؤشرات.

5- اعتبار أحجام التعامل المحدد الأساسي للاتحاد العام: إذ تركز نظرية داو بشكل أساسي على اتجاهات الأسعار وتعتمد على أحجام التعامل التي لها نفس الاتجاه، فإذا كان الاتجاه الأولي هبوطي فإن حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق، أما إذا كان الاتجاه الأولي صعودي يجب أن يزيد حجم التعامل أثناء صعود السوق.

6- اعتبار الاتجاه فعالاً إلى أن يعطي إشارة انعطاف أو انقلاب: حيث يعرف الاتجاه المتصاعد على أنه سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الصغيرة ولكي تعكس الاتجاه الصاعد نفسه لا بد أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض عالي أو انخفاض وحيد يساعد على إمكانية التنبؤ بمختلف اتجاه المؤشر.

المبحث الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية

لقد صاحب التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات، التي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتها لتتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها، وقد تم التطرق في هذا المبحث بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية، مع التذكير بأنه لم يتم إعطاء معادلات حساب بعض المؤشرات سواء كانت عالمية أو عربية، بالإضافة إلى أن المؤشرات المذكورة لم يتم تحليلها في نفس الفترة وذلك لعدم توفرها في المواقع التي اعتمد عليها.

المطلب الأول: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

سننتظر في هذا المطلب إلى أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية، حيث تختلف هذه المؤشرات من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعاً لأساليب بنائها، ولهذا سنحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأكثر نشاطاً.

الفرع الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية عدة مؤشرات بورصية لعل أكثرها أهمية و شيوعاً تتمثل في مؤشر داو جونز (Dow Jones)، ومؤشر ستاندراندبور (Standart and poorts 500) ومؤشر نازداك (Nasdaq).

أولاً: مؤشر داو جونز

1- تعريف المؤشر داو جونز

يعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يعكس تطور 30 سهماً لشركات بالغة الأهمية في الاقتصاد الأمريكي، تم حساب هذا المؤشر لأول مرة سنة 1884م من طرف ناشرين في مجلة وول ستريت، حيث كان هذا المؤشر في بدايته يقوم على 09 أسهم لـ 09 شركات صناعية، ثم ارتفع هذا العدد إلى 12 سهم في عام 1898م ثم إلى 20 سهم في 1916م ليستقر عند 30 سهم منذ عام 1928م.⁽¹⁾

¹ بوكساني رشيد، "مؤشرات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك، يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه على نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية المثلة لـ 65 شركة موزعة كما يلي⁽¹⁾:

- ثلاثون شركة صناعية.

- عشرون شركة للنقل.

- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

وجهت للمؤشر عدة انتقادات موضوعية هي:

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، حيث أن عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم،

وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة أن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها

إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر أند بور.

- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها المؤشر داوجونز للشركات الصناعية.

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر

داخل العينة.

ويتم حساب هذا المؤشر بناء على متوسط أسعار 30 سهماً للشركات الصناعية المكونة له، وذلك حسب سعر الاقفال

$$DJLA_t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it}}{D_{adj}}$$

في اليوم السابق، وذلك حسب الصيغة التالية⁽²⁾:

حيث:

$DJLA_t$: قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it} : سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} : القاسم المعدل في الفترة t

ومما تجدر الإشارة إليه أن الشركات التي تملك أسهم لهذا المؤشر هي الشركات الأكثر نشاطاً في البورصة وكل واحدة منها

تمثل قطاعاً صناعياً معيناً.

¹ محمد صالح حناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق الذكر، ص 25.

² حسين قبلا، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية"، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11،

2011، ص 100.

2- طريقة حساب مؤشر داو جونز

إذا كان المؤشر يتكون من 03 أسهم لشركات هي A، B، C، وكان سعر الاقفال في اليوم السابق لأسهم هذه الشركات هو 15-10-05 على التوالي، فإن متوسط السعر يكون مساويا لـ $10 = \frac{15+10+5}{3}$ ، لكن ماذا يحدث في حال احدى الشركات ولتكن الشركة B، حيث قامت في اليوم الموالي بتجزئة سعر السهم ذو القيمة 15 إلى 3 أسهم قيمتها الاسمية 05، ونفرض أنه في اليوم الذي تمت فيه التجزئة بلغت أسعار الشركة A إلى 6\$ وأسعار الشركة B إلى 7\$ والشركة C إلى 13\$ حسب سعر الاقفال، ويتم حساب سعر الاقفال كما أوضحنا ذلك سابقا ولكن بالنسبة للشركة B يسجل بقيمته المجزئة: $05 = \frac{15}{3}$ ، يكون لدينا مجموع الأسعار $A=5$ ، $B=5$ ، $C=15$ ومنه $\sum = 5+5+15 = 25\$$ ، والآن نأتي إلى قسمة هذا المجموع على متوسط الأسعار في اليوم السابق أي قبل تجزئة الشركة B لأسهمها، والذي حسبناه سابقا $2.5 = \frac{25}{10}$ ، ثم نأخذ مجموع أسعار الأسهم بعد التجزئة ونقسمها على 2.5 ليتم في النهاية الحصول على قيمة الأصل المالي $10.4 = \frac{7+6+13}{2.5}$.

3- تحليل مؤشر داوجونز

الشكل رقم (04): تحليل مؤشر داوجونز من يوم 30 - 04 إلى 05 - 05 - 2015



Source : <http://www.fxnewstoday.ae> (Consulté le 30-04- 2015)

أ- تحليل مؤشر داوجونز ليوم 30 - 04 - 2015

أنهى سعر المؤشر محاولاته الايجابية بفشل واضح حيث يلاحظ تقديمه لإغلاق سعري سلمي دون مستوى مقاومة القناة الهابطة ليعود ليتأثر بالسيطرة الجانبية من جديد، وينصح بانتظار تحرر السعر من المحاور الرئيسية والمتمثلة عند

18055 كمستوى مقاومة بينما لا يزال المتوسط المتحرك 55 يدعم تشكيل مستوى دعم عند 17765. و نطاق التداول المتوقع ما بين 17770 و 18055.

ب- تحليل مؤشر داوجونز ليوم 01-05-2015

استمر سعر المؤشر بتقديم تداولات سلبية متكررة خلال يوم أمس لنلاحظ وصوله لمحور المتوسط المتحرك 55 ليشكل ذلك عائقا رئيسيا أمام استئناف المحاولات الهابطة كما هو واضح بالرسم أعلاه، ننوه إلى أن استمرار الضغط السلبي سيمكن السعر من كسر المتوسط المتحرك وليفتح الطريق أمامه لتسجيل المزيد من الأهداف السلبية بدأ من 17530 وصولا لمستوى الدعم حول 17340.

أما في حال ثبات المتوسط المتحرك أمام المحاولات السلبية فإن ذلك سيحجر السعر على تشكيل ميل جانبي وليبقى السعر محصورا ما بين مستوى 18050 ليشكل ذلك المقاومة الرئيسية أمام أي محاولة صاعدة. نطاق التداول المتوقع ما بين 17920 و 17650، والميل العام المتوقع لهذا اليوم: جانبي لحين تحرر السعر من الحواجز المذكورة سابقا.

ج - تحليل مؤشر داوجونز ليوم 04-05-2015

كرر سعر المؤشر تداولاته الجانبية بثباته ما بين المحاور الرئيسية والمتمثلة بمستوى المقاومة عند 18030 لهذا اليوم بينما لا يزال المتوسط المتحرك 55 يمثل مستوى الدعم عند 17770، لذلك ننصح بالحيادية لتداولات هذا اليوم لحين تحرر السعر من إحدى المحاور السابقة. ونطاق التداول المتوقع ما بين 18000 و 17770. (1)

د - تحليل مؤشر داوجونز ليوم 05-05-2015

اكتسب سعر المؤشر بعض العزم الايجابي باقتراب مؤشر ستوكاستيك من مستوى 80 لنلاحظ مهاجمة السعر للمقاومة المحورية عند 18030 لهذا اليوم، ما زال المؤشر يدعم محاولة تحرر السعر من السيطرة السلبية لكن ينصح بالانتظار لتأكيد السعر للتحرر بتقديمه لإغلاق سعري ايجابي فوق مستوى 18050 لتنفادي أي تذبذب سلبي جديد. لذلك سيبقى على الحياد لحين تقديم السعر للإغلاق المطلوب والذي سيدفع بالسعر لتسجيل المزيد من الأهداف بدأ من 18125 وصولا لمستوى 18370. نطاق التداول المتوقع ما بين 18000 و 17770، الميل العام المتوقع لهذا اليوم: حيادي. (2)

¹ <http://www.fxnewstoday.ae> (consulté le 04 – 05 – 2015).

² <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/dj-30-analysis/> (consulté le 05– 05 – 2015).

ثانياً: مؤشر ستاندر أند بور

1- تعريف مؤشر ستاندر أند بور

بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندبور في 04-03-1957 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداماً، وأصبح الآن يعرف باسم S&P500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كمايلي:

- 425 سهم من الشركات الصناعية.
- 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ
- 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

حيث تمثل هذه الأسهم % 90 من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.⁽¹⁾

يضم هذا المؤشر معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة، المنافع العامة والنقل، والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل IBM، General motors (شركة جنرال موتورز). والشركات بوزن نسبي في المؤشر عند مقارنتها بشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة الإجمالية لأسهم المؤشر. ويتم حساب مؤشر ستاندر أند بور كمايلي:

$$S \& P 500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

P_{it} : قيمة المؤشر في الفترة t

Q_{it} : عدد وحدات السهم i في الفترة t

Q_{ib} : عدد وحدات السهم i في الفترة b

b: فترة الأساس

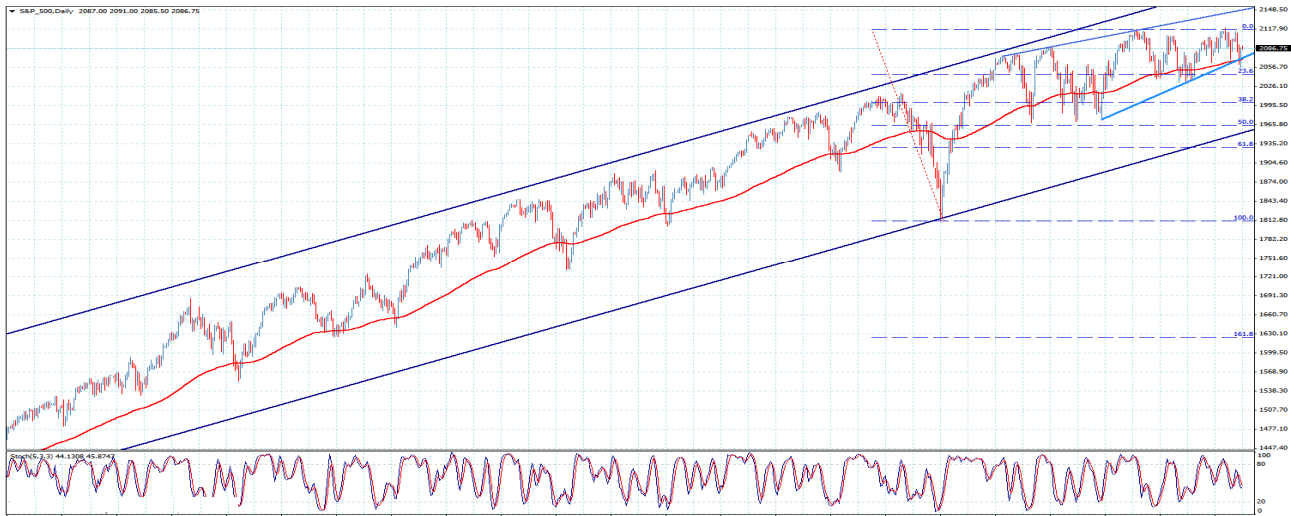
(K): رقم الأساس

من الانتقادات الموجهة للمؤشر ستاندر أند بور 500 هي تأثيره الشديد بالتغير في أسعار أسهم مرتفعة السعر والتي تمثل نسبة كبيرة من عينة المؤشر، أي قيمة المؤشر لا يتأثر بالتغير في أسعار الأسهم منخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل %5 من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 119

2- تحليل مؤشر S&P500

الشكل رقم (05): تحليل مؤشر S&P500 من 06 - 05 - إلى 11 - 05 - 2015

source : <http://www.economies.com/includes/extra/get> (consulté le 06-05-2015)

أ- تحليل مؤشر ستاندر أند بور يوم 06 - 05 - 2015

فشل سعر المؤشر بتجاوز مستوى المقاومة المتركة حول 2120 ليعود وليشكل ميل جانبي متذبذب بأحصاره فوق مستوى الدعم المتمثل عند 2070 والمقاومة السابقة، لذلك ينصح بمراقبة تصرف السعر لحين تحرره من إحدى المستويات السابقة ومن ثم تحديد الاتجاه العام للفترة القادمة.

نذكر بأن تجاوز السعر للمقاومة السابقة فإن ذلك سيفتح الطريق أمام السعر لتسجيل بعض الأهداف الإيجابية بدأ من 2146، أما استقراره دون محور الدعم فإن ذلك سيزيد من الضغط السلبي وليمكنه من الوصول لمستوى 2040 و 2000. نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 2070 و 2110، الميل العام المتوقع لهذا اليوم: جانبي لحين تحرر السعر من المحاور الرئيسية. (1)

ب- تحليل مؤشر ستاندر أند بور يوم 07 - 05 - 2015

تأثر سعر المؤشر بتداولات يوم أمس ببعض الضغوط السلبية لنلاحظ وصوله لمستوى الدعم المتمثل عند 2065 ليواجه أيضا محور المتوسط المتحرك 55 كما هو واضح بالشكل رقم (05)، لذلك وكما ذكر بالتقرير السابق، سيبقى على الحياد لحين تحرر السعر من المحاور الرئيسية ومن ثم تحديد الأهداف المنتظرة للفترة القادمة. (2)

¹ <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/> (consulté le 06-05-2015)

² <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/> (consulté le 07-05-2015)

ينوه إلى أن استقرار مؤشر ستوكاستيك دون مستوى 50 قد يزيد من الضغط السلبي على التداولات القادمة ولتتيح الفرصة أمام السعر للتحرر من مستوى الدعم الحالي لبدأ بتكبد بعض الخسائر بدأ من 2045 وصولاً لمستوى 2000. نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 2070 و 2110. والميل العام المتوقع لهذا اليوم: حيادي لحين تحرر السعر من المحاور الرئيسية.

ج- تحليل مؤشر ستاندر أند بور يوم 08 - 05 - 2015

فشل سعر المؤشر بتداولات يوم أمس من كسر مستوى الدعم المتمثل عند 2065 نظراً لقوة المتوسط المتحرك 55 لنلاحظ ارتداد السعر ليستقر مجدداً ضمن المستوى الجانبي، لذلك سيبقى على الحياد لحين تحرر السعر من المحاور الرئيسية ومن ثم انتظار تحقيق السعر لأهداف جديدة كما هو مذكور بالتقرير السابق.⁽¹⁾

يذكر بأن مقاومة المستوى الجانبي لا تزال ثابتة عند 2120 وليستمر المتوسط المتحرك بتشكيله مستوى الدعم عند 2065 تقريباً. ونطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 2070 و 2110. كما أن الميل العام المتوقع لهذا اليوم: حيادي.

د- تحليل مؤشر ستاندر أند بور يوم 11 - 05 - 2015

اندفع سعر المؤشر بشكل صاعد بعد فشله بكسر الدعم المحوري ليلاحظ استقراره مجدداً حول المقاومة المستقرة عند 1215، واستمرار تقدم المؤشرات الرئيسية للعزم الصاعد قد يزيد من الضغط الايجابي على تداولات السعر وليمكنه ذلك من تجاوز المقاومة ليعود ليحاول تسجيل أهداف ايجابية جديدة بدأ من 2150. إلى ذلك الحين، ستبقى التداولات الجانبية مسطيرة وليحدد مجال التداول ما بين مستوى المتوسط المتحرك والمتمركز عند 2070 ومسوى المقاومة الحالية عند 2015. حيث أن نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 2070 و 2115. والميل العام المتوقع لهذا اليوم: جانبي لحين تحرر السعر.

ثالثاً: مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية (مؤشر نسداك (NASDAQ)

1- تعريف مؤشر نسداك NASDAQ

يتكون من ستة (06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات الستة (06) ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت⁽²⁾.

¹ <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/> (consulté le 11-05-2015)

² بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 121.

2- تحليل مؤشر نسداك NASDAQ

الشكل رقم (06): تحليل مؤشر نسداك من 2015-04-23 إلى 2015-04-29

source : <http://www.economies.com/includes/> (consulté le 23-04-2015)

أ- تحليل مؤشر نسداك خلال يوم 2015-04-23

إن سعر المؤشر متمسكا بسيطرة الميل الصاعد، حيث يلاحظ استمرار تقديمه لإغلاقات سريعة إيجابية حول مستوى 4440 بالرغم من خسارة مؤشر ستوكاستيك لعزمه الصاعد، كما أن التداولات الإيجابية تعتمد حاليا على ثبات مستوى 4390 والذي يجعلها تتمسك بتوقعها الصاعد لحين اندفاع السعر نحو تسجيل مستوى 4460 وصولا لمستوى الهدف التالي عند 4500. في حين أن نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 4410 و4500. والميل العام المتوقع لهذا اليوم: صاعد.

ب- تحليل مؤشر نسداك خلال يوم 2015-04-24

اندفع سعر المؤشر بشكل إيجابي قوي خلال تداولات يوم أمس ليحقق مستوى الهدف المنتظر عند 4500 ويلاحظ محاولة تجاوزه للمستوى السابق تأكيدا لاستمرار السيطرة الإيجابية، في حال تقديم السعر لإغلاق سعري إيجابي فوق المستوى السابق فإن ذلك سيمد السعر بعزم صاعد جديد ولنتوقع تسجيل السعر لأهداف جديدة بدأ من 4555 وصولا للمقاومة الرئيسية عند 4615.

مؤشر ستوكاستيك يستقر ضمن مستوى تشبع الشراء ليتماشى مع التوقع الصاعد للفترة القادمة ويذكر بأهمية تقديم السعر لإغلاق سعري فوق مستوى 4500 ليتفادى أي تذبذب سعري غير متوقع. نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 4485 و4555. والميل العام المتوقع لهذا اليوم: صاعد.

ج- تحليل مؤشر نسداك خلال يوم 27-04-2015

استمر سعر المؤشر بتقديمه لأهداف ايجابية جديدة منذ الفترة الأخيرة وبثباته فوق مستوى 4490 ليقى بانتظار ملامسته للهدف التالي عند 4555 ليشكل ذلك عائقا لحظيا أمام السطيرة الصاعدة، حيث يلاحظ من الشكل رقم (07) محاولة تخلص مؤشر ستوكاستيك من مستوى تشبع الشراء مما يدعم ذلك محاولة تجميع السعر لعزم ايجابي جديد ولیدعم تحقيقه للهدف المنتظر. (1)

نذكر بأن استمرار الضغط الايجابي خلال الفترة القادمة قد يمكن السعر من تجاوز الهدف المنتظر وليفتح الباب أمامه للانديفاع نحو المقاومة الرئيسية والمتركة عند 4625 لهذا اليوم، لذلك يجب الانتباه جيدا لتصرف السعر في حال وصوله للهدف الأولي لتأكيد الاتجاه العام. ونطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 4490 و 4555. والميل العام المتوقع لهذا اليوم: صاعد.

د- تحليل مؤشر نسداك خلال يوم 29-04-2015

حاول سعر المؤشر تقديم بعض التداولات السلبية خلال يوم أمس لنلاحظ تمسكه بالتداولات الايجابية نظرا لثباته فوق مستوى 4480 والذي طالما شكّل ذلك العائق أمام المحاولات الصاعدة للفترة الأخيرة، لذلك يتوقع تأثر السعر بميل جانبي ولتنحصر التداولات ما بين مستوى الدعم السابق ومستوى امتداد المقاومة عند 4565 لحين تحرر من إحدى المستويات السابقة لتحديد الأهداف المستقبلية بشكل أفضل.

ما يجب التنويه له أن محاولة استقرار السعر دون الدعم السابق فإن ذلك سيحجر السعر على تكبد بعض الخسائر اللحظية لحين ملامسته لمحور المتوسط المتحرك 55 والمستقر حول 4430، بينما اختراق السعر للمقاومة فإن ذلك سيزيد من فرص السيطرة الايجابية وليفتح المجال أمام السعر لتحقيق مستوى 4635. نطاق التداول المتوقع لهذا اليوم ما بين 4480 و 4555. الميل العام المتوقع لهذا اليوم: جانبي لحين تحرر السعر من المحاور الرئيسية.

¹ <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets> (consulté le 29-04-2015)

الفرع الثاني: مؤشرات سوق باريس للأوراق المالية

يتم على مستوى بورصة باريس نشر عدة مؤشرات خاصة بالسوق، كما ظهرت مؤشرات جديدة كنتيجة للدمج

الذي حدث عام 2005 لكل من السوق الأولي، الثانوي، السوق الجديدة "الأوروليست" (1).

الجدول رقم (06): أهم مؤشرات سوق باريس

المؤشر	أهم ميزاته
CAC40 (تأسس بـ 1000 نقطة في 31 - 12 - 1987)	- يتم حسابه انطلاقاً من عينة مكونة من 40 قيمة تعبر عن أكبر الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية تم اختيارها حيث تعكس وتعبر عن السوق المالي الفرنسي، تتم مراجعته 4 مرات في السنة ويحسب في الوقت الحقيقي من طرف فرع يورونكست باريس. - ينشر كل 30 ثانية ويعتبر محلاً للتعاقد في العقود الآجلة والخيارات.
SBF120 (تأسس بـ 1000 نقطة في 31 - 12 - 1990)	- يتشكل من 120 قيمة مهمة، بما فيها تلك المشكلة لـ CAC40. - يكون مسعر بشكل مستمر.
SBF80 (تم إطلاقه ابتداء من 1997/10/22، ابتداء من 100 نقطة)	- يتشكل من القيم المتضمنة في SBF120 والتي لا تنتمي إلى CAC40. - تشير إلى أن كل المؤشرات CAC40، SBF20، SBF80 تنشر بشكل مستمر من الساعة 9 إلى 17:30 كل 30 ثانية.
المؤشرات الأوروبية Dow Jones Stoxx Dow Jones Stoxx 50 Dow Jones Euro Stoxx Dow Jones Euro	- يتضمن 16 بلداً أوروبياً ويتشكل من 600 قيمة. - يحسب انطلاقاً من 50 قيمة الأكثر تمثيلاً لـ 16 بلداً أوروبياً. - يغطي كل منطقة الأورو ويتضمن 300 قيمة. - يحسب انطلاقاً من 50 قيمة الأكثر تمثيلاً لمنطقة الأورو.
مؤشرات اليورونكست: Euronext 100 Next 150	- تم إطلاقها ابتداء من أكتوبر 2000 - يتشكل من أهم 100 قيمة مسعرة في القسم الأول من سوق اليورونكست. - يمثل 150 قيمة الباقية.

المصدر: صافية صديقي، مرجع سابق الذكر، ص 148

¹ صافية صديقي، "طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية (مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010"، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011 - 2012، ص 148.

1- تعريف مؤشر كاك لكافة الأسهم

يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك في تاريخ 31-12-1981⁽¹⁾.

2- تعريف مؤشر CAC40

يشير الرمز **CAC** إلى شركة أعوان الصرف (Compagnie des agents en de change)، وهي اليوم اختصار لتحديد السعر المساعد والمستمر **Cotation Assistée en Continu**، إذن المؤشر يوفر الاستمرار.

ولد المؤشر رسميا يوم 15 - 06 - 1988م، مع قاعدة ثابتة بـ 1000 نقطة في 31 - 12 - 1987م، ويتعلق إنشاؤه بأزمة 1987 الذي عدل احتكار التداول البورصي.

مؤشر **CAC40** مركب من 40 قيمة (مؤسسة فرنسية) مسعرة من بين 100 قيمة الأولى ذات الرسملة البورصية المعومة، والممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات، حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل 30 أشهر)، من قبل لجنة خبراء، وعندما يتم شطب مؤسسة من المؤشر فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ بـ **CAC Next 20**، التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر **CAC40** (سيولة الورقة المالية، رسملة بورصية كافية، حجم التبادل اليومي للأوراق المالية كبير...).

3- كيفية حساب مؤشر CAC40

منذ 01 - 12 - 2003 أصبح المؤشر **CAC40** والمؤشرات العالمية الكبرى تعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له، عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أوروناكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق بين الواقع البورصي للمؤسسات وترجمة هذا الواقع في المؤشرات، والحد من ظواهر التقلب الناتجة عن التشويه الكبير جدا بين وزن القيمة في المؤشر وحصص رأس المال المعوم المتاحة في السوق.

يقصد بالرسملة البورصية المعومة ذلك الجزء من رأس المال المؤسسة المملوك من قبل المستثمرين، وطبقا للتعديل المطبق على منهجية حساب المؤشر **CAC40**، فإن تقييم أوزان القيم المركبة لهذا المؤشر، تأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 121.

كما سبق يمكن التفرقة بين طريقتين لحساب المؤشر CAC40:

أ- الحساب المرجح بالرسملة البورصية: ويتم حساب مؤشره السعري وفق المعادلة التالية: (1)

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^n Q_{it} C_{it}}{B_0 K_t}$$

حيث:

T: يوم الحساب

N: عدد القيم في العينة

Q_{it}: عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i وفي التاريخ t

C_{it}: سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t

B₀: الرسملة البورصية في يوم الأساس 31 - 12 - 1987

K_t: المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية (K₀ = 1)

ب- الحساب على اساس قاعدة التعويم الحر:

عند التبديل للحساب على قاعدة التعويم الحر، فإن عدد الأوراق المالية (Q_{it}) السابقة ستستبدل بالمتغير Q_{it}

f_{it} F_{it} حيث:

F_{it}: معامل التعويم او حصة الرسملة البورصية المعمومة

f_{it}: معامل محتمل للسقف الأعلى

كما أن معامل السقف الأعلى هو محدد على قاعدة أسعار الإغلاق عشية الترحيح، ويتم حساب مؤشره السعري

بالصيغة التالية:

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^n F_{it} f_{it} Q_{it}}{B_0 K_t}$$

¹ حورية بديدة، دادن عبد الوهاب، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40، تحليل إحصائي خلال الفترة 2007 - 2009"، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، العدد العاشر، 10، الجزائر، 2011، ص 02 - 04.

3- تحليل مؤشر CAC40

الشكل رقم (07): تحليل مؤشر CAC40 يوم 2014-03-07



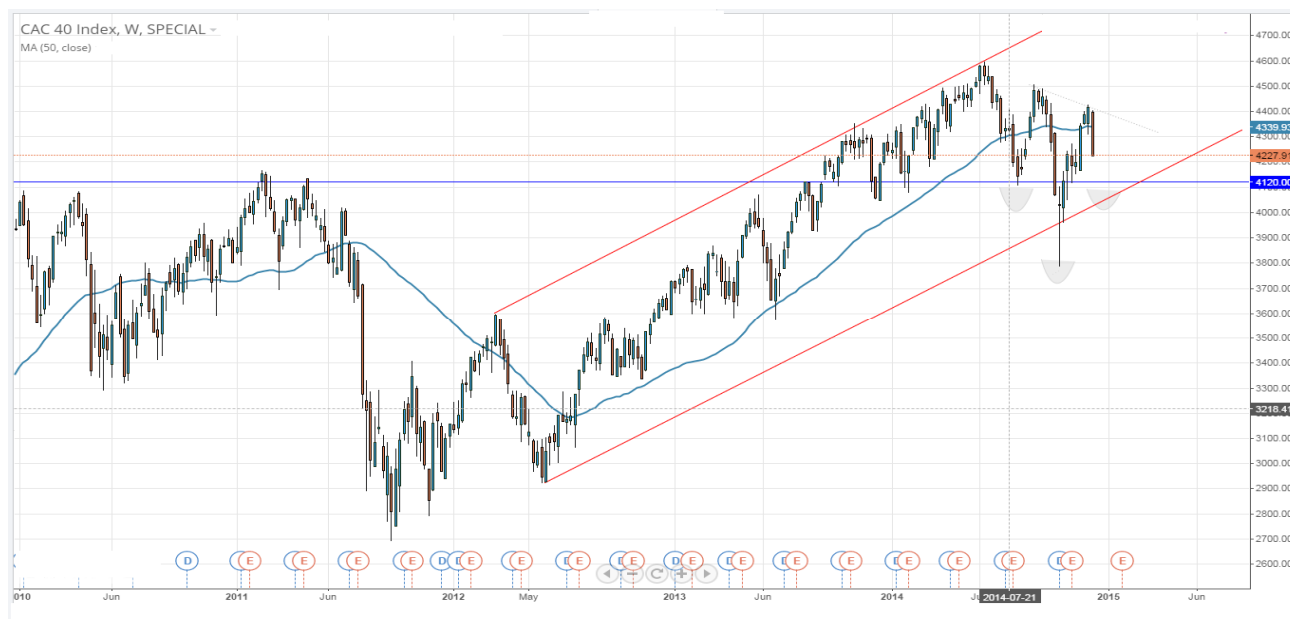
source : <http://www.economies.com/includes/extra/get> (consulté le 29-04-2015)

تمكن مؤشر كاك الفرنسي من اختراق مستوى تصحيح فيبوناتشي 50% لكامل الانخفاض الذي يظهر بالرسم البياني أعلاه، واستقر بسلسلة من الإغلاقات الأسبوعية فوقه، ليني قاعدة دعم متوسطة الأمد فوق 4317.0، ويحصل على حافز إيجابي قوي يدعم استمرار الاتجاه الصاعد خلال الفترة القادمة، والذي ينتظم داخل القناة الصاعدة التي تظهر بالصورة أعلاه.

المحلة الرئيسية التالية تتواجد عند 4752.3، والمتوسط المتحرك 50 يستمر بتقديم الدعم للموجة الصاعدة من الأسفل، في حين من الضروري الانتباه إلى أن كسر مستويات 4317.0 ثم 4052.0 سيضغط على المؤشر لاختبار مناطق 3877.6 مبدئياً قبل أي محاولة إيجابية جديدة.⁽¹⁾

¹<http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/france-40-analysis> (consulté le 29-04-2015)

الشكل رقم (08): تحليل مؤشر CAC40 يوم 2014-12-24



Source : <http://www.economies.com/includes/extra/get> (consulté le 29-04-2015)

بعد الاقتراب من دعم القناة الصاعدة التي تحمل الموجة متوسطة الأمد الصاعدة، والذي يلتقي مع المتوسط المتحرك 50، انعطفت تداولات مؤشر كاك الفرنسي صعوداً ليستأنف مساره التصحيحي الصاعد، والهدف الآن اختبار مستوى 50% فييوناتشي عند 4316.0، ونجاح المؤشر باختراق هذا المستوى سيمد من الموجة الصاعدة لتصل نحو 4751.0⁽¹⁾.

يحصل المؤشر على دعم جيد من مؤشر ستوكاستيك، ليحفز الموجة الصاعدة على الاستمرار نحو الأهداف المقترحة، لكن من الضروري الانتباه إلى أهمية الثبات فوق مستوى 3876.0 للحفاظ على فرص تحقيق هذه الأهداف المنتظرة.

الفرع الثالث: مؤشرات الأسواق اليابانية للأوراق المالية

يوجد في البورصات اليابانية خاصة بورصتي طوكيو وأوساكا العديد من المؤشرات الهامة والتي يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها، ومن أهمها مؤشر نيكاي (NIKKEI)، ومؤشر توبيكس (TOPIX).

أولاً: مؤشر نيكاي (NIKKEI):

1- تعريفه:

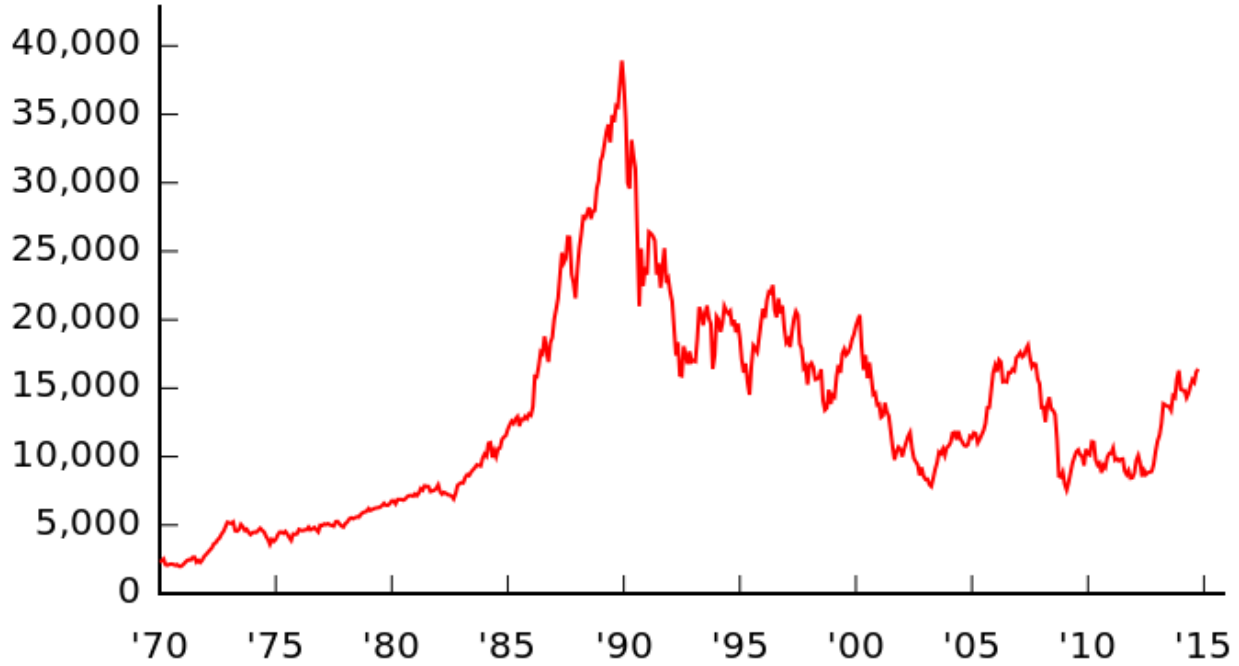
تم إنشاء مؤشر NIKKEI عام 1950م، والذي يتكون من 225 شركة يابانية كبيرة، وبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار الـ 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة

¹<http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/france-40-analysis> (consulté le 29-04-2015)

المكونة له. ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة. (1)

2- تحليل مؤشر NIKKEI

الشكل رقم (09): تحليل مؤشر نيكاي من 1970 إلى 2015



source : <http://ar.wikipedia.org/wiki/> (consulté le 03-05-2015)

يبين لنا المنحنى أن مؤشر نيكاي بلغ أعلى مستوى له في 29 ديسمبر 1989م، خلال فقاعة الأصول اليابانية عندما وصل 38,957.44 نقطة وأغلق عند 38,915.87 نقطة ذلك اليوم، ثم بدأ المؤشر يخسر كل مكاسبه تقريبا. أغلق مؤشر نيكاي مرتفعا 1.1% عند 20133.90 نقطة، مسجلا أعلى مستوى إغلاق منذ أبريل عام 2000. أغلق مؤشر نيكاي القياسي مرتفعا بـ 241.72 نقطة أو 1.25% عند 19,620.91 نقطة وهو أعلى مستوى إغلاق منذ 28 أبريل 2015، وصعد مؤشر تويكس الأوسع نطاقا بـ 10.57 نقطة أو 0.67% عند 1,598.33 نقطة. (2)

¹ حسين قبيلان، مرجع سابق الذكر، ص 106.

² <http://ar.wikipedia.org/>(consulté le 30-05-2015)

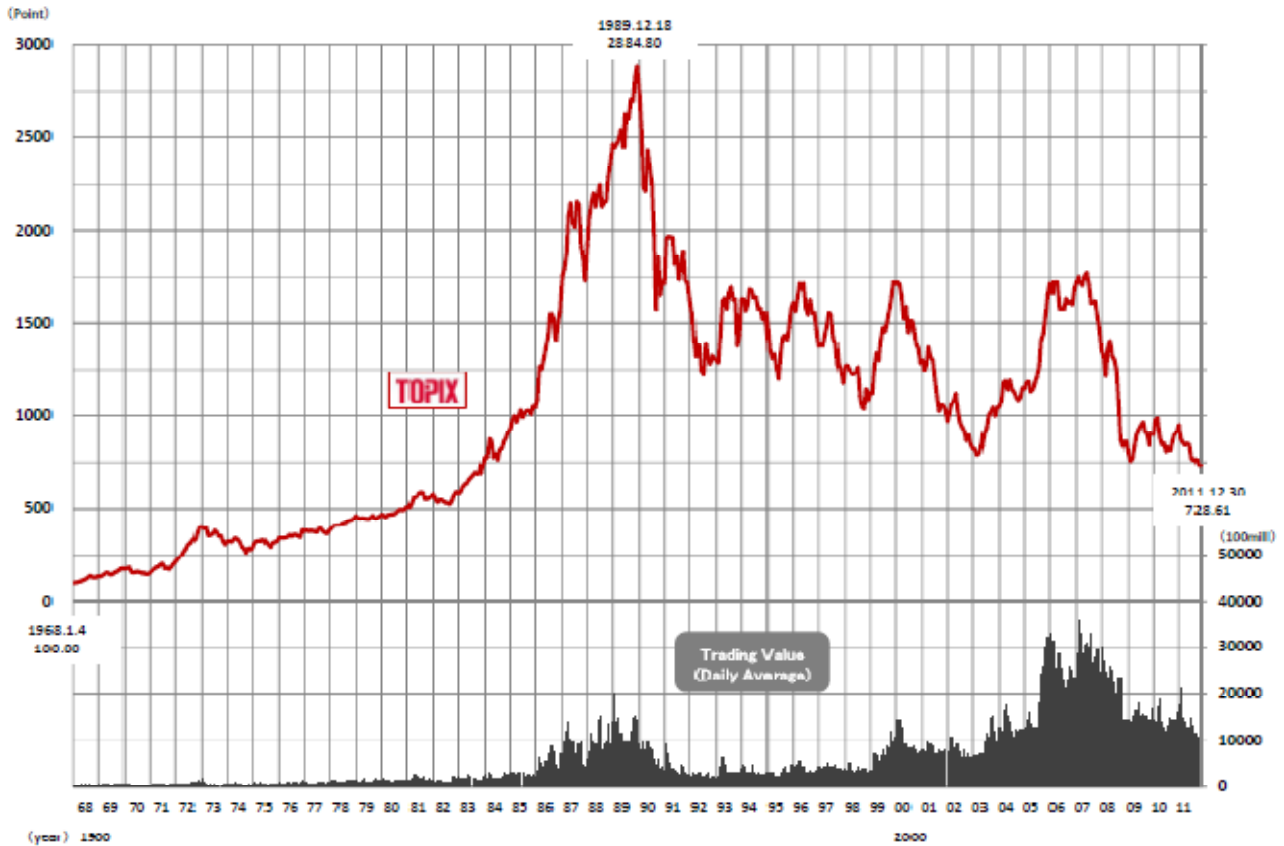
ثانيا: مؤشر توبكس (TOPIX)

1- تعريف المؤشر

تم إنشاؤه بتاريخ 04-01-1968م، وأعطى له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر، ومن هذا فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي. (1)

2- تحليل المؤشر TOPIX

الشكل رقم (10): تحليل مؤشر توبكس الياباني من 1968 إلى غاية 2011



source : <http://www.tse.or.jp/english/market/topix/history/index.html> (consulté le 05-05-2015)

يبين لنا المنحنى الارتفاع البطيء للمؤشر TOPIX وذلك من عام 1968 بـ 100 نقطة إلى غاية 1985 بـ 1000 نقطة، إلى أن يصل إلى أعلى مستوى له في عام 1989 بـ 2884.80 نقطة. ارتفع مؤشر توبكس وهو أوسع المؤشرات لسوق الأسهم اليابانية بنسبة 0.16% في نهاية المعاملات في بورصة طوكيو عام 2006، بعد أن صعد في وقت سابق إلى أعلى مستوياته منذ 15 عاما.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 120.

صعد مؤشر توبكس الأوسع نطاقا بنسبة 0.31% إلى 1779.96 نقطة عام 2000 بعد ارتفاعه في وقت سابق بـ 1782.58 نقطة مقتربا من مستوى 1783.72 نقطة أعلى مستوياته في 2006. إذ تجاوز المؤشر هذا المستوى، حيث سجل أعلى مستوى له منذ عام 1991. (1)

صعد مؤشر توبكس الأوسع نطاقا بـ 1.94 نقطة أو 0.12% عند 1,604.21 نقطة. ارتفع مؤشر توبكس لشركات المعادن الغير حديدية بنسبة 2.9%.

الفرع الرابع: مؤشرات الأسواق البريطانية للأوراق المالية

هناك مؤشرات أكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهم : مؤشر فاين نشال تاتنز 100 ، مؤشر فاين نشال تاتنز الـ 30 ومؤشر فاين نشال تاتنز لكافة الأسهم.

أولا: مؤشر فاين نشال تايمز FT-SE100Chare index 100

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footsi)، ويتكون من 100 سهم من أسهم الفائدة المتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم % 70 من حجم رأس المال المتداول بالبورصة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 12-03-1983م، وتم إعطاء قيمة أساس لهذا المؤشر قدرها 100 في هذا التاريخ.

يعتمد في حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح ويتم تعديله عند الضرورة للاستجابة للتغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لا يرجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس مال الشركات المصدرة لأسهم المؤشر، ويتم حساب قيمته كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه باختصار مصطلح EPIC ويتم نشره على شاشات عرض ملحقة بحاسبات آلية يطلق عليها باختصار TOPIC، في بورصة إنجلترا، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر. (2)

ثانيا: مؤشر فاين نشال تايمز الـ 30 FT30chares index 30

يعتبر من أقدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935 ، ويضم 30 سهما لأكثر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل % 35 من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن، مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة.

¹ <http://www.addustour.com> (consulté le 02-05-2015)

² بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 122.

يعتمد في حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي، ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء لكافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.

ثالثاً: مؤشر فاين نشال تايمز لكافة الأسهم FT-All-Share

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها تختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام، ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا " β "، وهناك العديد من الصناديق الاستثمارية الإنجليزية التي تكون محافظ استثمارية بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر، ويتم حساب هذا المؤشر بالاعتماد على المتوسط الحسابي كما في مؤشر فاين نشال تانز الـ 100.⁽¹⁾

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 123.

المطلب الثاني: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

هناك عدد لا حصر له من المؤشرات في كثير من الدول العربية، وذلك نظرا لحداثة الأسواق بها، ومحاوله كل بورصة أو شركة أو بنك استثماري عمل مؤشر خاص بها. ومن الطبيعي أن بمرور الوقت سيقبل عدد هذه المؤشرات وسيعبر عن كل سوق فقط واحد كما هو حادث في الدول المتقدمة.

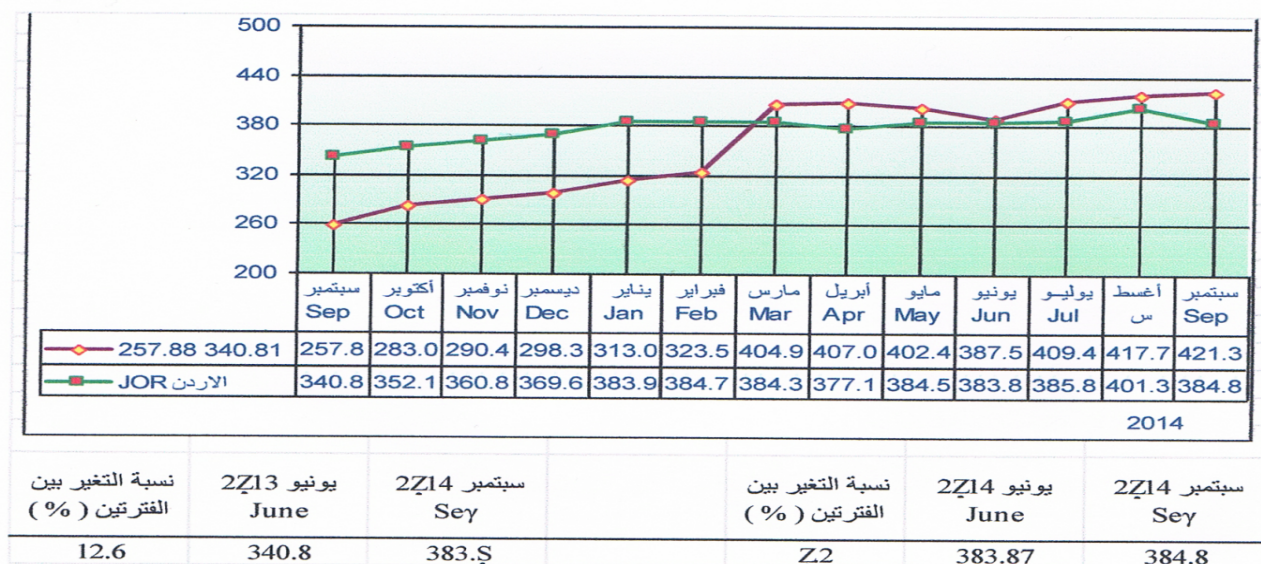
أولاً: مؤشر سوق الأردن المالي

1- مؤشر سوق عمان المالي

منذ مطلع 1992م بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي مرجعي بالقيمة السوقية، وتم تحديد في 31 ديسمبر 1991م فترة أساس بقيمة 100 نقطة، ويقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، تمت زيادتها إلى 60 شركة في 1994م ثم إلى 70 شركة في 2001م. ولاختيار هذه العينة فقد تم الاعتماد على خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة، عدد أيام التداول، معدل دوران الأسهم، حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم الأخذ بعين الاعتبار التمثيل القطاعي عند اختيار العينة.⁽¹⁾

2- تطورات وأداء بورصة عمان

الشكل رقم (11): أداء بورصة عمان للأوراق المالية خلال 2014



المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، الربع الثالث، العدد 78، 2014، ص 15

¹ عبد المجيد المهيلي، "التحليل الفني للأسواق العربية"، الطبعة الرابعة، دون دار وسنة نشر، ص 302

عرفت مؤشرات الأسواق الخاصة ببورصة عمان بعض الارتفاع خلال الفترة من جويلية إلى سبتمبر 2014، فقد سجل مؤشر الصندوق الخاص ببورصة عمان ارتفاعا بنحو 0.2% خلال هذه الفترة مقارنة مع مستواه المسجل بنهاية الربع السابق، كما سجل مؤشر بورصة عمان بدوره ارتفاعا طفيفا بلغ 0.1% خلال نفس الفترة، ويلغلق عند المستوى 2115 نقطة في نهاية سبتمبر 2014.

وعلى الرغم من التحسن الطفيف في مؤشرات الأسعار، إلا أن القيمة السوقية عرفت تراجعا بنحو 860 مليون دولار، ولتصل هذه القيمة إلى 25.61 مليار دولار بنهاية الربع الثالث 2014.

وقد صاحب التراجع في القيمة السوقية، تراجعا في نشاط التداول من حيث عدد الأسهم وقيمة التداول خلال الربع الثالث 2014، حيث تراجعت قيم تعاملات المستثمرين، وذلك للربع الثاني على التوالي، لتسجل نحو 549 مليون دولار مقارنة مع 782 مليون دولار عن الربع السابق، كما تراجع عدد الأسهم المتداولة من 512 مليون سهم عن الربع الثاني 2014، لتصل إلى 372 مليون سهم عن هذا الربع الثالث. وما هو جدير بالذكر أن شهر سبتمبر 2014 كان الأنشط خلال هذا الربع، حيث تم تداول نحو 43.4% من عدد الأسهم.⁽¹⁾

ثانيا: مؤشر سوق الامارات العربية المتحدة للأوراق المالية

1- مؤشر أبو ظبي

مؤشر مرجح بطريقة رسمة السوق، يضم 38 شركة مدرجة في كل من سوق الأوراق المالية بأبو ظبي ودبي، هذه الشركات تمثل نحو 70% من السوق الكلي. الرأسمال السوقي لعدد 52 شركة مسجلة ونشطة قيمته هو 22 بليون دولار، موزعة على القطاعات التالية: 18 مؤسسة مالية ومصرفية، 12 شركة تأمين، 22 شركة خدمات.⁽²⁾ يتم حساب المؤشر من خلال مايلي:

$$I_t = \left[\frac{\sum_{i=1}^n MC_i}{\sum_{i=1}^n MC_{i,t-1}} \right] * I_{t-1}$$

MC = سعر الإغلاق X الأسهم المدرجة

MCi = القيمة السوقية للشركة

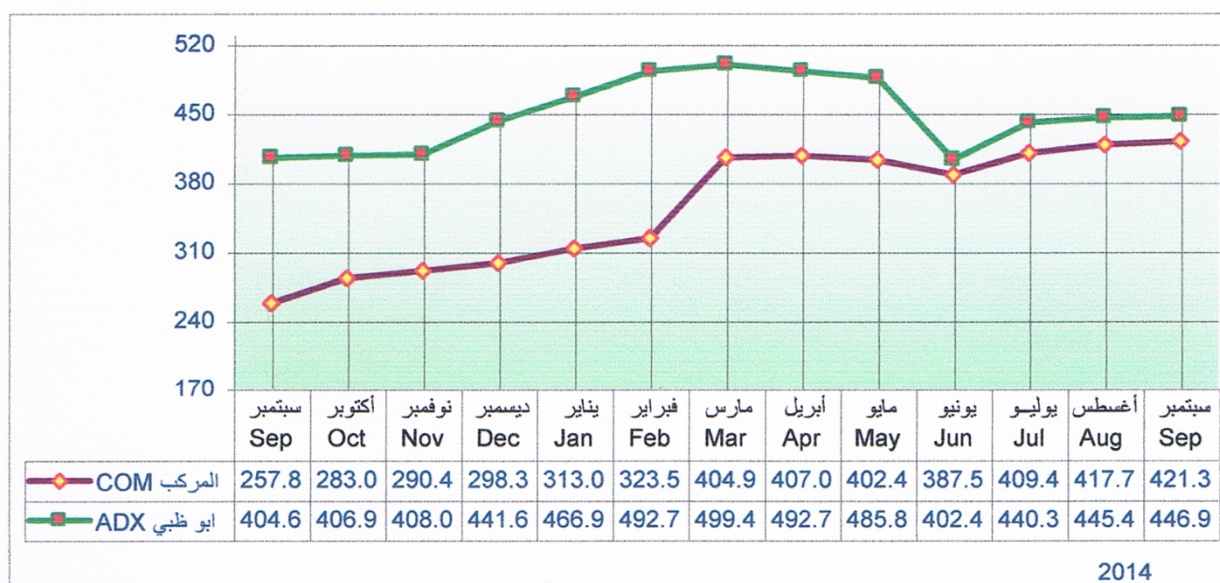
i = 1... n : جميع الشركات المدرجة باستثناء الأجنبية

t = يوم تداول الأسهم

¹ صندوق النقد العربي، "إداء أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، الربع الثالث، العدد 78، 2014، ص 15

² عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 302

الشكل رقم (12): أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013 June	سبتمبر 2014 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014 June	سبتمبر 2014 Sep
12.4	404.7	446.9	11.1	402.4	446.9

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 57

عاودت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق أبوظبي للأوراق المالية للارتفاع خلال الربع الثالث 2014، وذلك بعد أن سجلت بعض التراجع خلال الربع السابق حيث ارتفع مؤشر الصندوق لهذه السوق بنسبة 11.1% بنهاية هذا الربع الثالث، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بنسبة 6.9% عن الربع الذي سبق، أما مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية فقد ارتفع بدوره بنسبة 12.2% بنهاية هذا الربع الثالث، ليغلق عند 5106 نقطة بنهاية سبتمبر 2014.⁽¹⁾ وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتزامناً مع التحسن المحقق في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعاً ربعياً بلغ نحو 10.8 مليار دولار بنهاية الربع الثالث 2014، وصلت القيمة السوقية إلى نحو 126.1 مليار دولار وتبعاً لذلك ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة بنحو 170 مليون دولار، وبلغ هذا المتوسط نحو 1.94 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014.

وعلى صعيد نشاط التداول وعلى الرغم من التحسن في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال هذا الربع الثالث، إلا أن نشاط التداول قد سجل تراجعاً ملموساً فقد انخفضت قيمة التداول لتبلغ نحو 5.2 مليار دولار مقارنة مع

¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 57.

14.5 مليار دولار عن الربع السابق، كما تراجع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 7.2 مليار سهم مقابل 18.9 سهم التي تم تداولها في الربع السابق.

ثالثاً: مؤشر سوق البحرين المالي

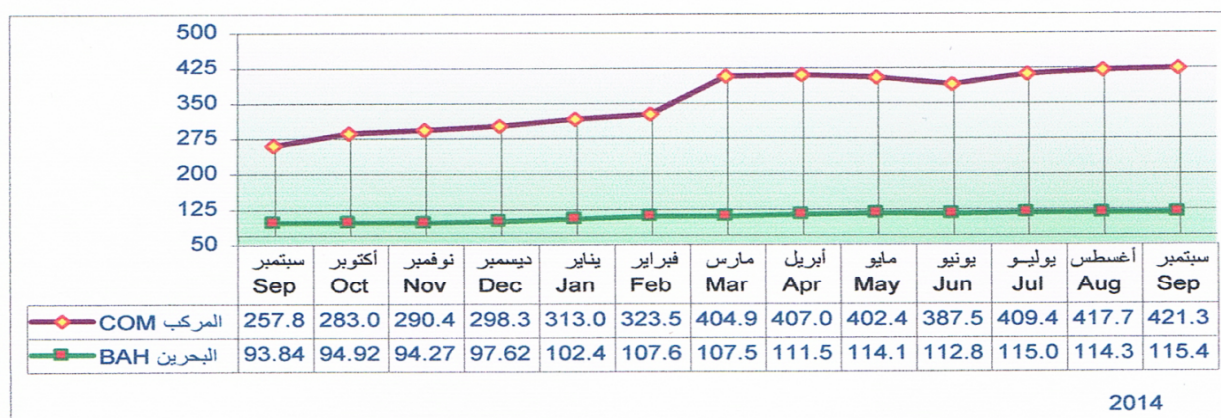
1- مؤشر البحرين المالي

يتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لعدد 24 شركة، وينقسم إلى 06 مؤشرات ثانوية تمثل قطاعات مختلفة هي: البنوك، الفنادق والسياحة، الصناعة، التأمين، الاستثمار والخدمات.

بدأ المؤشر في 16 جويلية 1989م، يتكون السوق البحريني من 42 شركة مدرجة برأس مال إجمالي قيمته 06 بلايين دولار. (1)

2- تطورات وأداء سوق البحرين للأوراق المالية:

الشكل رقم (13): أداء سوق البحرين للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013	سبتمبر 2014	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014	سبتمبر 2014
	June	Sey		June	Sey
	23.7	115.45	2.3	112.87	115.45

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 19
استمرت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق البحرين للأوراق المالية بالارتفاع خلال الربع الثالث من 2014، ولكن بوتيرة أبطء مما كانت عليه في الربع الثاني من هذا العام حيث سجل مؤشر الصندوق لهذه السوق ارتفاعاً بلغت نسبته 2.3% خلال هذا الربع الثالث، مقارنة بارتفاع بلغ نحو 4.9% عن الربع السابق، وفي نفس السياق ارتفع مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية بنحو 3.4% وليسجل هذا المؤشر نحو 1476 نقطة بنهاية سبتمبر 2014. (2)

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 303.

² صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 19.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتزامنا مع التحسن المسجل في مؤشرات الأسعار أظهرت البيانات ارتفاعا في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة بنهاية هذا الربع الثالث، وتبلغ نحو 22.46 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014، محققة بذلك زيادة ربعية بنحو 940 مليون دولار. وقد أدى ذلك إلى ارتفاع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة بنهاية سبتمبر 2014 ليلعب نحو 478 مليون دولار مقارنة مع 458 مليون بنهاية الربع السابق.

وعلى صعيد نشاط التداول وعلى الرغم من التحسن المحقق في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال الربع الثالث 2014، إلا أن عدد وقيمة السهم خلال ذات الفترة سجلت تراجعاً ملموساً بالمقارنة مع الربع السابق، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة من نحو 380 مليون سهم ليصل إلى 134 مليون سهم تم تداولها خلال هذا الربع الثالث، كما تراجع قيمة التداولات إلى 83 مليون دولار عن الفترة من جويلية إلى سبتمبر 2014 قياساً بنحو 295 مليون دولار قيمة التداولات عن الربع السابق.

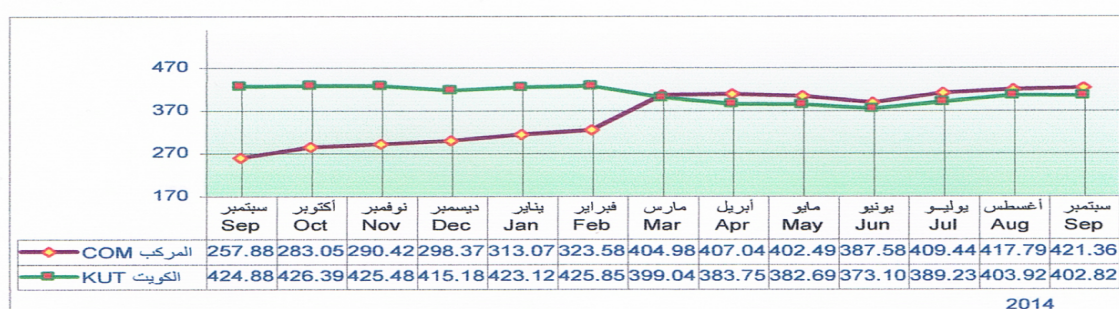
رابعا: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

1- مؤشر الكويت للأوراق المالية

مؤشر لأسعار الأسهم وهو مرجح بالقيمة السوقية لعدد 35 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية وذلك من مجموع 90 شركة رأس مالها الإجمالي نحو 25 بليون دولار أمريكي، وهي موزعة على مختلف القطاعات نذكرها فيما يلي: 08 شركات في قطاع البنوك، 20 في قطاع الاستثمار، 04 في قطاع التأمين، 13 في القطاع العقاري، 16 في قطاع الصناعة، 15 في الخدمات، 04 في صناعة الأغذية، إضافة إلى 10 شركات غير كويتية.⁽¹⁾

2- تطورات وأداء أسواق الكويت للأوراق المالية

الشكل رقم (14): أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013	سبتمبر 2014	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014	سبتمبر 2014
	2013 June	2014 Sey		2014 June	2014 Sey
	-5.2	424.9		373.1	422.8
		422.8			

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 39

¹عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 303.

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعا خلال الربع الثالث 2014، ليعكس بذلك التراجع المسجل في الربع الذي سبق فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه السوق بنحو 8% بالمقارنة مع تراجعته بنسبة 6.5 عن الربع الذي سبق، أما مؤشر سوق الكويت المالي فقد سجل بدوره ارتفاعا بلغت نسبته 9.3% خلال نفس الفترة، وليغلق هذا المؤشر عند مستوي 7622 نقطة في نهاية سبتمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتزامنا مع التحسن المحقق في مؤشرات الأسعار، عرفت هذه القيمة ارتفاعا لتصل إلى 113.8 مليار دولار بنهاية الربع الثالث 2014، محققة بذلك زيادة بنحو 4.3 مليار دولار عن القيمة المسجلة بنهاية الربع السابق. (1)

وكتيجة لهذه التطورات ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة بنهاية سبتمبر 2014 ليلعب نحو 527 مليون دولار، وبزيادة قدرها 20 مليون دولار عن المتوسط المسجل بنهاية جوان من هذا العام.

وعلى صعيد نشاط التداول شهد الربع الثالث 2014 ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة مع تراجع في قيمة التداولات، وذلك بالمقارنة مع الربع السابق، وقد يعزى ذلك إلى قيام المتعاملين بتركيز تداولاتهم على الأسهم ذات القيمة السوقية المنخفضة، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 15.7% ليصل إلى نحو 13 مليار سهم، فيما تراجعت قيمة التداولات بنسبة 14.4%، وذلك خلال نفس فترة المقارنة، ومما هو جدير بالذكر فإن شهر سبتمبر وحده قد استحوذ على نحو 48.5% من إجمالي قيمة التداول خلال هذا الربع.

خامسا: مؤشر بورصة الدار البيضاء

1- مؤشر مازي

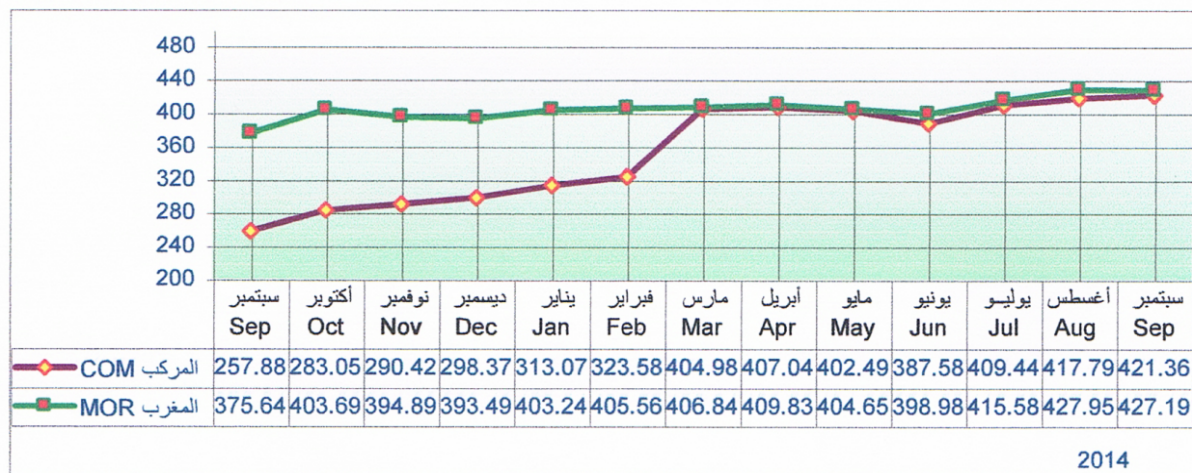
يعتبر المؤشر الشامل للأسهم المغربية، بكونه مؤشرا شاملا للرسكلة، يضم مؤشر مازي جميع القيم من نوع الأسهم المسومة في بورصة دار البيضاء، ويتم حسابه ونشره في الزمن الحقيقي، كما يهدف إلى تقديم تطور السوق على العموم وتقديم مرجعية ذات أمد طويل. (2)

¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 39.

² عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 303 - 304

2- تطورات وأداء بورصة الدار البيضاء

الشكل رقم (15): أداء بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013 June	سبتمبر 2014 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014 June	سبتمبر 2014 Sep
13.7	375.6	427.15	7.1	398.98	427.15

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 53

ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المغربية عن الربع الثالث 2014 لتعكس بذلك التراجع المسجل عن الربع السابق، وذلك كما تظهره هذه المؤشرات، فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 7.1%، في حين كان هذا المؤشر قد سجل انخفاضا بنحو 1.9% عن الربع السابق، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء فقد ارتفع بدوره بنحو 9.3% خلال هذا الربع الثالث، وليغلق عند 10081 نقطة في نهاية سبتمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع التحسن المسجل في مؤشرات الأسعار خلال الربع الثالث، شهدت هذه القيمة تحسنا بنحو 1.2 مليار دولار عن القيمة المسجلة بنهاية الربع السابق، ولتصل هذه القيمة إلى 56.9 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014.⁽¹⁾

وفي نفس السياق ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة ليبلغ نحو 769 مليون دولار بنهاية سبتمبر 2014، أي أكثر بنحو 16 مليون دولار عن هذا المتوسط في نهاية الربع الثاني من العام ذاته.

وعلى صعيد نشاط التداول وبالرغم من التحسن في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال هذا الربع الثالث، إلا أن نشاط التداول شهد بعض التراجع حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة عن هذه الفترة بنحو 166 مليون دولار ولتصل إلى 766 مليون دولار. كما تراجع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2014 ليبلغ 50.9 مليون سهم.

¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 53.

سادسا: مؤشر سوق المملكة العربية السعودية

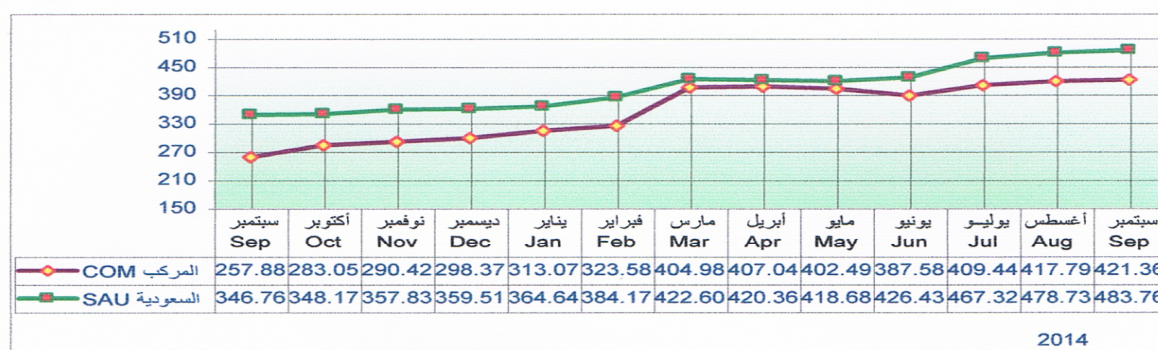
1- المؤشر العام للأوراق المالية

تقوم مؤسسة النقد السعودي (ساما SAMA) بحساب المؤشر العام للأوراق المالية، وهو يضم جميع الشركات المدرجة بالسوق السعودي. (1)

في عام 2001م كانت هناك 76 شركة منها: 09 مؤسسات في قطاع البنوك بقيمة 35 بليون دولار، 23 شركة في قطاع الصناعة بقيمة 17.4 بليون دولار، 08 شركات إسمنت بقيمة 7.64 بليون دولار، 17 شركة في قطاع الخدمات بقيمة 3 بلايين دولار، 05 شركات كهرباء بقيمة 9.8 بليون دولار، و 09 شركات زراعية بقيمة 302 مليون دولار.

2- تطورات وأداء السوق المالية السعودية

الشكل رقم (16): أداء السوق المالي السعودي خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013 June	سبتمبر 2014 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014 June	سبتمبر 2014 Sep
35.5	346.8	483.76	13.4	426.43	483.76

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 29

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالسوق المالية السعودية ارتفاعا ملموسا خلال الربع الثالث 2014، وبوتيرة أقوى من الارتفاع المحقق في الربع السابق، فقد سجل مؤشر الصندوق الخاص بالسوق السعودية ارتفاعا بنحو 13.4% مقارنة مع ارتفاع بنحو 0.9% عن الربع الذي سبق، أما مؤشر السوق المالية السعودية فقد سجل بدوره ارتفاعا بلغت نسبته 14.1% خلال نفس الفترة، وليغلق هذا المؤشر عند 10855 نقطة في نهاية سبتمبر 2014. (2)

وانعكاسا للارتفاع الملموس المحقق في مؤشرات الأسعار خلال هذا الربع الثالث سجلت القيمة السوقية ارتفاعا كبيرا بلغ نحو 71.4 مليار دولار ولتصل هذه القيمة إلى ما يقارب 590 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014، وفي نفس السياق

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 304.

² صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 29.

ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الوحيدة ليلغ نحو 3.5 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014 مقارنة مع 3.12 مليار دولار بنهاية الربع الثاني.

على الرغم من التحسن الكبير في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال هذا الربع الثالث إلا أن نشاط التداول لم يتفاعل إيجابيا فقد تراجعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث خلال 2014، لتسجل نحو 142 مليار دولار قياسا بالقيمة المسجلة في الربع السابق والبالغة 174.6 مليار دولار كما تراجع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 15.6 مليار سهم مقابل نحو 21 مليار سهم وذلك عن ذات الفترة المقترنة، مما هو جدير بالذكر أن شهري أوت وسبتمبر من هذا العام قد استحوذا على معظم قيمة هذه التداولات وبنحو 109.3 مليار دولار.

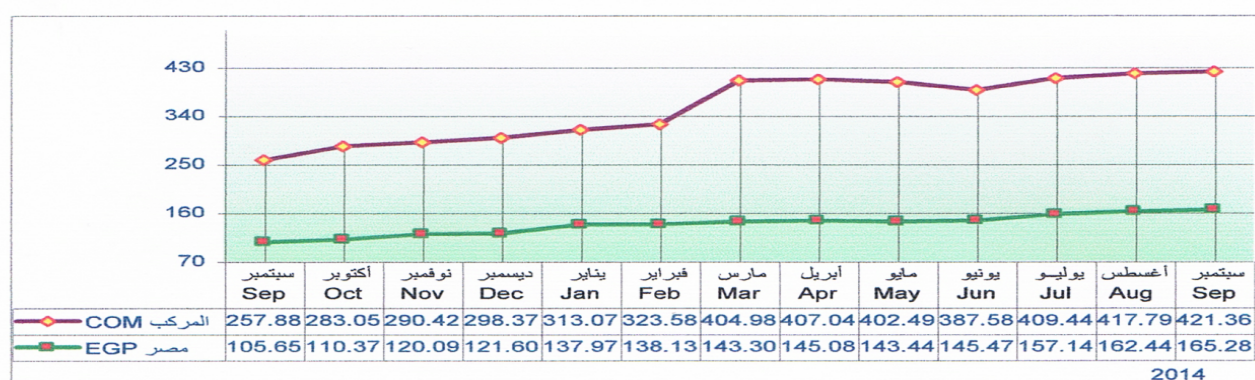
سابعاً: مؤشر سوق مصر المالي

1- مؤشر كاس CASE30

تم حساب مؤشر CASE30 لبورصتي القاهرة والاسكندرية منذ أول جانفي 1998م، وقد كانت قيمة المؤشر أول يوم حسابه 1000 نقطة. وهو يشمل أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، ويقوم بقياس العائد على الاستثمار الناتج عن التغير في القيمة السوقية للأوراق المالية الناتجة من ربح أو خسارة رأسمالية فقط، ويتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لحساب الأسهم الحرة التداول. (1)

2- تطورات وأداء البورصة المصرية

الشكل رقم (17): أداء البورصة المصرية للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013	سبتمبر 2014	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014	سبتمبر 2014
56.4	105.6	165.3	13.6	145.47	165.3

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص47
 حققت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المصرية ارتفاعات ملموسة عن الربع الثالث 2014، هذه الارتفاعات التي بدأت منذ منتصف العام الماضي، وقد يعزى ذلك إلى تحسن الأوضاع السياسية في مصر، فقد سجل مؤشر

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 304.

الصندوق لهذه السوق خلال الربع الثالث 2014 ارتفاعاً بنسبة 13.6%، مقارنة مع ارتفاعه بنسبة 1.5% عن الربع الذي سبق. أما المؤشر المحلي للبورصة المصرية فقد ارتفع بدوره بنسبة 17.8% عن نفس الفترة، ويلغلق عند مستوى 9611 نقطة بنهاية سبتمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وانسجاماً مع الارتفاع المحقق في مؤشرات الأسعار، فقد ارتفعت هذه القيمة لتبلغ نحو 73.8 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014، محققة بذلك زيادة تجاوزت 7 مليار دولار مقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية جوان من عام 2014.

وعلى صعيد التداول وعلى الرغم من التحسن المحقق في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال هذا الربع الثالث، إلا أن نشاط التداول لم يتفاعل إيجابياً مع هذا التحسن، حيث أظهرت البيانات أن قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2014 قد سجلت تراجعاً لتبلغ نحو 7.9 مليار دولار مقارنة مع 12.7 مليار دولار عن الربع السابق، ونتيجة لذلك تراجع معدل دوران الأسهم من 19% عن الربع الثاني من هذا العام ليصل إلى 10.7% عن الربع الثالث 2014. (1)

ثامنا: مؤشر سوق قطر

يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر.

1- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

تم إطلاق هذا المؤشر عام 1986 بـ 100 نقطة وهو يحتسب على أساس المعادلة الآتية: (2)

إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة مدرجة في المؤشر X مؤشر الأسعار ليوم الأساس

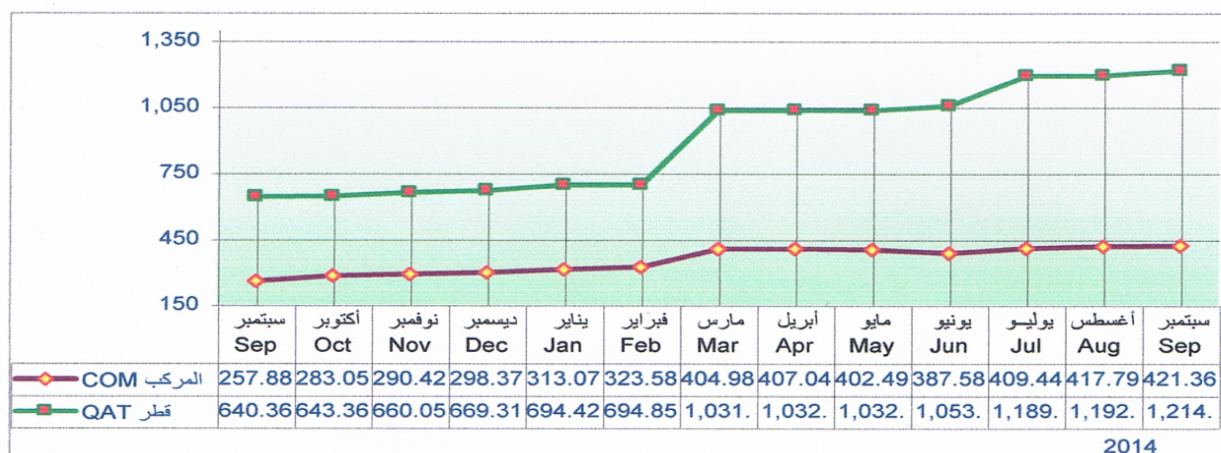
مؤشر سوق الدوحة = $\frac{\text{إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر}}{\text{مؤشر سوق الدوحة = 100 نقطة}}$

¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 47.

² عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 305.

2- تطورات وأداء بورصة قطر

الشكل رقم (18): أداء بورصة قطر للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013 June	سبتمبر 2014 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014 June	سبتمبر 2014 Sep
85.7	640.36	1214.57	15.3	1053.59	1214.57

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 67
 عاودت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة قطر بالارتفاع وبشكل ملموس خلال الربع الثالث 2014، وذلك بعد أن كان الربع السابق قد سجل بعض التراجع، حيث ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 15.3% خلال الربع الثالث، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بنسبة 1.8% عن الربع السابق، أما مؤشر بورصة قطر فقد ارتفع بدوره بنسبة 19.5% خلال الربع الثالث، ويغلق عند مستوى 13728 نقطة بنهاية سبتمبر 2014.⁽¹⁾
 وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتزامناً مع التحسن المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعاً ملحوظاً تجاوزت نسبته 16% وبلغ نحو 202.1 مليار دولار بنهاية الربع الثالث 2014، وقد أدى ذلك إلى ارتفاع في متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة بنحو 670 مليون دولار، وبلغ هذا المتوسط نحو 4.81 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014.

وعلى صعيد نشاط التداول، شهدت قيم أحجام التداول تراجعاً ملموساً خلال الربع الثالث 2014 على الرغم من التحسن المسجل في كل من مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية، حيث سجلت قيمة الأسهم المتداولة تراجعاً بنحو 36% وبلغ نحو 12.25 مليار دولار، كما تراجع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 1018 مليون سهم مقارنة بـ 1693 مليون سهم تم تداوله في الربع السابق.

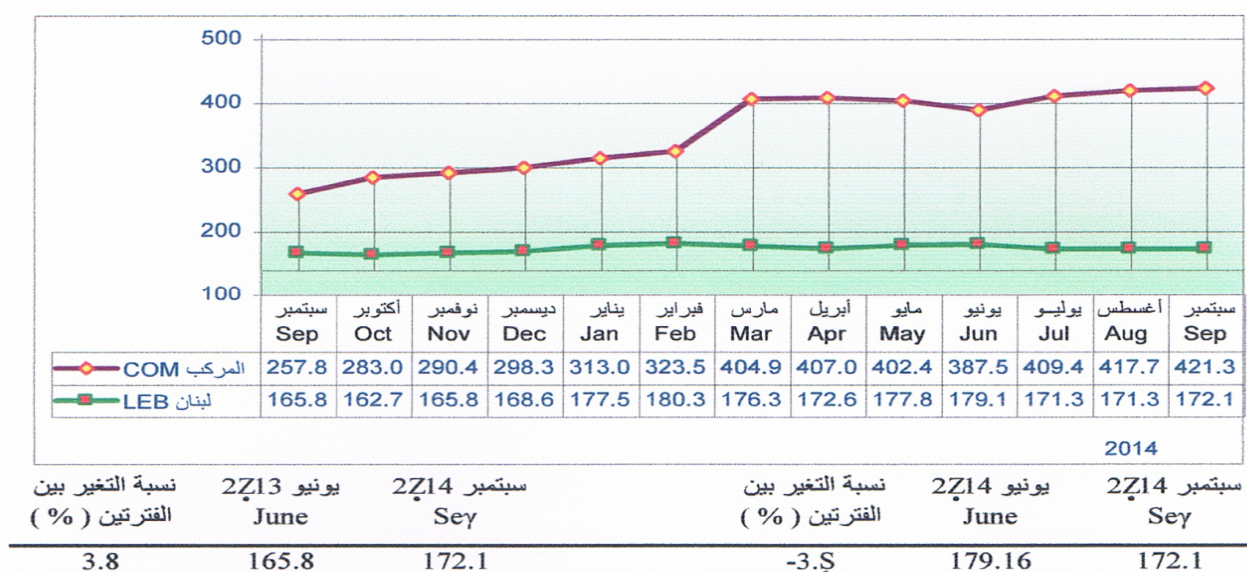
¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 67.

1- مؤشر بلومفي (BLOM 30)

وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار.⁽¹⁾

2- تطورات وأداء بورصة بيروت

الشكل رقم (19): أداء بورصة بيروت للأوراق المالية خلال 2014



المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 43
 عكست مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة بيروت الاتجاه الإيجابي الذي كان سائدا خلال الأشهر 06 الأولى من العام الجاري، وسجلت هذه المؤشرات بعض الانخفاض وذلك عن الربع الثالث 2014، حيث سجل مؤشر الصندوق لهذه السوق تراجعاً بنسبة 3.9% خلال هذا الربع بالمقارنة مع الارتفاع بنسبة 4.6 و 1.6% على التوالي، وكان قد سجلها بنهاية الربعين الأول والثاني من هذا العام، وفي السياق نفسه تراجع مؤشر بورصة بيروت عن ذات الفترة بنسبة 3.7%، وليغلق عند مستوى 106.2 نقطة في نهاية سبتمبر 2014. وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتزامناً مع التراجع المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة بيروت تراجعاً بنحو 135 مليون دولار، وذلك عن هذا الربع الثالث ولتصل هذه القيمة إلى نحو 11.08 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014.⁽²⁾

وعلى صعيد مؤشرات التداول في بورصة بيروت، وعلى الرغم من التراجع المحقق في مؤشرات الأسعار، إلا أن عدد وقيم الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2014 قد شهدت تحسناً ملحوظاً، حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنحو

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 305.

² صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 43.

33.5 مليون سهم خلال هذا الربع الثالث، وليصل العدد الإجمالي لهذه الأسهم إلى 45.9 مليون سهم. كما سجلت قيمة التداولات ارتفاعاً لتبلغ نحو 289.8 مليون دولار عن هذا الربع مقارنة مع تداولات بلغت قيمتها نحو 108 مليون دولار عن الربع السابق، وقد استحوذ شهر سبتمبر الجاري على نحو 79% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2014.

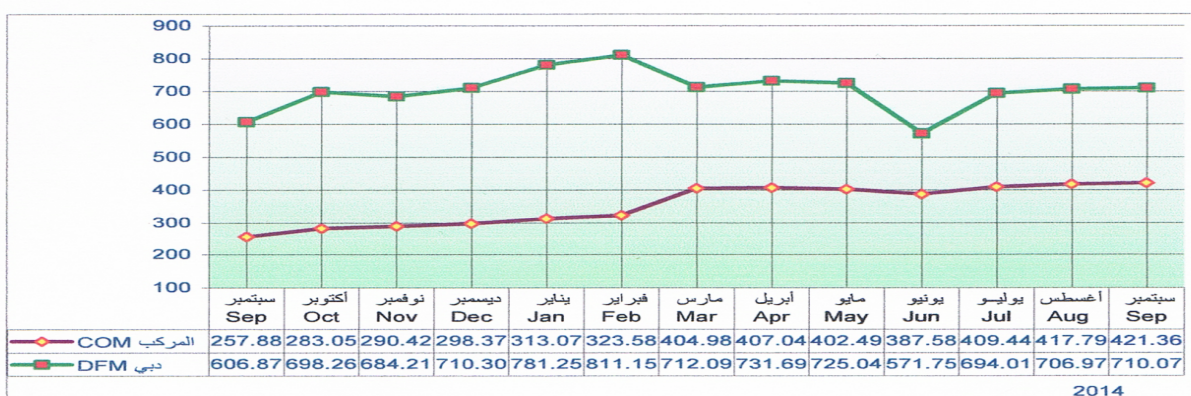
عاشرا: سوق دبي للأوراق المالية

1- مؤشر داو جونز مركز دبي المالي العالمي (تايتنز 50)

في 06 جويلية 2004م، أعلن عن إطلاق أول مؤشر من نوعه لأسهم كبرى لشركات المنطقة العربية بأكملها (مؤشر داو جونز مركز دبي المالي العالمي ، تايتنز 50) الذي يضم أسهم 50 شركة كبرى في 10 دول عربية وهي: البحرين، مصر، الأردن، الكويت، لبنان، المغرب، تونس، عمان، قطر، بالإضافة إلى دولة الامارات العربية المتحدة. (1)

2- أداء سوق دبي المالي

الشكل رقم (20): أداء سوق دبي للأوراق المالية خلال 2014



نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2013 June	سبتمبر 2014 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2014 June	سبتمبر 2014 Sep
17.7	606.87	710.07	24.2	571.75	710.07

المصدر: صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق الذكر، ص 61
سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق دبي المالي ارتفاعاً ملموساً خلال الربع الثالث 2014، عاكسة بذلك الاتجاه النزولي المسجل خلال الربع الماضي، حيث ارتفع مؤشر الصندوق بنهاية هذا الربع الثالث بشكل كبير وبنسبة 24.2%، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بنسبة 6.9% خلال الربع السابق. أما مؤشر سوق دبي المالي فقد سجل بدوره ارتفاعاً ملموساً بلغت نسبته 27.9% خلال نفس الفترة، ويلغق عند مستوى 5043 نقطة بنهاية سبتمبر

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق الذكر، ص 305.

2014، وقد قاد هذه الارتفاعات بشكل رئيسي قطاع العقار والانشاءات والذي ارتفع مؤشره بأكثر من 40%. وما هو جدير بالذكر فإن الجزء الأكبر من هذا الارتفاع في مؤشرات الأسعار سيحقق في جويلية 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وتزامنا مع التحسن الملموس في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعا ربعيا كبيرا بنهاية الربع الثالث 2014، حيث بلغت نسبته 22.2% وتصل هذه القيمة إلى نحو 97.4 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2014⁽¹⁾.

وعلى صعيد نشاط التداول وعلى الرغم من التحسن في كل مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية، إلا أن هذا النشاط قد سجل تراجعاً وبشكل ملموس، حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 38% وتبلغ نحو 21.4 مليار دولار، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بأكثر من 10 مليار سهم ويصل هذا العدد إلى 31.8 مليار سهم وذلك على الربع الثالث 2014.

حادي عشر: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في خمس عشرة سوقاً، ويعتمد في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب مؤشر كل دولة على حدى وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية. يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر⁽²⁾.

الصيغة الرياضية: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العامة للمؤشر هي عندما تكون $i > 1$

$$Xi = 100 \quad Bi = Mi \quad i=1 \quad \text{عندما تكون}$$

Xi: المؤشر عند الفترة i

Bi: القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i = 1$ الفترة الأولى.

Mi: القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i .

\bar{Mi} : القيمة السوقية المعدلة، تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة لمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم.

¹ صندوق النقد العربي، مرجع سابق الذكر، ص 61.

² تقرير صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للربع الرابع، العدد 56، 2008، ص 91-92.

القيمة السوقية M : تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر والقيمة السوقية لكل سهم P_i
 N_i .

حيث:

P_i : آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة A .

N_i : عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة A .

$\overline{M_i}$ القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيم السوقية المعدلة عند الفترة A بالصيغة التالية:

$$\overline{M_i} = (M_i - l_i - R_i - N_i) + (Q_i - 1)$$

حيث:

L_i : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة A ، وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i : القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة A ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروب بعدد الأسهم.

N_i : القيمة السوقية لأي أسهم في المؤشر في الفترة السابقة و التي تم حذفها خلال الفترة A ، ويمكن حذف الأسهم من المؤشر من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

خلاصة الفصل:

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية مرآة تعكس الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، كما أنها تعتبر أداة هامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية. حيث أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وأهمها: التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار، كما يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، كما أنها تكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة الأوراق المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق، وذلك دون متابعة أداء الورقة المالية على حدى.

الفصل الثالث:

إدارة المحفظة

الاستثمارية

تمهيد الفصل:

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها.

وستتناول في هذا الفصل ثلاث مباحث وهي كالآتي:

❖ المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

❖ المبحث الثاني: نظرية المحفظة وقياس مخاطر وعائد المحفظة الاستثمارية

❖ المبحث الثالث: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى

المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية، وكأي عملية إدارية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار.

المطلب الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية

إن أول من كتب في المحفظة الاستثمارية هو المحلل الأمريكي ماركويتز وكان ذلك في عام 1952، ثم جاء بعده عدد من المحللين أمثال كورن وشارب... الخ، حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات والستينات.

عند سماع كلمة محفظة يتبادر إلى الذهن الشيء الذي نحمله معنا باستمرار والذي نضع فيه النقود، والتي نحملها معنا وبطاقات الائتمان وإثبات الشخصية ورخصة القيادة وأي وثائق نرى أنه من الضروري حملها معنا باستمرار. بمعنى آخر فإن المحفظة تحتوي على خليط من الأشياء الثمينة التي نمتلكه. أما في الاستثمار فإن كلمة محفظة تعني أننا نمتلك استثمارات متعددة مثل السلع الثمينة كالذهب والفضة والمعادن النفيسة الأخرى وكذلك يمكن أن تحتوي على عقارات وأراضي، ويمكن أن تحتوي على أوراق مالية مثل الأسهم والسندات. أي أن المحفظة تحتوي على خليط من الاستثمارات ويمكن كذلك أن تتكون المحفظة من أوراق مالية فقط.

الفرع الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية

التعريف الأول: هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها، كما تضم أدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة، وكل ما لا يوجد للانتفاع والاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المرشحة.⁽¹⁾

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، " الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 21.

التعريف الثاني: تعرف محفظة الاستثمار على أنها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة، أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية. (1)

التعريف الثالث: يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون إما مالكةا أو مؤجرا فقط، وتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع:

- محفظة ذات الأصول المالية
- محفظة ذات الأصول الحقيقية
- محفظة ذات الأصول المختلطة وهي النوع الغالب. (2)

التعريف الرابع: هي تشكيلة من موجودين أو أكثر من الموجودات المختلفة في النوع والعدد بشكل عام، ويشار إليها بشكل خاص على أنها تشكيلة من الأوراق المالية: أسهم ، سندات، أسهم وسندات التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم الأرباح. (3)

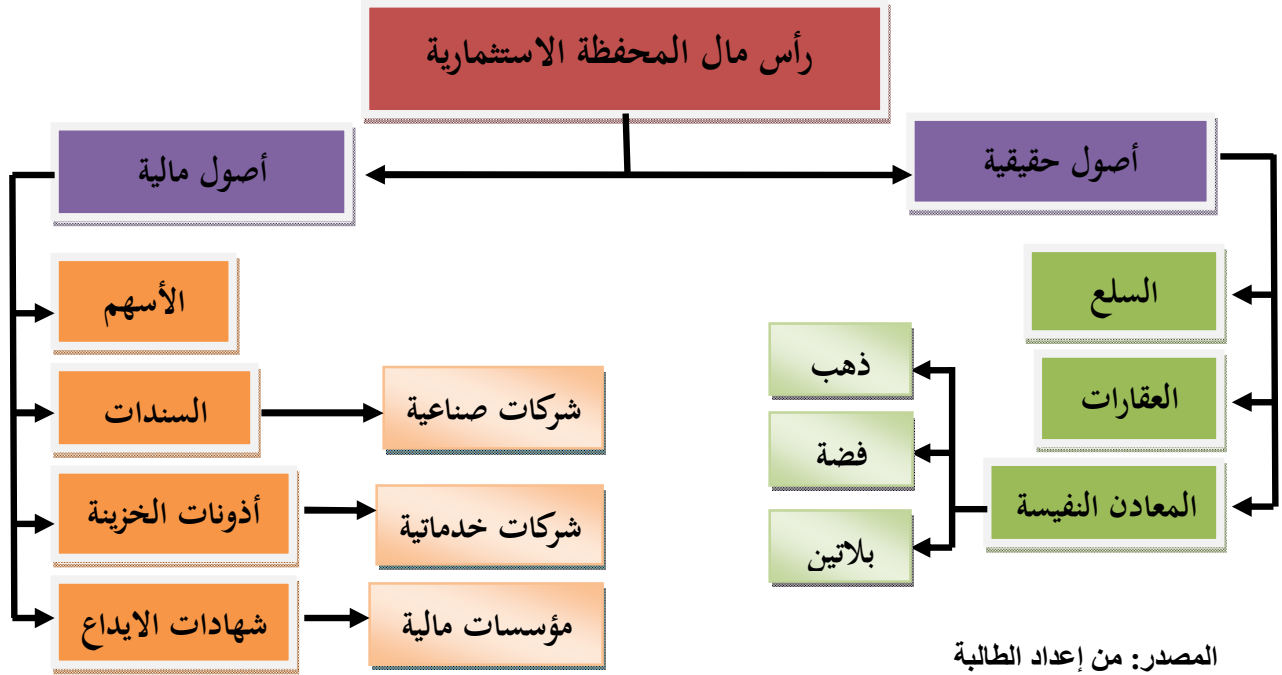
من خلال التعاريف السابقة للمحفظة الاستثمارية يمكن أن نعطي تعريف شامل لها: المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأدوات الاستثمارية، سواء كانت أدوات مالية مكونة من أسهم أو سندات أو كانت مكونة من أدوات حقيقية والتي تشمل العقارات والمعادن النفيسة (ذهب وفضة)، ويتم إدارتها من طرف مدير المحفظة، حيث تهدف المحفظة الاستثمارية إلى تحقيق أكبر عائد وبأقل مخاطرة ممكن.

¹ محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي، التحليل الفني، أدوات التحليل المالي ، مؤشرات أداء السوق، اتجاهات الأسعار، محفظة الاستثمار"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2011، ص 409.

² ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، " أساسيات الإستثمار العيني والمالي " دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999، ص 261.

³ محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 26.

الشكل رقم (21): مكونات رأس مال المحفظة الاستثمارية



الفرع الثاني: خصائص المحفظة الاستثمارية

تمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل: العقارات، الذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أذونات الخزينة والخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر.

كما تتمتع الأصول الحقيقية أو الاستثمارات الحقيقية بمجموعة من الخصائص منها:

- عدم تجانسها لذلك فإنها تحتاج إلى نوع من الخبرة والتخصص في كل مجال من مجالاتها.
- منخفضة السيولة وذلك لصعوبة تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية محددة وبدون خسارة.
- ارتفاع نفقاتها كنفقات النقل والتخزين .. الخ. (1)

أما الاستثمارات المالية فيقصد بها الحقوق على الثروة و يترتب في حيازتها حق مالي يخول لصاحبها المطالبة بأصل حقيقي، وعادة ما يكون هذا الحق مرفق بصك أو مستند قانوني، ومن أمثلة الاستثمارات في الأصول المالية: الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد والسوق المالي.

¹ بن موسى كمال، " المحفظة الاستثمارية: تكوينها مخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004، ص 37.

أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و لكنها منخفضة المخاطر، وأخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد. وعلى الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية إلا أنها بمفهومها الضيق يمكن أن تكون أكثر تخصصاً بحيث تشمل فقط بعض الأدوات الاستثمارية التي تهدف إلى تفادي المخاطر الكبيرة التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار عن طريق التنويع الذي يعتمد عليه مبدأ المحفظة مع ضمان حد مقبول من الدخل ونمو مضطرب من رأس المال بالإضافة إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من مميزات الاستثمار الناجح أي زيادة القيمة السوقية لرأس المال.

المطلب الثاني: أنواع ووظائف المحفظة الاستثمارية

في هذا المطلب سنتعرف على أهم أنواع المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى الوظائف المختلفة التي تقوم بها.

الفرع الأول: أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية إلى الأنواع التالية:

أولاً: محفظة النمو

وهي المحفظة التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو العوائد، وفي هذا النوع من المحافظ تكون معدلات النمو المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات الاستثمارية (اعتماد الأدوات التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها).

ثانياً: محفظة الدخل

ترتكز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، حيث أن غالبية الأشخاص الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يجذبون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر. (1)

ثالثاً: المحفظة المتوازنة

وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين قصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى سيولة، والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد، وهذا يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط والمخاطرة. (2)

الفرع الثاني: وظائف المحفظة الاستثمارية

تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية على إنجاز مهمات عديدة، أهمها:

- 1- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية وكل ذلك بناء على مسوحات أولية للأسواق المالية و الفرص المتاحة.
- 2- تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية و ذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر.

¹ حسين خريوش، وآخرون، " الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، الأردن، 1996، ص 67.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق الذكر، ص 26.

- 3- توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط و العقلانية مع القبول بھامش ضروري للمخاطرة و ذلك بالاستناد إلى تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية و العمل في ظروف تتميز بالشفافية.
- 4- إقرار السياسة الاستثمارية لما يتناسب مع محتويات المحفظة و ظروف السوق و البيئة السائدة.
- 5- دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية و الايجابية لهذه القرارات.
- 6- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق و إنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداء و التداول الحر للأدوات الاستثمارية.
- 7- بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.
- 8- تخصيص المحفظة و عملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية و المالية، خاصة بالنسبة للضرائب المختلفة وهو ما يكون بالابتعاد عن أي تصرف يتم عن التهرب الضريبي أو أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى.⁽¹⁾
- 9- صياغة الخطط المختلفة بما فيها الخطط الاستراتيجية طويلة الأجل، و القصيرة الأجل والتي تتعلق عادة بالتداول اليومي للأوراق المالية، مهما كانت فترة الخطة و أهدافها فعلى الإدارة أن تظهر العوائد المتوقعة و التكاليف المباشرة لكل أداة يتم الاستثمار فيها مع ربط الموارد الفعلية و الكامنة.

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق الذكر، ص ص 21- 22.

المطلب الثالث: أهداف وسياسات المحفظة الاستثمارية

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأهداف المراد تحقيقها من طرف المستثمر، وكذا السياسات التي تتبعها المحفظة الاستثمارية.

الفرع الأول: أهداف المحفظة الاستثمارية

سنتطرق أولاً إلى أسس إدارة المحفظة الاستثمارية، ثم سنبرز الأهداف التي تسعى لها المحفظة الاستثمارية.

أولاً: أسس إدارة المحفظة الاستثمارية

1- **التخطيط:** ويتطلب تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم وأهداف المستثمر، وتمثل الأهداف المراد تحقيقها في المحفظة فيما يلي: (1)

- تحقيق أقصى عائد ممكن على الأموال المستثمرة في المحفظة.
- تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس.
- توفير السيولة اللازمة.

2- **التوقيت:** على المستثمر دراسة السوق واحتمالات نشاطه، وهذا لمساعدته بتوقيت الدخول إلى السوق والخروج منه، وتجنب التقلبات غير المبررة (غير المتوقعة) في الأسعار.

3- **التحفظ والتعقل:** أن يكون سلوك المستثمر متزن عند بناء وإعداد المحفظة الاستثمارية طبقاً لمبدأ المنفعة.

4- **الإشراف والمتابعة:** تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الثبات النسبي لها يدعو مدير المحفظة إلى القيام بمراجعة دورية، إشراف مباشر لمكونات المحفظة.

ثانياً: أهداف المحفظة الاستثمارية

تتمثل أهداف المحفظة الاستثمارية فيما يلي:

1- **درجة عالية من الأمان:** يعني الحفاظ على رأس المال مع ضمان دخل معين، وهذا لصيانة القدرة الشرائية لرأس المال، لهذا فهي تشكل من سندات ذات دخل ثابت و أخرى ذات دخل متغير. (2)

مثلاً شركات تأمين الحياة تهتم بضمان انتظام معدل العائد أكثر من اهتمامها بالسيولة، فمحافظها متكونة خاصة من سندات ذات الأجل الطويل.

¹ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق الذكر، ص 411.

² تلي سعيدة، "التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية: دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة عمان"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص 15-16.

2- الدخل المنتظم: إذا كان الهدف من المحفظة هو ضمان دخل منتظم، فإن جزء كبير من المحفظة يكون من السندات من الدرجة الأولى أو من سندات الخزينة، أو أسهم توزع دخل منتظم.

3- التحفظ: يعني العمل على ضمان قيمة رأس المال، في نفس الوقت ضمان دخل مع ين فيجب أن تكون المحفظة متنوعة، فالاختيار يكون بين انتظام الدخل ونمو الدخل وبالمثل يجب التحكيم بين دخل قصير المدى ودخل طويل المدى.

4- النمو: إذا كان المستثمر يريد شراء أوراق مالية متوسطة الأجل ولم يكن بحاجة إلى السيولة بسرعة، يستطيع استعمال رأس ماله في شراء أوراق مالية ذات أرباح عالية، لكن بالمقابل يمكنه تحمل مخاطر عالية. إن الشركات التي تستثمر في هذا النوع من المحافظ تتصف بما يلي:

- استثمارات عالية.
- معدل نمو المبيعات أعلى بالمقارنة مع القطاع.
- معدل عالي للمردودية.
- نظام مالي متوازن.
- إهتلاكات مرتفعة.
- قدرة هائلة للتمويل الذاتي.

الفرع الثاني: سياسات المحفظة الاستثمارية

حتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة المحفظة، يحتاج إلى تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارة المحافظ الاستثمارية، والتي سنتطرق لها فيما يلي:

أولاً: السياسة الهجومية (محفظة النمو)

يهدف مدير المحفظة في هذه السياسة إلى الحصول على أرباح رأسمالية مستفيداً من الفروقات بالأسعار السوقية لمكونات محفظته، ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الأسهم أو النمو. ومن سمات هذه المحافظ هي المخاطر العالية، من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% - 90% من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.⁽¹⁾

¹ طاهر حيدر حردان، مرجع سابق الذكر، ص 81.

ثانيا: السياسة الدفاعية (محفظة الدخل)

يركز المحفظة من خلال هذه السياسة على الأمان والحد من المخاطر قدر الامكان، يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة والعقارات، بنسب تتراوح من 60% - 80% من رأس مال المحفظة، ميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلا ثابتا ومستمر لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشا مرتفعا من الأمان على رأس المال المستثمر. (1)

ثالثا: السياسة المتوازنة (المحفظة المختلطة)

تحقق هذه السياسة استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة هي أدوات استثمار قصيرة الأجل وعالية السيولة مثل أذونات الخزينة مضافا إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية، الأسهم الممتازة أو سندات طويلة الأجل... الخ، مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فان احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى كسندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة. (2)

¹ محمد مطر ، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى 2005 ، ص ص، 183-184.

² طاهر حيدر حردان، مرجع سابق الذكر، ص 82 .

المبحث الثاني: نظرية المحفظة وقياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره هذا المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

المطلب الأول: نظرية المحفظة

في هذا المطلب سنطرق إلى ذكر نظرية المحفظة من خلال ما يلي:

الفرع الأول: مفهوم نظرية المحفظة

نظرية المحفظة هي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين (المؤسسة أو الأفراد)، من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار في الموجودات المالية أو المادية. تصف هذه النظرية المستثمر بالرشيد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة، فتقوده إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد. (1)

وأرسيت مبادئ نظرية المحفظة عام 1952م على يد منظرها الأول والحائز على جائزة نوبل للمالية والاقتصاد "هاري ماكويتز" Harry Markowitz، ومن أبرز المساهمين في تطوير النظرية فيما بعد المنظر المالي الاقتصادي "جامس سي توبين" James C. Tobin، وتمثل تطويره المهم للنظرية بمعدل العائد الخالي من المخاطرة عام 1958م، كما ساهم إسهاما كبيرا في تطوير النظرية المنظر الرائد المالي الاقتصادي "وليم أف شارب" William F. Sharpe، الذي اقترح نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM عام 1963م وحصل شارب على جائزة نوبل في المالية والاقتصاد عام 1990م، وتستند نظرية المحفظة إلى الافتراضات الآتية: (2)

- تجنب المستثمرون للمخاطرة (المستثمر الرشيد): يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطرة، أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق الذكر، ص 23-24.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق الذكر، ص 34-35.

- تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطرة: يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علماً أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة، وعليه يضع المستثمرون قراراتهم على ما يتوقعونه من علاقات العوائد بالمخاطر وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية دوال للعوائد المتوقعة من جانب وللتباين والانحراف المعياري المتوقع لهذه العوائد فقط.

- تماثل فترة الاحتفاظ للمستثمرين: يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأذونات الاستثمارية.

- إمكانية الاقتراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة: المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة.

إن أساس نشوء وتطور نظرية المحفظة هو لتقييم الاستثمار في الموجودات المالية وهي الأسهم والسندات، إلا أن هذه النظرية امتدت إلى الموجودات المادية أو الطبيعية.⁽¹⁾

الفرع الثاني: نظرية ماركويتز

أولاً: تعريف نظرية ماركويتز

كما ذكرنا سابقاً يرجع الفضل في وضع أسس نظرية المحفظة للعالم الأمريكي هاري ماركويتز، حيث عرض ماركويتز هذه النظرية في مقال له بعنوان "اختيار الأوراق المالية" نشرت في مجلة التمويل وهذا المقال تضمن المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية، وتتناول هذه النظرية أثر المخاطرة والإرتباط والتنوع في العائد المتوقع على مجموعة من الأصول، هذا العائد يمثل عوائد الأصل الداخلة في تركيبة المحفظة، ويأخذ عائد المحفظة شكل متغير عشوائي له، حيث اعتمد ماركويتز في وضع نظرية على مبدئين أساسيين هما:⁽²⁾

- إبراز العلاقة الطردية بين مستوى المخاطرة ومستوى المردودية في الاستثمار المالي .
 - استعمال الثنائية الأمثل (المردودية والمخاطرة)، للاختيار ما بين لا نهاية لأصل مالي N .
- وذلك على أساس مجموعة من الفرضيات:

- عقلانية المستثمرين الماليين.
- قابلية التوظيفات للتقسيم.
- مجانية الإعلام.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق الذكر، ص 25 .

² تالي سعيدة، مرجع سابق الذكر، ص 50.

- عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب... الخ.
- استند ماركويتز في نظريته على نموذجين:
- تدنئة المخاطرة عند مستوى مردودية مطلوب.
- تدنئة المخاطرة و تعظيم المردودية في آن واحد.

المطلب الثاني: قياس عائد المحفظة الاستثمارية

يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الفرع الأول: تعريف عائد المحفظة

سنقوم بتعريف عائد المحفظة من خلال مايلي:

التعريف الأول: يمكن تعريف العائد على الاستثمار بأنه الزيادة الحقيقية للقيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى قيمة الأصول في بداية العام.

التعريف الثاني: ويعرف كذلك بأنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء. (1)

التعريف الثالث: عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشككة للمحفظة.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن العائد على الاستثمار هو: مقدار الزيادة في منافع المحفظة خلال فترة زمنية معينة.

ثانياً: أنواع عوائد المحفظة

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من عائد المحفظة:

1- معدل العائد المتحقق: هو ذلك المعدل من العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر من مسك محفظته، ويمثل مجموعه وأحد مكوناتها مرجحة لأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة، وبذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون. ويمكن حسابه عن طريق الصيغة: (2)

$$\text{معدل العائد المتحقق} = (\text{سعر بيع السهم} + \text{التوزيعات النقدية} - \text{سعر شراء السهم}) / \text{سعر شراء السهم}$$

2- معدل العائد المطلوب: هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة تعويضاً عن المخاطر المحتملة، ويحسب هذا المعدل على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحاً لوزن مساهمته لمبلغ المحفظة. وهو يعوض المستثمر عن: القيمة الزمنية للنقود، (تعويض عن الانتظار وتكلفة الفرصة البديلة)، التضخم، ومخاطر الاستثمار. والصيغة التالية تعتبر مرشداً لحساب هذا العائد:

¹ فايز سليم حداد؛ "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2008، ص128

² سامي حطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، ملتقى دولي بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، 2007، ص ص: 16-17.

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + نسبة التضخم المتوقعة + علاوة مخاطرة

المعدل الخالي من المخاطر هو سعر الفائدة على السندات قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة وفي حال عدم وجودها نستعمل سعر الفائدة على الودائع، أما علاوة المخاطرة تعتمد على نوع الاستثمار.

3- معدل العائد المتوقع: يمثل العائد المتوقع للمحفظة، العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة لأوزان مساهمتها لرأس المال المحفظة،⁽¹⁾ ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

ولتكن المحفظة P مكونة من n سهم، ولتكن W_i هي نسبة السهم i في هذه المحفظة.

$$\hat{K}_P = W_1 \hat{K}_1 + W_2 \hat{K}_2 + \dots + W_n \hat{K}_n$$

$$\hat{K}_P = \sum_{i=1}^n W_i \hat{K}_i$$

ومنه: وإذا كان: $i = 2$

$$\hat{K}_P = W_1 \hat{K}_1 + (1 - W_1) \hat{K}_2$$

فإن: حيث أن:

\hat{K}_P : معدل العائد المتوقع على المحفظة

W_1 : يمثل نسبة السهم i المستثمر في المحفظة P

$(1 - W)$: يمثل نسبة من المحفظة المستثمرة من الاستثمارات.

وتعني هذه الصيغة أن العائد المتوقع من المحفظة هو عبارة عن المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد على الاستثمارات الفردية، حيث تمثل الأوزان النسب المئوية الموظفة في كل استثمار.⁽²⁾

هناك عدة طرق لحساب معدل العائد المتوقع لكل مكون من مكونات المحفظة الاستثمارية من بينها طريقة الوسط الحسابي.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 199.

² السيد إبراهيم الدسوقي، "التنوع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في الدول النامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد الثالث، 1990، ص 65.

أ- طريقة الوسط الحسابي:

تعتمد طريقة الوسط الحسابي على مبدأ تجميع العائد المتحقق للفترات السابقة وقسمة هذا المجموع على عدد الفترات،

$$\hat{K}_P = \frac{\sum_{i=1}^n K_i}{N}$$

واعتبار الحاصل متوسط العائد للمكون المحفظة (الاستثمار). ويحسب بالطريقة التالية:

وسنوضح ذلك فيما يلي:

خصص أحد المستثمرين مبلغ 300000 DA لبناء محفظة مكونة من 100 سهم وذلك وفقاً للتوزيعات التالية:

السهم	المبلغ المستثمر	النسبة من المبلغ الكلي للمحفظة (%)
A	85000	30
B	75000	25
C	65000	20
D	75000	25
Σ	300000	100

حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة، مستفيداً من معلومات الجدول التي تمثل العائد المتحقق لكل سهم من أسهم المحفظة.

السنة	A	B	C	D
2008	10%	03%	18%	15%
2009	19%	21%	30%	20%
2010	39%	44%	15%	03%
2011	14%	04%	01%	08%
2012	13%	28%	26%	26%

$$\hat{K}_A = \frac{\sum_{i=1}^5 K_i}{N}$$

$$\hat{K}_A = \frac{0.1+0.19+0.39+0.14+0.13}{5} = 0.19$$

$$\hat{K}_A = 19\%$$

معدل العائد المتوقع لـ A هو

معدل العائد المتوقع لكل سهم من مكونات المحفظة:

$$\hat{K}_B = 0.2 \Rightarrow 20\%$$

$$\hat{K}_C = 0.18 \Rightarrow 18\%$$

$$\hat{K}_D = 0.2 \Rightarrow 20\%$$

معدل العائد المتوقع على المحفظة:

$$\hat{K}_P = W_A \hat{K}_A + W_B \hat{K}_B + W_C \hat{K}_C + W_D \hat{K}_D$$

$$\hat{K}_P = (0.3)(0.19) + (0.25)(0.2) + (0.2)(0.18) + (0.25)(0.2)$$

$$\hat{K}_P = 19.8\%$$

المطلب الثالث: قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية

يشكل الاستثمار في القيم المنقولة تضحية بمنفعة حالية أو باستهلاك حالي مقابل الحصول على منفعة مستقبلية، باعتبار أن الحاضر معلوم وأكيد، فإن استبدال منفعة أكيدة وحالية بمنفعة غير أكيدة ومستقبلية يشكل خطراً على المستثمر.

الفرع الأول: تعريف المخاطرة

للمخاطرة تعريفات عديدة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم من بينها:

التعريف الأول: يمكن تعريف المخاطرة الاستثمارية بأنها عدم انتظام العوائد، فتذبذب العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس مال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم التأكد التام المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية.

التعريف الثاني: كما يمكن تعريفها بأنها احتمال اختلاف العائد المتحقق عن العائد المتوقع من الاستثمار ويمكن إدراج أدوات الاستثمار المالي تصاعدياً حسب درجة مخاطرتها مع أدوات عديمة الخطر إلى الأدوات الأكثر خطورة. (1)

- أدوات الخزينة الحكومية.
- الأوراق التجارية.
- سندات الحكومة المحلية.
- السندات الخاصة التي تصدرها الشركات.
- الأسهم الممتازة.
- الأسهم العادية.
- الخيارات والعقود المستقبلية.

التعريف الثالث: عرفت المخاطرة على أنها إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر الذي يصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد. (2)

¹ تالي سعيدة، مرجع سابق الذكر، ص 51.

² خريوش وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص 41

التعريف الرابع: هو درجة الاختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة المخاطرة، والمخاطرة مرتبطة بتلك المواقف التي يمكن القيام فيها بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين. (1)

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف المخاطرة بأنها إمكانية التعرض لخسارة نتيجة لاختلاف العائد الحقيقي (الفعلي)، عن العائد المتوقع.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر الاستثمارية

تنقسم المخاطر الاستثمارية إلى نوعين: مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

أولاً: المخاطر النظامية

هي ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجمة عن العوامل العامة المشتركة المؤثرة على النظام الاقتصادي ككل، أي أنها تتسبب عن العوامل العامة المشتركة المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل، وعلى غرار ذلك توصف المخاطر النظامية بأنها مخاطر البيئة الاقتصادية العامة.

عندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة تكون المخاطرة النظامية مستقرة نسبياً ويتبين ذلك من قياس المخاطرة خلال عدة فترات زمنية فإذا كانت نتيجة القياس مستقرة نسبياً فإن ذلك يعكس الاستقرار في البيئة الاقتصادية العامة، أما إذا كانت الظروف الاقتصادية غير مستقرة فإن المخاطرة النظامية ستبتاين كثيراً من مدة لأخرى. وتتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية: (2)

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- تؤثر في جميع الشركات العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.
- لا يمكن تجنبها في التنويع.
- يمكن قياسها بمعامل β .

ثانياً: المخاطر غير النظامية

هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يكون متعلقاً بشركة معينة أو قطاع معين ومن العوامل المحددة لهذا النوع من المخاطرة: (3)

- قدرات الإدارة.

¹ محمد صالح الحناوي، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2000، ص 230.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق الذكر، ص 37-38.

³ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "الإدارة المالية والتمويل"، نفس المرجع السابق، ص 235.

- توجهات المستهلكين.
 - الاضرابات العمالية.
 - التغييرات في القوانين والتشريعات التي تؤثر على شركة أو قطاع معين.
 - ظهور اختراعات جديدة وغيرها.
- ويمكن إجمال خصائص المخاطر غير المنظمة فيما يلي:
- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.
 - تؤثر إن وجدت على المؤسسة المعنية.
 - يمكن تجنبها بالتنوع وتخفيضها إلى الصفر (0) تقريبا.
 - مقياسها المطلق هو التباين، الانحراف المعياري، معدل الاختلاف.
- الشكل رقم(22): أنواع المخاطر من حيث مصادرها

المخاطر الكلية

- هي حاصل جمع المخاطرة النظامية والمخاطرة غير النظامية
- تقاس بالتباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف

المخاطر غير النظامية

- تنشأ عن عوامل خاصة بشركة، أو قطاع معين، ويقتصر تأثيرها عليه فقط.
- من بين مصادرها : مخاطر الإدارة، ومخاطر التشغيلية.
- تحدد عن طريق حساب الفرق بين المخاطر الكلية والنظامية.
- يتم تدنئتها عن طريق التنوع القطاعي.

المخاطر النظامية

- تنشأ عن عوامل عامة، وتؤثر على جميع الأوراق المالية.
- من بين مصادرها: مخاطر معدلات الفائدة، مخاطر السوق.
- تقاس بمعامل بيتا.
- يتم تدنئتها عن طريق التنوع الدولي.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع السابقة

الفرع الثالث: مصادر المخاطر الاستثمارية

هناك مصادر عديدة للمخاطر الاستثمارية، ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة.

أولاً: مصادر المخاطر غير النظامية

وتتمثل هذه المصادر في و المخاطر الإدارية و المخاطر التشغيلية والمخاطر القانونية ومخاطر الرفع المالي.

- 1- **المخاطر الإدارية:** يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين مع العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي.
- 2- **المخاطر التشغيلية:** وتعود هذه المخاطر إلى تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال بمايلي: التغيير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، التغيير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي.⁽¹⁾

3- **المخاطر القانونية:** ترتبط المخاطر القانونية لمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أداءها.

- 4- **مخاطر الرفع المالي:** مخاطر الرفع المالي تحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.⁽²⁾

ثانياً: مصادر المخاطر النظامية

وتتمثل هذه المصادر في:

- 1- **انخفاض القوة الشرائية للنقود:** إن أول خطر يمكن أن يتعرض له المستثمر في الأوراق المالية وخاصة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، هو الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع و خدمات.⁽³⁾

¹ صالح رجب حماد، مداخلة بعنوان: " أثر إدارة المخاطر على البيئة الرقابية والتدقيق والتدقيق الداخلي"، المؤتمر العلمي التابع لإدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، الأردن، 2007.

² طارق عبد العال حماد، " إدارة المخاطرة: أفراد، إدارات، شركات، بنوك"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 372.

³ منية قزير، "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 29.

2- تغيرات معدل الفائدة: وتتعلق مخاطر الفائدة بعمليات الإقراض والاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة، تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، وتؤثر مخاطرة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

3- مخاطر سعر الصرف: تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملة الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدة أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات، تنشأ عن التحركات غير الموازية في أسعار الصرف، والعمليات الآجلة بأشكالها المختلفة والتي تندرج تحت مسمى **Spot Transaction** يشمل المركز المفتوح العمليات الفورية المشتقات المالية. (1)

4- مخاطر السوق: تتمثل في المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق وما يترتب عليها من تقلب في الأسعار، إذ تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء والإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية وتغير الإجراءات والقرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة، والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق الذكر، ص 373.

المطلب الرابع: أساليب قياس المخاطر

تعتمد على عدة طرق إحصائية من بينها المدى، التباين، معامل الاختلاف، حيث مستوى المخاطرة المقبول يقصد به الانحراف المعياري الحادث أو الحاصل في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، ويقاس خطر المحفظة بالانحراف المعياري للعوائد المتوقعة.

أولاً: قياس خطر محفظة

يهتمنا معرفة الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات زادت المخاطر، لذلك يعتبر الانحراف المعياري مقياساً لمعرفة درجة التشتت في هذه العوائد حيث يعطى له الرمز: δ ، كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري، بينما الانحراف المعياري يساوي الجذر التربيعي للتباين، وهذا يعني أنه يمكن معرفة قيمة أي منهما بدلالة الآخر.

1- التباين

هو عبارة عن مجموع انحرافات البيانات عن الوسط الحسابي وبما أن المجموع يساوي صفراً دائماً كان لا بد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى، وذلك من خلال تربيع الانحرافات، حيث تستخدم مربعات الانحرافات في حساب التباين. (1)

إذن يعتبر كل من التباين والانحراف المعياري كمقياسين للمخاطر و يعبر عن التباين بتشتت القيم عن وسطها الحسابي أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويحسب التباين لأصل مالي واحد بالطريقة التالية: (2)

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n \left(K_i - \hat{K}_i \right)^2 P_s$$

حيث:

δ^2 : التباين

K_i : العائد المتوقع لمعرفة الحالة الاقتصادية السائدة

\hat{K}_i : الوسط الحسابي للعوائد المختلفة n

P_s : احتمال تحقق الحالة الاقتصادية i

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص 65.

² عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 120.

2- الانحراف المعياري:

الانحراف المعياري يأخذ بالحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها فهو يقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات. (1)
يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي وتبين المعادلة التالية

$$\delta_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \left(K_i - \hat{K}_i \right)^2 P_s}$$

كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

حيث:

δ_p : الانحراف المعياري للعوائد المتوقعة للمحفظة

ولتوضيح ذلك نفرض أن أمامك فرصة الاستثمار في أحد السهمين A ، B والموضح في الجدول التالي:

الاحتمال	عائد السهم B	عائد السهم A	الوضع الاقتصادي
50%	30%	10%	كساد
30%	05%	15%	عادي
20%	10%	20%	رواج

ومنه أي من السهمين A و B أقل مخاطرة؟

- نقوم أولاً بحساب الوسط الحسابي لكل من A و B

$$\hat{K}_A = \frac{0.10 + 0.015 + 0.20}{3} = 0.15$$

$$\hat{K}_A = 15\%$$

$$\hat{K}_B = \frac{0.3 + 0.05 + 0.10}{3} = 0.15$$

$$\hat{K}_B = 15\%$$

يلاحظ أن الوسط الحسابي لعوائد السهم A تساوي الوسط الحسابي لعوائد السهم B = 15%.

إلا أن هذا لا يعني أن مخاطر السهم A = مخاطر السهم B .

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص ص 62- 63.

- حساب الانحراف المعياري لـ A و B:

$$\delta_A = \sqrt{(0.10 - 0.15)^2 \times 0.50 + (0.15 - 0.15)^2 \times 0.30 + (0.20 - 0.15)^2 \times 0.20}$$

$$\delta_A = 0.0408 = 4.08\%$$

$$\delta_B = \sqrt{(0.30 - 0.15)^2 \times 0.50 + (0.05 - 0.15)^2 \times 0.30 + (0.10 - 0.15)^2 \times 0.20}$$

$$\delta_B = 0.108 = 10.8\%$$

كما سبق نجد أن:

- الانحراف المعياري للسهم A = 4.08%

- الانحراف المعياري للسهم B = 10.8%

وهذا يعني أن السهم B أكثر مخاطرة من السهم A

3- معامل الاختلاف:

(1) معامل الاختلاف هو مقياس نسبي للمخاطر حيث يزيدنا بحجم المخاطر لكل دينار من القيمة المتوقعة للعائد،

يكون الانحراف المعياري مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين ورقتين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عند ما تختلف القيم المتوقعة لهما يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث بين درجة المخاطرة لوحدة من

$$C.V = \frac{\delta_p}{\hat{K}_i}$$

العائد و يحسب بالطريقة التالية:

حيث أن:

δ_p : الانحراف المعياري للعوائد.

\hat{K}_i : الوسط الحسابي للعوائد.

✓ نستخدم معامل الاختلاف كمقياس للمخاطر في الحالات التالية:

- عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية تختلف فيما بينها من حيث تكلفة الاستثمار.

- عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية يختلف مجموع العوائد بين بديل وآخر.

- عند اختلاف الوسط الحسابي لعوائد المشاريع التي يراد المفاضلة بينها.

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص 65 - 66.

العلاقة بين العائد المتوقع لورقة مالية ما وخطورها تكون طردية، حيث أن الأفراد سيمتلكون الأوراق المالية ذات المخاطر إذا كان عائدها المتوقع سيعوض درجة خطورتها.

4- معامل بيتا β

معامل بيتا β هو مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق، والتي تشكل محفظة السوق وهو حاصل ضرب معامل الارتباط r بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_p والانحراف المعياري لعائد السوق δ_m والذي يعطى بالعلاقة التالية: (1)

$$COV(K_p.K_m) = r(K_p.K_m) \times \delta_p \cdot \delta_m$$

ومنه يمكن صياغة علاقة بيتا بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{COV(K_p.K_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(K_p.K_m)(\delta_p)(\delta_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(K_p.K_m)\delta_p}{\delta_m}$$

حيث أن: (2)

β : يعني معامل بيتا درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للسهم مع التقلب الحاصل في محفظة السوق. $COV(K_p.K_m)$: يمثل التباين المشترك بين عائد السوق وعائد الورقة المالية، ويتوقف على علاقة الارتباط $r(K_p.K_m)$ بين العائدين. $\delta_m \delta_p$: الانحراف المعياري لعائد كل من السوق والورقة المالية

يتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق حيث يقيس هذا الأخير المخاطر السوقية و المخاطر المنتظمة.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق الذكر، ص 43.

² شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص 68.

- إذا كان معامل $\beta = 1$: فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق.
- إذا كان معامل $\beta < 1$: فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.
- إذا كان معامل $\beta > 1$: فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.
- إذا كان معامل $\beta = 0$: فإن مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق.
- إذا كان معامل $\beta = -1$: فإن مخاطر السهم تكون مساوية لمخاطر السوق، ولكن اتجاه مخاطر السهم في اتجاه تحرك العوائد وهو معاكس لاتجاه السوق، ويتم اختيار القطاع الذي يكون له أعلى رقم قياسي وكذا حجم التداول القطاعي وعدد العقود ويتم اختيار الشركات على أساس تحليل الإحصائيات الشهرية لأهم الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية و أكثر ارتفاعات في أسعار أسهمها وللشركات الأحسن أداء من أجل إختيار أفضلها لتشكيل المحفظة B الأكثر تداولاً لمختلف القطاعات و من ثم حساب معامل المراد دراستها.

5- التنويع

يكمن هدف إدارة المحفظة في تحقيق التوازن بين الخطر والعائد، ومن بين الإستراتيجيات التي تعمل على تدنئة المخاطر إستراتيجية التنويع.

أ- تعريف التنويع:

التعريف الأول: يعرف التنويع على أنه إمساك أو اختيار تشكيلة من الموجودات بهدف تقليل درجة المخاطرة إلى أدنى مستوى لها دون التضحية بعنصر المردودية.

التعريف الثاني: كما يقصد بالتنويع: توزيع الأموال المستثمرة على أنواع مختلفة من الأصول المالية، بغرض تدنئة مخاطر الاستثمار.

من خلال التعريفين السابقين نلاحظ أن جوهر التنويع يكمن في تقليل المخاطر، ولذلك يمكن تعريفه على أنه إستراتيجية تهدف لتخفيض خطر المحفظة دون التضحية بالعائد من خلال الاستثمار في عدة أصول مالية ذات خصائص مختلفة.

ب- أنواع التنويع:

هناك نوعين أساسيين من التنويع هما:

- **التنويع البسيط:** يقصد به زيادة ورقة مالية لورقة مالية أو لمجموعة من الأوراق المالية بشكل عشوائي، فليس بالضروري أن يؤدي هذا التنويع لتخفيض خطر المحفظة. كما قد يؤدي إلى زيادته عند اختيار ورقة مالية غير مناسبة .
- **تنويع ماركويتز:** يختلف هذا نوع من التنويع عن سابقه بكونه يعتمد في اختياره للورقة المالية على معيار عائد-مخاطرة وكذلك على معامل الارتباط، الذي يقيس طبيعة تحرك عوائد الأوراق المالية المختلفة، أي مقدار وإتجاه تحرك عائد كل ورقة مالية وعلاقتها بالأوراق الأخرى.

المبحث الثالث: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى

بعد تحديد عائد ومخاطر كل محفظة، لجأ ماركويتز إلى محاولة وضع قاعدة للاختيار بين مجموعة من المحافظ وهي المحفظة المثلى.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

يمكن أن نجتمع بين مجموعة المحافظ الكفاءة وبين منحنيات السواء لتحديد المحفظة الاستثمارية المثالية، ويتم التوصل إليها عنط نقطة التماس بين مجموعة المحافظ الكفاءة ومنحنى السواء.

ليس للمحفظة المثلى مفهوما مطلقا، وإنما هو نسبي، وذلك لاختلاف وجهات نظر المستثمرين إذ يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها: تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها. (1)

التعريف الثاني: المحفظة التي تحقق للمستثمر أكبر قدر من الإشباع، والتي تحقق الموازنة والموازنة بين العائد والمخاطرة، فقد يرغب المستثمر في تحقيق عائد متواضع مقابل مخاطرة محدودة، والعكس قد يرغب في تحقيق عائد أعلى مصحوبا بمخاطر أعلى.

التعريف الثالث: المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع. (2)

التعريف الرابع: هي تلك المحفظة من بين المحافظ الكفؤة التي تتناسب مع نموذج (دالة) التبادل ما بين العائد والمخاطرة، ومنه المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:

- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان.
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي.
- أن تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية. (3)

¹ منية خرياش، "أثر مخطر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية: دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في العلوم المالية والحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 23.

² بن موسى كمال، مرجع سابق الذكر، ص 44.

³ منية خرياش، نفس مرجع السابق، ص 24.

المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

ويتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى بعد تحديد مبادئها، ويتم اختيارها عن طريق منحنيات السواء.

الفرع الأول: مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي: (1)

- إذا ما خير المستثمر بين محففتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن تختلفان في درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإن المستثمر يختار المحفظة ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي العائد.
 - إذا ما خير المستثمر بين محففتين استثماريتين لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان في العائد الذي تحققه، فإن المستثمر يختار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
 - اختيار المحفظة ذات أعلى عائد وأقل مخاطرة في باقي الحالات.
- وبمعرفة مجموعة المحافظ الممكنة والتي يمكن تمثيلها وتكوينها من الأصول المتاحة، فإن اختيار المحفظة المثلى يتضمن قرارين منفصلين:

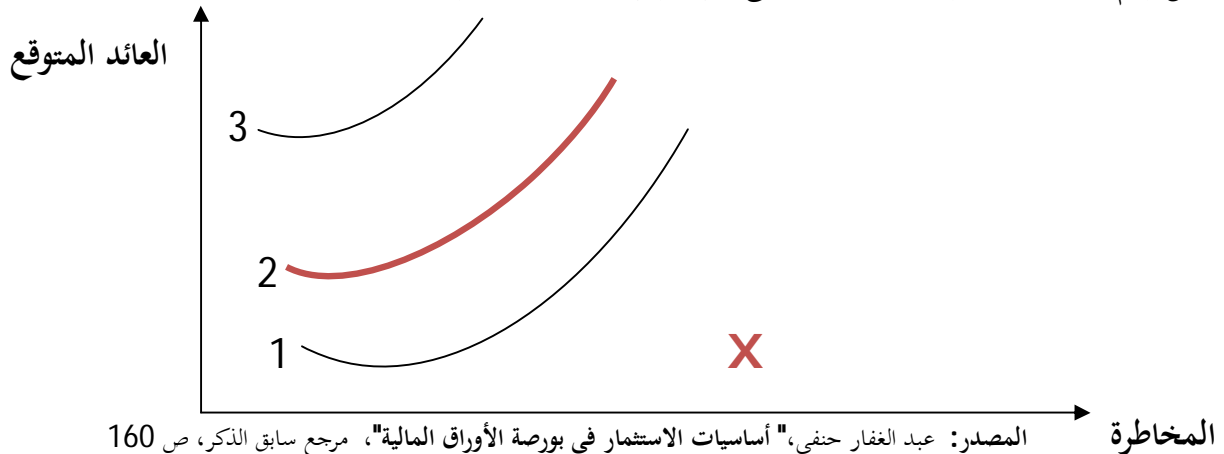
أ- تحديد مجموعة المحافظ الكفاء.

ب- الاختيار من بين هذه المجموعة على تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر لأقصى درجة.

الفرع الثاني: اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء

بعد معرفة مجموعة المحافظ الكفاءة فإنه لكي تتحدد تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر (المحفظة المثالية)، لا بد من معرفة درجة قبوا المستثمر للخطر، أو بمعنى آخر المبادلة بين الخطر والعائد من وجهة نظر المستثمر وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء.

الشكل رقم (23): اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء



المصدر: عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 160

¹ عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 160.

أولاً: خصائص منحنيات السواء

- 1- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.
- 2- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقاً للمنحنى (1)، فإنه سيضطر للتنازل والبحث عنها في المنحنى (2).⁽¹⁾
- 3- إن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.
- 4- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أي محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، وبلغة الإقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

ثانياً: فرضيات منحنى السواء

- 1- فرض عدم التشبع: و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائماً الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين استثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر.
- 2- فرض كراهية المخاطرة: يعني أنه لو أتاحت للمستثمر المفاضلة بين استثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.

ثالثاً: مفهوم الحد الكفء

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفاءة شرطين:

- 1- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.
- 2- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الاستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفاءة " من الاستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

¹ منير ابراهيم هندي ، " الفكر الحديث في مجال الإستثمار " توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1996، ص ص 303-304.

المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة

تحدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، والمحفظة الاستثمارية، وسوف نتعرض للنماذج الأساسية فيما يلي:

أولاً: نموذج ترينور 1965

يقصد بمؤشر ترينور نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة المنتظمة، ويقوم هذا الأخير على فصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، حيث يرى هذا النموذج أن المحفظة التي تم تنويعها جيداً تتخلص من المخاطر غير النظامية، وبذلك تبقى المخاطر المنتظمة فقط التي تم استثمارها، ويتم قياسها باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة، وتظهر المعادلة التالية لنموذج ترينور: (1)

$$I_p = \frac{\hat{K}_p - \overline{K}_p}{\beta_p}$$

فمؤشر ترينور هو نسبة الفائض في العوائد على المحفظة للمخاطر المنتظمة، كلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل، حيث β_p هو معامل β للمحفظة أي المخاطرة المنتظمة للمحفظة.

ثانياً: نموذج شارب 1966

قدم وليام شارب مقياساً لأداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى شبه التقلب في العائد وتوضح المعادلة الآتية نموذج شارب: (2)

$$I_p = \frac{\hat{K}_p - K_F}{\delta_p}$$

حيث نميز:

I_p : يساوي إلى قيمة مؤشر المكافأة إلى شبه التقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل.

¹ Noël Amenc, « Théorie du portefeuille et analyse de sa performances », Ecomonica, paris, 2002 ; p 146.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق الذكر، ص 281.

\hat{K}_p : متوسط عائد المحفظة (العائد المتوقع).

K_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$\hat{K}_p - K_F$: يمثل علاوة

δ_p : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

فنموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطرة الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وعلى ذلك فإن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الاضائي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي تنطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

حيث يمكننا مقارنة بين مؤشر شارب ومؤشر ترانينور في النقاط التالية:

- يعتمد اختيار أحد المؤشرين أساسا على توزيع أصول المستثمر، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمرا في نفس المحفظة موضوع الدراسة، فإن مؤشر شارب في هذه الحالة أنسب من مقياس ترانينور الذي يعتمد على التطاير فقط، لأنه يولي اهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة، إلا أنهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي لمحفظة جيدة التنويع يؤول إلى خطر السوق.

- يختلف مقياس شارب وترانينور في قياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة أي المخاطر الكلية، أما ترانينور فيعتمد على معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة وهذا يعني مقدرة المؤسسة من التخلص على المخاطر غير النظامية.⁽¹⁾

ثالث: نموذج جونسون

يرتكز تقييم الأداء حسب نموذج جونسون على نموذج السوق ونموذج توازن الأصول المالية، حدد جونسون علوة الخطر التي يمكن انتظاها من كل محفظة ذات مستوى معين من الخطر، وتمارس سياسة معينة للشراء والاحتفاظ، ويترجم ذلك من خلال المعادلة التالية:⁽²⁾

$$K_{pt} - K_{ft} = \beta_p [K_{Mt} - K_{Ft}] + \varepsilon_{pt}$$

حيث:

K_{pt} : معدل عائد المحفظة P خلال الفترة الزمنية t.

K_{Mt} : معدل عائد السوق M خلال الفترة الزمنية t.

¹ منية خرياش، مرجع سابق الذكر، ص 27.

² عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 205 - 215.

K_{ft} : معدل الفائدة للاستثمار دون خطر.

β_p : معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية.

ε_{pt} : متغيرة عشوائية ذات متوسط معدوم.

أخذ جونسون بعين الاعتبار إمكانية عدم مرور المستقيم $K_{pt} - K_{ft}$ بالمبدأ، أي أن متوسط الأخطاء قد لا يكون معدوماً ووضع:

$$E(\varepsilon_{pt}) = \alpha_p$$

$$\varepsilon_{pt} = \alpha_p + \varepsilon_{pt}$$

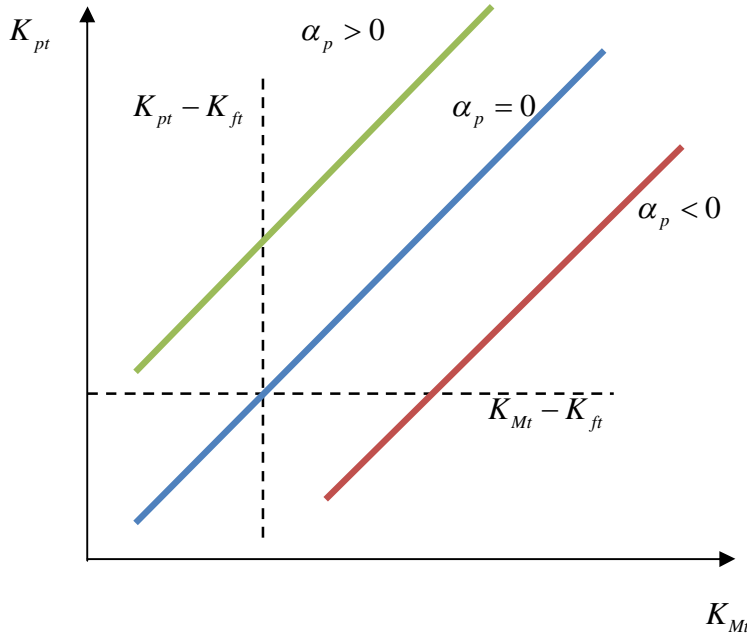
وبالتالي تصبح المعادلة السابقة كمايلي:

$$K_{pt} - K_{ft} = \alpha_p + \beta_p [K_{Mt} - K_{Ft}] + \bar{\varepsilon}_{pt}$$

حيث: $E(\bar{\varepsilon}_{pt}) = 0$

ومنه فإن α_p تشكل مقياساً لاستعداد المسيرين للوصول إلى أداء أحسن من أداء السوق يمثل الشكل رقم (26) ثلاثة حالات مختلفة لأداء مسيري المحافظ.

الشكل رقم (24): القياس البياني في المحفظة حسب جونسون



المصدر: عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 205.

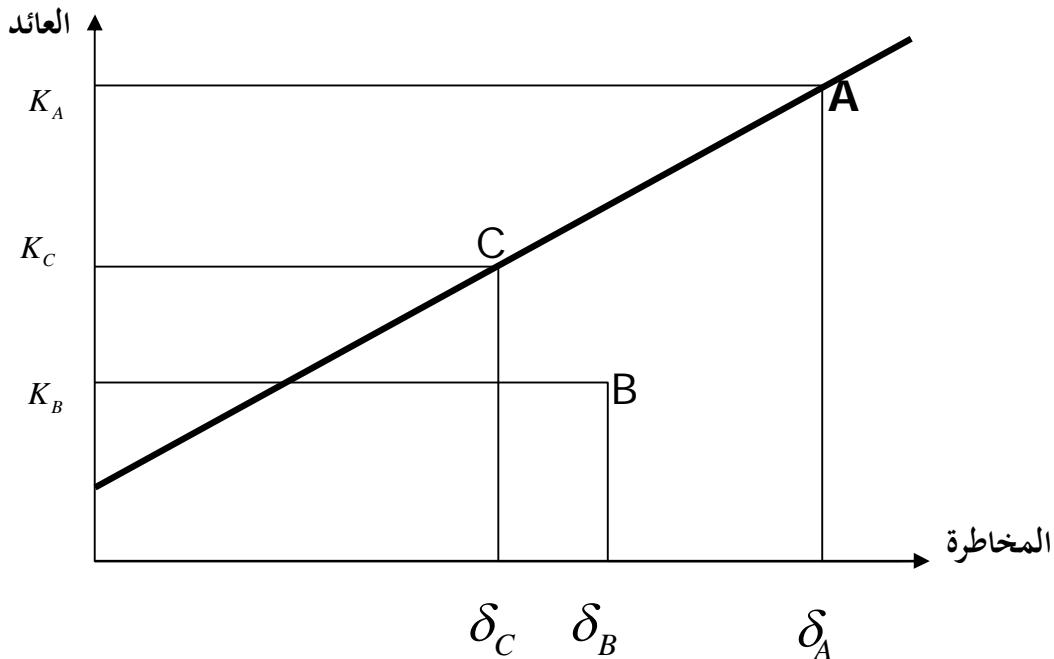
- إذا كان $\alpha_p > 0$: فإن المسير يمكن أن يتنبأ بأسعار القيم ويمارس اختيار جيد لها.
- إذا كان $\alpha_p = 0$: فإن المسير يمكن أن يكون اختياره للمحفظة جيداً، وقد يحقق أرباحاً، لكن هذه الأرباح الناتجة عن الانتقاء الجيد تعوض بالضبط مصاريف التسيير أو مصاريف المعاملات.
- إذا كان $\alpha_p < 0$: فإن انتقاء المسير يكون سيئاً، وذلك راجع إما لضعف قدراته الاختيارية أو أن تكاليف التسيير جد مرتفعة.

بعد القيام بعملية التقييم لا بد من مقارنة النتائج بمؤشر السوق لأنه الأساس في إدارة المحفظة الاستثمارية، فعندما يكون المؤشر مرتفعاً تكون الأسعار في زيادة والمؤشر قد يدلنا على أداء المحافظ أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية، كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في المستقبل. بالإضافة إلى أنه يساعد في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية. ويوضح المؤشر كذلك مستوى التنوع في المحفظة. وعادة يأخذ أداء المحفظة ثلاثة أشكال رئيسية هي:

- أداء جيد: عندما يكون عائد المحفظة أكبر من خط السوق.
- أداء مقبول: عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.
- أداء غير مقبول: عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (25): أداء المحافظ



المصدر: عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص 210.

نلاحظ من الشكل (27) مايلي:

- أداء المحفظة A جيد لأنه يفوق متوسط العائد على السوق ويقع A على خط السوق وقد حقق أعلى عائد وهو

$$K_A \text{ وبمخاطرة } \delta_A.$$

- أداء المحفظة C مقبول حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي أن معدل العائد على المحفظة يساوي معدل

العائد على السوق عند مستوى المخاطرة في δ_C ، أي أن المحفظة C حققت عوائد K_C بمخاطرة معقولة وهي في δ_C

- أداء المحفظة B غير مقبول بسبب أن عوائد هذه المحفظة أقل من متوسط العوائد السائدة في السوق.

المطلب الرابع: مساهمة مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء المحفظة الاستثمارية

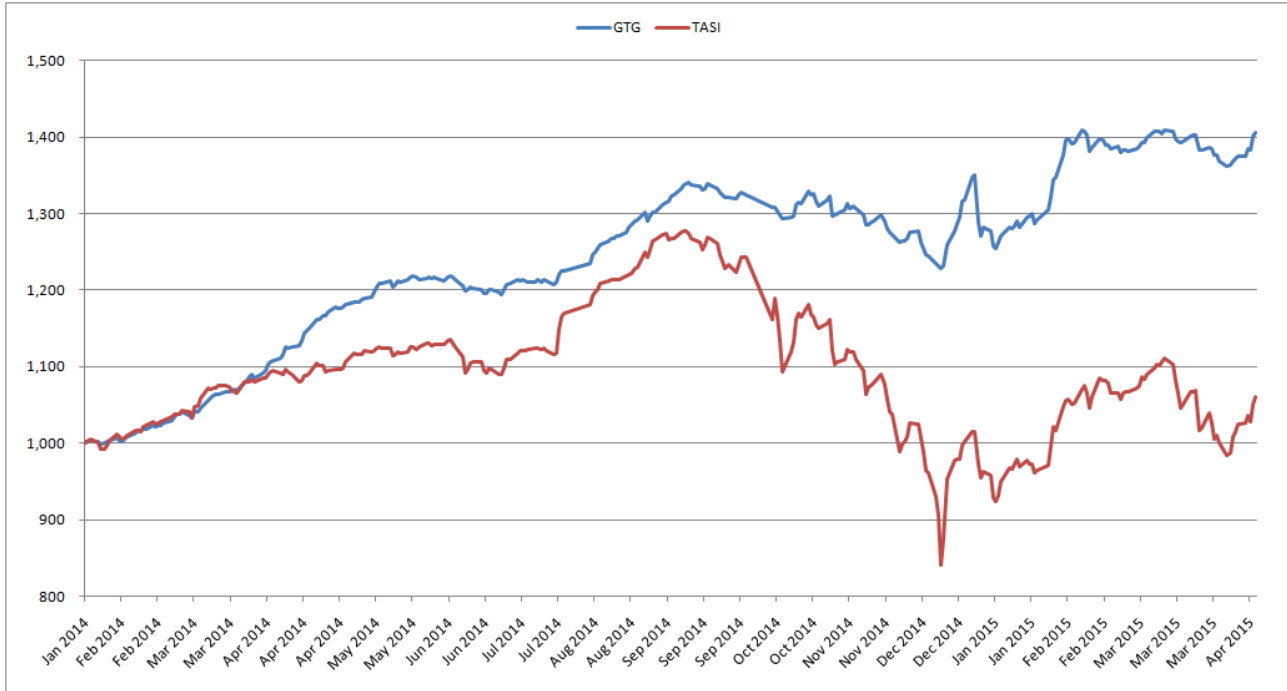
من أشهر طرق بناء المحافظ الاستثمارية هو الاعتماد على أحد المؤشرات السوقية، ومن ثم بناء محفظة لمحاكاة حركات الأسهم من خلال شراء الأسهم بنفس أوزانها على المؤشر المنشور. وبناء على ذلك سنقوم باستعراض أحد استراتيجيات بناء محفظة استثمارية باستخدام أدوات التحليل التي توفرها البوابة الدولية للمتداولين وذلك بناء على المؤشرات المتخصصة والتحليل المالي للسوق السعودي للأسهم. وذلك من خلال مقارنة أداء توصيات البوابة الدولية للمتداولين خلال آخر ثلاث شهور وحتى 16 أبريل 2015. وتم ترتيب الفرص بناء على مقدار كفاءة توصيات البوابة الدولية للمتداولين مقارنة مع أداء السوق بناء على استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

خلال آخر 6 شهور ومنذ سبتمبر 2014 حققت توصيات البوابة الدولية للمتداولين متوسط أرباح بلغ 10% وريح سنوي أكثر من 40% مقارنة مع متوسط أرباح السوق بناء على استراتيجية الشراء والاحتفاظ والذي حقق خسائر (21%) تقريبا آخر 6 شهور وخسر كل أرباحه خلال العام، حيث أن نتائجه الحالية قريبة من 0% أي أنه لم يحقق أي ربح خلال 12 شهر ولكن توصيات البوابة الدولية للمتداولين حافظت على أرباحها بالرغم من تذبذب وهبوط السوق خلال هذه الفترة حيث حقق متوسط نتائج التوصيات صافي ربح أكثر من 40% على رأس المال المستثمر. وبهذا يظهر أن نتائج توصيات البوابة الدولية للمتداولين على كافة أسهم السوق حققت نتائج مميزة مقارنة مع مؤشر السوق السعودي ويظهر بشكل واضح قدرة توصيات البوابة الدولية للمتداولين على تحقيق الأرباح في ظروف السوق المختلفة سواء كان الاتجاه صاعد أو هابط، ولكن ربما يظن البعض أن ذلك تحقق من خلال زيادة المخاطر. ولكن العكس صحيح تماما، فإن تفوق نتائج توصيات البوابة الدولية للمتداولين ناتج عن تقليل المخاطر إلى أقل حد ممكن، حيث يتم بناء نظام إدارة فعال للتوصيات لتحقيق أقل تذبذب وأقل خسارة ممكن مقارنة مع المؤشر العام للسوق السعودي. (1)

¹ support@globaltradersgate.com (consulté le 21-04-2015).

البوابة الدولية للمتداولين: هي شبكة عالمية متكونة من مجموعة الشركات الدولية الكبرى المتخصصة في الأسواق المالية، تساعد المستثمرين على تحقيق أهدافهم المالية في السوق المالي.

الشكل رقم (27): مقارنة بين أداء محفظة استثمارية تم بنائها وإدارتها بتوصيات البوابة الدولية للمتداولين مع أداء المؤشر العام للسوق السعودي (من جانفي 2014 حتى أفريل 2015).



Source : <http://www.globaltradersgate.com/main/research-news-mobile/> (consulté le 21-04-2015).

ويظهر لنا أداء محفظة توصيات البوابة الدولية للمتداولين (GTG) بالمنحنى باللون الأزرق، مقابل أداء المؤشر العام للسوق السعودي (TASI) باللون الأحمر.

حسب الشكل البياني أعلاه، نلاحظ من يوم 15-01-2014 إلى غاية 04-03-2014 أن منحنى محفظة التوصيات الدولية للمتداولين يقع على نفس منحنى المؤشر العام للسوق السعودي، وذلك من النقطة 1000 إلى غاية النقطة 1030 تقريبا، وهذا ما بين أن عائد محفظة (GTG) يساوي عائد المؤشر (TASI) ومنه أداء المحفظة (GTG) مقبول.

ومن يوم 05-03-2014 إلى غاية يوم 20-03-2014، بدأ مؤشر (TASI) بالارتفاع عن المحفظة (GTG) وذلك ابتداءً من النقطة 1030 إلى غاية النقطة 1070 تقريبا، وفي نفس الفترة استمرت المحفظة (GTG) بالارتفاع ولكن بمستوى أقل عن مؤشر (TASI). أي أن منحنى المحفظة (GTG) يقع تحت منحنى مؤشر (TASI)، وهذا ما يدل على أن عائد المحفظة (GTG) أقل من عائد (TASI)، وبالتالي أداء المحفظة (GTG) غير مقبول بالنسبة لأداء مؤشر (TASI)، ثم بعد ذلك انخفض مؤشر (TASI) ليصل إلى النقطة 1060 تقريبا وليقع على نفس منحنى

المحفظة (GTG) في يوم 20-03-2015، ثم عاود مؤشر (TASI) الارتفاع تماشياً مع منحى المحفظة (GTG) واستمر على هذا النحو إلى غاية نهاية شهر تقريباً من نفس العام 2014.

ومع بداية شهر أفريل 2014 بدأت المحفظة (GTG) في الارتفاع عن المؤشر (TASI)، حيث نلاحظ منحى المحفظة (GTG) يقع فوق منحى المؤشر (TASI) وهذا يعني أن أداء المحفظة (GTG) هو أداء جيد إضافة لتحقيقها أعلى عائداً.

في حال دخول السوق عند أعلى قمة له في سبتمبر 2014، فإن جميع محافظ العملاء بناء على توصيات البوابة الدولية للمتداولين عوضت خسائرها وحقت أرباح كبيرة ووصلت أرباح البوابة إلى قمة تاريخية جديدة. وعقب هذه الفترة شهد تراجع كبير لمؤشر (TASI) وهذا من أواخر شهر سبتمبر 2014 إلى غاية نهاية شهر ديسمبر تقريباً حيث بلغ في هذا الشهر أدنى قيمة له والتي تمثلت في النقطة 840، وأدى به هذا التراجع إلى تحقيق خسائر.

وفي الوقت الذي حقق فيه مؤشر (TASI) خسائر. فلقد حققت محفظة (GTG) أرباح أكثر من 40% خلال نفس المدة وبدون تحمل مخاطر إضافية.

استراتيجية البوابة الدولية للمتداولين لبناء المحفظة المالية تعتمد على اختيار أفضل الأسهم بناء على التحليل المالي والفني، وثم بناء محفظة متوازنة ولكن لا بد من الخروج والدخول من الأسهم بناء على توصيات المضاربة على المدى القصير. حيث يتم دخول وتجميع السهم عندما تظهر عليه توصيات بالشراء ويتم بيع السهم وزيادة السيولة النقدية في المحفظة عندما تكون عليه توصيات بالبيع. وتظل خارج السوق حتى تظهر مرة أخرى توصيات بالشراء على السهم، ثم تعاود مرة أخرى شراء السهم عند المستويات المقترحة في التوصية. وبهذا تزيد احتمالات النجاح للمحفظة وتجنب الموجات التصحيحية الهابطة التي دائماً تتسبب في ضياع كل الأرباح التي تم تحقيقها خلال الفترات السابقة. ودائماً تكون النتائج على المدى القصير والمتوسط والطويل رائعة وتضمن للمستثمرين تحقيق أرباح جيدة ومستمرة. فتوصيات البوابة الدولية للمتداولين تضمن لمستثمريها تحقيق أعلى ربح ممكن مع الموجات الصاعدة، وتقليل الخسائر وتجنبها بأفضل نتائج ممكنة مع الموجات الهابطة في الأسواق المالية.⁽¹⁾

ومن خلال ماسبق نستنتج أن المستمر في بناء محفظته الاستثمارية يعتمد على أداء المؤشر في السوق، وذلك عن طريق استخدامه لأدوات التحليل ويتم ذلك بناء على المؤشرات المتخصصة والتحليل المالي للسوق المراد الاستثمار فيه، حيث يوفر لنا التحليل المالي رؤية في غاية الخصوصية وذلك من خلال متابعة السعر السوقي للسهم وحساب العائد المتوقع أن

¹ support@globaltradersgate.com (consulté le 21-04-2015).

يحققه المستثمر عند شراء السهم، ويمكن تحديد مناطق التجميع والتصريف على الأسهم. والمقصود بها المستويات المناسبة لبناء مراكز مالية وزيادة الكميات بشراء السهم أو المستويات التي يفضل تصريف السهم أعلى منها. وبناء على ذلك يمكن للمستثمر تصنيف وتصفية الأسهم لتحديد أفضل الفرص الاستثمارية وتم يتم إعطاؤها أهمية بنسبة أكبر، بالمقارنة بالأسهم التي تحمل فرص أقل للنمو أو تحمل مخاطر أعلى عند مقارنتها بباقي أسهم السوق.

ويتميز التحليل المالي بالمنطقية والدقة والمصدقية. فهو معبر عن الانعكاس الحقيقي لوضع الشركة والقيمة الاجمالية لها، وذلك بعد الأخذ في الاعتبار كل العوامل المؤثرة عليها. ولكنه غير قادر على تفسير أو توقع الحركات السعرية التي تتكون على المدى القصير وفي بعض الأحيان المتوسط. لذلك تنحصر أهميته في تصنيف وتصفية الأسهم لتحديد أقوى وأفضل الفرص الاستثمارية وتم تحديد مستويات التجميع ومستويات التصريف على الأسهم. وبهذا يمكن لنا متابعة الأسهم وعندما تقترب من أحد مستويات الشراء المالي يمكن لنا تفعيل التحليل الفني لتحديد نقاط وزمن الدخول. وعندما تقترب من أحد مستويات البيع المالي يتم تفعيل التحليل الفني لتحديد إمكانية ونقاط وزمن الخروج من السوق.

يوفر التحليل الكمي للأوراق المالية أسلوب علمي لبناء محفظة مالية متوازنة. بناء على مقارنة الأسهم الداخلة في المحفظة المالية على معايير العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة وعلاقة كل سهم بالأسهم الأخرى في نفس المحفظة الاستثمارية، وذلك من أجل تحقيق معدل ربح معين بناء على معدلات مخاطر محددة متوقعة ويمكن التحكم بها.

ومن خلال الشكل يتضح لنا بأن المستثمر هو مستثمر رشيد ومحترف وذلك من خلال بناء محفظته بشكل جيد حيث أن عوائد محفظته أكبر من عوائد المؤشر في السوق.

خلاصة الفصل:

كلما زادت أهمية الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية لأنها أيضا أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان، وتختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر.

ويعتبر مؤشر الأسواق المالية الأساس في إدارة المحفظة الاستثمارية، فعندما يكون المؤشر مرتفعا تكون الأسعار في زيادة حيث يدلنا المؤشر على أداء المحفظة أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية، كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في المستقبل. بالإضافة إلى أنه يساعد في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية. ويوضح المؤشر كذلك مستوى التنوع في المحفظة.

خاتمة

الخاتمة:

مؤشرات الأسواق المالية هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصدّاع القرار على حد سواء فضلا عن الباحثين. وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المؤسسات المشاركة في السوق، أو من المؤسسات المشاركة في القطاع، لذلك نجد أن المؤشرات أداة فعالة لقياس الحالة التي عليها السوق المالي، فقد تكون تلك المؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة، أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التي عليها صناعة معينة دون سواها، ومؤشرات البورصة استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد، وذلك نتيجة لتأثره بالتغيرات الاقتصادية العامة وكذا التغيرات التي تحدث في المجال الذي تنشط فيه الأسهم المكونة له. كذلك يمثل المؤشر المرآة العاكسة للسوق نظرا لكفاءته في التعبير وباستمرار عما يدور من تعاملات تجارية التي تغذي الاقتصاد، وبهذا يعمل على جذب الاستثمارات وتشجيع المستثمرين في متابعة استثماراتهم والتعامل في السوق، معبرا عن حالة الرواج الاقتصادي، كما قد يعكس المؤشر حالات الكساد السائدة في السوق والناجحة عن الأزمات المالية.

حيث أن كل مستثمر فرد أو مؤسسة هدفه هو البحث عن كيفية إنفاق ثروته بشكل أمثل لتعظيم المنفعة على الأصول المالية المختلفة المشكّلة للمحفظة الاستثمارية هذا من جهة، و من جهة أخرى كيف يمكنه قياس أدائها وذلك بهدف الاحتفاظ بمكوناتها أو التخلص منها للانتقال إلى محفظة مالية أخرى، وجذب هذا الإشكال اهتمام الاقتصاديين لتقديم وتطوير نماذج تعتبر ولحد اليوم الأساس والقاعدة في عملية بناء و تشكيل المحفظة، وامتدت لتتعدد في مختلف مؤشرات قياس أداء محفظة الأوراق المالية.

ويلاحظ أن كفاءة المؤشر تزيد كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق. وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية و بين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر.

أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمار كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر. وأخيرا يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات

❖ **الفرضية الأولى:** تعتبر المؤشرات البورصية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، حيث تفيد المؤشرات في التعرف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجحاً أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية. كما يمكن للمستثمرين مقارنة قيم مؤشرات البورصة للسنة للجارية بسنة الأساس، مما يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق الصعودي أو النزولي ومن ثم تقييم أدائه. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

❖ **الفرضية الثانية:** المؤشرات البورصية قد تكون مؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة، أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التي عليها صناعة معينة دون سواها، وللمؤشرات البورصية استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد، كما أن من استخداماتها هي متابعة أداء المحفظة الاستثمارية. حيث إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر. ومنه يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق. وهذا ما يدل على صحة الفرضية الثانية.

❖ **الفرضية الثالثة:** يعتبر معامل β المقياس الملائم لخطر الورقة المالية، حيث أن العائد المتوقع للورقة المالية يرتبط طردياً مع معامل β ، ويتأثر معامل β بالسوق لأنه يقيس تحرك عوائد السهم مع عائد السوق، وتختلف درجة التأثير بدرجة معامل β للسهم، حيث كلما كان $\beta > 1$ ، كلما كان أكثر حساسية تجاه تحركات المؤشر وكلما كان $\beta < 1$ ، كان أقل تأثر. ومنه يمكن القول بأن الفرضية الثالثة صحيحة.

ثانياً: النتائج

من خلال الدراسة السابقة نتوصل إلى النتائج التالية:

- تمثل المؤشرات البورصية أحد الأدوات المهمة التي يعتمد عليها المحللين والمستثمرين المحترفين للتعرف على اتجاهات السوق ومقارنة الأسهم بالمؤشرات التي تعبر عنه، كم تساعد في التعرف على الفرص الأفضل في السوق.
- للاستثمار الذكي شروط وقواعد لا بد من إتباعها لتحقيق أفضل نجاح ممكن في الأسواق المالية. يأتي من أهمها الدمج بين علوم التحليل المالي والفني للوصول إلى القرار السليم على المدى الطويل والمتوسط والقصير، ومن ثم تأتي أهمية الإدارة السليمة للمحفظة المالية من خلال إدارة المخاطر بشكل احترافي من خلال التحليل الكمي

للأسهم لتحديد الأسهم الأفضل والأوزان الأفضل للأسهم لبناء محفظة مالية متوازنة لتحقيق أعلى ربح ممكن وبأقل مخاطر متوقعة.

- لبناء محفظة استثمارية متوازنة وإدارتها على المدى الطويل والقصير بأعلى كفاءة لا بد من دمج جميع علوم تحليل الأسواق المالية.

- يساعد المؤشر في تكوين وبناء المحفظة في السوق، حيث يعتبر كمييار استرشادي للمستثمرين، لتقييم أداء واتجاهات أسعار المحفظة في السوق.

ثالثاً: الاقتراحات

- كما ذكرنا سابقاً عند قيامنا بتحليل بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية، لم يتم تحليلها في نفس الفترة، كما أن بعض المؤشرات لم تعطى لها الصيغ الرياضية التي تحسب بها، وهذا راجع لعدم توفرها بالموقع الذي اعتمد عليه.

- الاستعانة بالنماذج والمؤشرات التي من شأنها قياس وتقييم أداء المحفظة الاستثمارية.

- الاعتماد على مختلف أدوات التحليل في السوق المالي عند بناء المحفظة الاستثمارية.

- عند اختيار المستثمر تنوع مكونات محفظته لا بد أن يراعي في ذلك درجة الارتباط بين عوائد أصولها، فكلما ارتفع الارتباط ارتفعت معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.

رابعاً: آفاق البحث

من آفاق هذه الدراسة مايلي:

- دراسة محفظة استثمارية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها وطريقة تسييرها.

- دراسة أثر استخدام معامل β لقياس المخاطر.

- يلجأ المستثمر إلى التنوع في محفظته للتقليل من المخاطر غير النظامية، جبد لو يتم التطرق للتنوع الدولي ودوره في التقليل من المخاطر النظامية.

- علاقة مؤشرات الأسواق المالية بالحالة الاقتصادية العامة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 2- أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، دار الجامعة للنشر والتوزيع، 2003.
- 3- أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 4- حسين خربوش، وآخرون، "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، الأردن، 1996.
- 5- حماد طارق عبد العال، "التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 6- خالد وهيب الراوي، "الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجي"، عمان، دار المسيرة، 1998.
- 7- رسمية قرياقص، "أسواق المال: أسواق، رأسمال، مؤسسات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 8- رفعت السيد العوضي، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، رابطة العالم الإسلامي، المجمع الفقهي الإسلامي، 2010.
- 9- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- 10- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2004.
- 11- شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012.
- 12- ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة الاقتصادية العالمية"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1990.
- 13- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطرة: أفراد، إدارات، شركات، بنوك"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 14- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 15- عادل محمد رزق، "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
- 16- عبد الباسط وفا حسن، "بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1996.

- 17- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 18- عبد اللطيف، أحمد سعد، "بورصة الأوراق المالية"، مركز القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998.
- 19- عبد المجيد المهيلي، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، 2006.
- 20- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 21- عصام فهد العرييد، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الثانية، 2008.
- 22- فايز سليم حداد؛ "الإدارة المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2008.
- 23- فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك: الصناعة المصرفية والمالية الحديثة"، البيان للطباعة والنشر، مصر، 2002.
- 24- مبارك سليمان آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.
- 25- محسن أحمد الخضيرى، "كيف تعمل البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
- 26- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- 27- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الثانية، 2001.
- 28- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 29- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002.
- 30- محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي، التحليل الفني، أدوات التحليل المالي، مؤشرات أداء السوق، اتجاهات الأسعار، محفظة الاستثمار"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011.

- 31- محمد عبده مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، الطبعة الأولى، 1998.
- 32- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- 33- محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 34- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 35- محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى 2005.
- 36- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1996.
- 37- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 38- ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، "أساسيات الإستثمار العيني والمالي" دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999.
- 39- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
- 40- واثق أحمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، دار الرضا للنشر، دمشق، الطبعة الأولى، 2003.
- ب - الرسائل والأطروحات**
- 1- بلجبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 - 2006"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009 - 2010.
- 2- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005 - 2006.
- 3- تلي سعيده، "التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية: دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة عمان"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009.

- 4- صافية صديقي، " طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية) مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010"، مذكرة مقدم لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011 – 2012.
- 5- قاسم شاوش لامياء، " الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2005 .
- 6- منية قزير، "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 7- وليد أحمد صافي، " الأسواق المالية العربية: الواقع والآفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2002-2003.

ج- المجلات والدوريات

- 1- السيد إبراهيم الدسوقي، "التنوع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في الدول النامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد الثالث، 1990 .
- 2- حسان حضر، " تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس، 2004.
- 3- بن اعرمان حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، " كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، الجزائر، 2013.
- 4- بن موسى كمال، " المحفظة الاستثمارية: تكوينها مخاطرهما"، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث، 2004.
- 5- حسين قبلان، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية ، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
- 6- حورية بديدة، دادن عبد الوهاب، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40، تحليل إحصائي خلال الفترة 2007 – 2009"، مجلة الأبحاث الاقتصادية والادارية، العدد العاشر، 10، الجزائر، 2011.
- 7- مجلة الدراسات المالية والمصرفية، "المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية"، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994 .

د - التقارير

- 1- تقرير صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للربع الرابع، العدد 56، 2008
- 2- تقارير أداء أسواق أوراق المال العربية - صندوق النقد العربي.
- 3- صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، الربع الثالث، العدد 78، 2014

هـ - الملتقيات والمؤتمرات

- 1- حسن عطا غنيم، "المشتقات المالية"، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف)، المنظمة العربية لتنمية الإدارة، بشرم الشيخ، مصر، 10 مارس 2005
- 2- سامي حطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، ملتقى دولي بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، 2007 .
- 3- صالح رجب حماد، مداخلة بعنوان: " أثر إدارة المخاطر على البيئة الرقابية والتدقيق والتدقيق الداخلي"، المؤتمر العلمي التابع لإدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، الأردن، 2007.

و - المواقع الالكترونية

- 1- الموقع الالكتروني للمعهد العربي للتخطيط في الكويت: <http://www.arab-api.org> في يوم 06 - 04 - 2015 .
- 2- أومعاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، 2005، المتوفر على الموقع الالكتروني: www.sall.com

ثانياً: باللغة الأجنبية

1- اللغة الفرنسية

A : LES LIVRES

- 1- P/Topsalim, " Les indices boursière sur action", Economica, Paris, 1996

B : LES SITES INTERNET

- 1- www.sall.com (consulté le 06 – 04 -2015).
- 2- <http://www.fxnewstoday.ae> (Consulté le 30-04- 2015)
- 3- <http://www.fxnewstoday.ae> (consulté le 04 – 05 – 2015).
- 4- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/dj-30-analysis/> (consulté le 05– 05 – 2015).

- 5- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/>
(consulté le 06-05-2015)
- 6- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/>
(consulté le 07-05-2015)
- 7- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/spx500-analysis/>
(consulté le 11-05-2015)
- 8- <http://www.economies.com/includes/> (consulté le 23-04-2015)
- 9- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets>
(consulté le 29-04-2015)
- 10- <http://www.economies.com/includes/extra/get>
(consulté le 29-04-2015)
- 11- <http://www.fxnewstoday.ae/international-markets/france-40-analysis>
(consulté le 29-04-2015)
- 12- <http://ar.wikipedia.org/wiki/> (consulté le 03-05-2015)
- 13- <http://ar.wikipedia.org/>(consulté le 30-05-2015)
- 14- <http://www.tse.or.jp/english/market/topix/history/index.html>
(consulté le 05-05-2015)
- 15- <http://www.addustour.com> (consulté le 02-05-2015)
- 16- <http://www.indexbook.net/> (consulté le 05-05-2015)
- 17- <http://www.globaltradersgate.com/main/research-news-mobile/>
(consulté le 21-04 -2015).
- 18- support@globaltradersgate.com (consulté le 21-04-2015).

2- باللغة الانجليزية

A- Books

- 1- Shelagh heffer nan, " Modern banking in theory and practice " new york, 1998
- 2- Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA .