



الوادي في: 2022/05/29

الرقم: 58/2022/ل ع ق ت/ق ع ت/ك ع إ ق ت ع ت

شهادة إدارية (اعتماد مطبوعة)

يشهد السيد رئيس اللجنة العلمية لقسم علوم التسيير، بأن الدكتور بغداد بنين، قدم أمام اللجنة العلمية لقسم

علوم التسيير المنعقدة بتاريخ 2022/04/20، مطبوعة بعنوان:

المؤسسة والأسواق المالية

مقدمة لطلبة السنة الثالثة إدارة مالية؛ عدد صفحاتها 148 صفحة، وبعد تعيين لجنة الخبرة وبعد استلام تقارير الخبرة

الإيجابية، واستيفاء المطبوعة الجوانب الشكلية والمنهجية والشروط المعتمدة في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

بجامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، تمت المصادقة على اعتماد المطبوعة للتدريس.

رئيس اللجنة العلمية للقسم





جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مطبوعة محاضرات في مقياس:

المؤسسة والأسواق المالية

موجهة لطلبة سنة ثالثة ليسانس علوم تسيير تخصص:

* إدارة مالية.

إعداد

د. بغداد بنين _ جامعة الوادي _

السنة الجامعية: 2022/2021

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

02	فهرس المحتويات
03	قائمة الأشكال
05	المقدمة العامة
08	المحور الأول: مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها
21	المحور الثاني: مفهوم الاسواق المالية وتصنيفاتها
32	المحور الثالث: العناصر الاساسية للسوق المالي
37	المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي
52	المحور الخامس: كفاءة الاسواق المالية
59	المحور السادس: أنواع الاوراق المالية
83	المحور السابع: أهمية الاستثمار في الاوراق المالية
99	المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الاساسي للأدوات المالية
119	المحور التاسع: محفظة الاوراق المالية
129	المحور العاشر: المحفظة المالية المثلى واستراتيجية التنوع
141	الخاتمة العامة
143	المراجع والمصادر

قائمة الاشكال

قائمة الاشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	يوضح دور الوسيط في سوق الاوراق المالية	43
02	يوضح نظام التداول في السوق المالي	49
03	يوضح العلاقة بين المستويات الثلاثة	56
04	الإطار العام للتحليل الاساسي	100
05	الإطار العام للتحليل الفني	105
06	التشبع في الشراء والبيع	108
07	الرسوم البيانية الخطية	111
08	رسوم الأعمدة	111
09	حجم التداول	112
10	شرح رسوم الشموع البيانية	112
11	رسوم الشموع البيانية لقطة عن شاشة التداول	113
12	رسوم النقطة والشكل	114
13	يوضح الاشكال الانعكاسية	115
14	أشكال النماذج الاستمرارية	116
15	مكونات محفظة الاوراق المالية	120
16	منحنى الكفاءة لمجموعة من المحافظ الاستثمارية	131
17	استراتيجية التنويع في المحفظة المالية	133

المقدمة العامة

مقدمة عامة

تعتبر المؤسسات بمختلف احجامها وانواعها عاملا أساسيا وحوريا في تحقيق التنمية الاقتصادية، سواء كان ذلك في الاقتصاديات الدول المتقدمة أو الناشئة، ولضمان نمو تلك المؤسسات واستمرار أثرها الايجابي على الاقتصاد، فهي تحتاج الى توافر سبل الحصول على الخدمات المالية خاصة في ظل محدودية الخدمات البنكية، وكذلك تواجد عقبات وقيود شديدة في سبل الحصول عليها.

وعليه فان أهم موضوع تركز عليه المؤسسات مهما كانت أنواعها واحجامها هو كيفية الحصول على أموال لتمويل وظائفها الاساسية ولضمان الاستقرار والاستمرارية، لذلك فمن صيغ تمويل المؤسسات التي لجأت اليها مختلف الدول هي الاسواق المالية وذلك لما تقوم به هذه الاسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاه للأفراد.

والأسواق المالية ماهي الا نظام يمكن من خلاله الجمع بين وحدات ذات فائض لاستثمار أموالهم، ووحدات ذات العجز لتدبير مصدر لتمويل استثماراتهم، بالإضافة الى الاستخدامات الاخرى للأسواق المالية والمتمثلة بالتغطية والتحوط والحماية وتثبيت المخاطر عند مستوى محدد معلوم مسبقا، وتحقيق عوائد بمعدلات عالية تتناسب مع هذه المخاطر وأحيانا قد تتفوق عليها.

والمتمثل للحياة الاقتصادية اليوم يرى بان معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على الاسواق المالية، فهي تعتبر القلب النابض ومرآة الاقتصاد للاقتصاديات المعاصرة، وذلك من خلال الديناميكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها ايجاد وتداول الاصول المالية بمختلف آجالها بسهولة ويسر ومرونة عالية، فأصبحت سوق مستهدفة للاستثمار من قبل المستثمرين من خلال تكوين محافظ استثمارية مكونة من ادوات مالية متنوعة بشكل علمي مدروس.

المقدمة العامة

وما هذه المطبوعة التي تمثل محاضرات في شكل عشر محاور أساسية قسمت حسب دفتر الشروط الوزاري والموجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير تخصص ادارة مالية، مادة علمية في مقياس المؤسسة والاسواق المالية والتي حاولنا من خلالها معالجة جميع جوانب الموضوع خاصة منها المفاهيم النظرية حول الاسواق المالية والمؤسسة.

المحور الأول:
مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها

مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها

لقد شغلت المؤسسة حيزا معتبرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الأيدولوجية، وهذا باعتبارها النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي للمجتمع، كما أنها تمثل الاداة الرئيسية لإحداث التنمية والنمو في أي اقتصاد.

فالدور التقليدي للمؤسسة تم تجاوزه من طرف العديد من الكتاب والمفكرين لتظهر الان وكأنها تنظيم معقد لم يعد فيه البعد الاقتصادي كافيا رغم أنه شرط ضروري، وظهر تصور جديد يتمثل في البعدين الاجتماعي والبيئي، اللذين لا بد أن تتلازم فيهما الرشادة الاقتصادية لتلبية حاجات الانسان.

1. مفهوم المؤسسة

هناك عدة تعاريف قدمت للمؤسسة في مختلف الأوقات وحسب الاتجاهات والمداخل، نذكر منها:

التعريف الأول: تعرف المؤسسة أنها تنظيم انتاجي معين الهدف منه إيجاد قيمة سوقية من خلال الجمع بين عدة عناصر إنتاجية، ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الأرباح.¹

التعريف الثاني: المؤسسة هي مجموعة من الوسائل البشرية والمادية والمالية خصصت لإداء غرض اقتصادي أو اجتماعي معين.²

وعليه يمكن تلخيص تعريف شامل للمؤسسة على أنها:

كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين هدفه دمج عوامل الانتاج من أجل انتاج أو تبادل السلع أو الخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق هدف ملائم، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز الزماني والمكاني الذي توجد فيه، وتبعاً لحجم ونوع نشاطه.

1 . سمير أحمد عسكر، مدخل الى إدارة الاعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1984، ص:10.

2 . شبكي سعدان، تقنيات المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، ص:02. بتصرف.

من خلال التعريف السابق فانه يمكن تلخيص خصائص المؤسسة فيما يلي:³

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها للحقوق والصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.
- أن تكون للمؤسسة قدرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية وقادرة على التعايش مع الظروف المتغيرة.
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهداف معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم معين....
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات، وإما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف.
- لا بد أن تكون المؤسسة ملائمة للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة ولا تحقق أهدافها.
- وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، بالإضافة إلى مساهمتها في الانتاج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.
- يجب أن يشمل اصطلاح المؤسسة بالضرورة فكرة زوال المؤسسة، إذا ضعف مبرر وجودها.

2. تصنيف المؤسسة:

للمؤسسة عدة اشكال أو انواع تظهر فيها تبعا للشكل القانوني، أو للطبيعة الملكية، أو تبعا للطابع الاقتصادي ونقدمها فيما يلي:

³ . عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص:25. بتصرف.

1.2 تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني:

وتنقسم الى الآتي:

أولاً: المؤسسات الخاصة: وهي التي يمتلكها القطاع الخاص سواء ان كانت الملكية فردية أو جماعية، هذا النوع من المؤسسات يخضع للقانون الخاص ويهدف بالدرجة الاولى الى تحقيق أعظم ربح⁴، وهي بدورها تأخذ عدة أشكال وهي:

- المؤسسات الفردية: تعود ملكيتها وادارتها لشخص واحد فقط يعتبر صاحب رأس المال، وغالبا لا كون عدد العاملين فيها مرتفعا ومن أهم مميزاتهما:

✓ السهولة في التنظيم والانشاء.

✓ صاحب المؤسسة هو المسؤول الاول والاخير عن نتائج أعمال المؤسسة وهذا ما يدفعه للعمل بكفاءة وجد لتحقيق أكبر ربح ممكن.

✓ انفراد صاحب المؤسسة بمسؤولية الادارة، التنظيم ومسؤولية اتخاذ القرارات.

- الشركات: في هذا النوع من المؤسسات يتوزع التنظيم والتسيير ورأس المال على أكثر من شخص وتوزيع ما ينتج من أرباح أو خسائر، وتصدر الاشارة الى أن هذه الشركات لا يمكن قيامها الا بتوفير بعض الشروط طبقا للقانون التجاري مثل توفر الرضا بين الطرفين⁵ وتنقسم الشركات الى شركات الاشخاص وشركات الاموال.

■ شركة الاشخاص: تعود ملكية هذه الشركات الى أكثر من شخص حيث يلتزم كل شريك بتقديم حصته من رأسمال لتوزيع ما قد ينتج عن هذه الشركة من أرباح أو خسائر، ويعتبر هذا النوع من الشركات الاكثر انتشارا وذلك بسبب ملائمتها للاستغلال التجاري المحدود، ويخضع هذا النوع من الشركات للذرية على أرباح الشركات حسب القانون التجاري الجزائي، وتنقسم الى ما يلي:

4 . ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، 1998، ص:54-58، بتصرف.

5 . ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص: 60. بتصرف.

المحور الاول: مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها

شركات التضامن: هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بتضامن فيما بينهم، حيث ليس بمقدور أي شريك في شركة التضامن أن يتداول حصته فيها الا بموافقة كافة الشركاء، وترجع ادارة الشركة الى جميع الشركاء مالم يرد عكس ذلك في القانون الاساسي.

شركة التوصية: هي شركة تتكون من طرفين من الشركاء، شركاء متضامنون تكون مسؤوليتهم شخصية تضامنية، وشركاء موصون تكون مسؤوليتهم محددة بقدر الحصة التي ساهموا بها في رأسمال الشركة، ولا يمكن لهم التنازل عن حصصهم الا بموافقة جميع الشركاء.

شركة المحاصة: هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع اقتصادي بتقديم حصة مالية أو عمل بهدف اقتسام ما ينتجه المشروع من الارباح أو خسائر دون أن تشهر أن تكون هناك معلومة لدى الغير.

▪ شركة الاموال: وهي الشركات التي تركز في الواقع على الاعتبار المالي وينقسم رأسمالها الى أسهم، حيث تكون مسؤولية الشريك فيها بقدر ما يملكه من أسهم فلا أهمية للاعتبار الشخصي في هذه الشركات ولا تنقضي بوفاة أحد الشركاء الاخرين، وتم تصنيفها الى أربع أنواع وهي:

- المؤسسة ذات الشخص الوحيد: هو ان يستثمر شخص جزء من ماله في شركة تخصه لوحده، هذه المؤسسة هي مؤسسة ذات مسؤولية محدودة ذات الشخص الوحيد، فهي خاضعة لأحكام الشركة ذات المسؤولية المحدودة.

- الشركة ذات المسؤولية المحدودة: حسب القانون التجاري فان هذا النوع من الشركات تؤسس بين شركاء لا يتحملون الخسائر الا في حدود ما قدموه من حصص، وتتميز كذلك برأسمال محدد لا يجب أن يكون أقل مما هو محدد حسب القانون التجاري (أي 100000 دج)، ويتراوح عدد الشركاء ما بين شريكين وعشرون شريك.

- شركة المساهمة: أو ما تسمى بشركة ذات أسهم، وهي النموذج الامثل لشركات الاموال وقد عرفتها المادة 592 من القانون التجاري الجزائري بانها شركة ينقسم رأسمالها الى حصص

المحور الاول: مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها

وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر الا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء فيها عن سبعة وقد حدد القانون التجاري الجزائري خصائص شركة المساهمة ونوجزها فيما يلي:

✓ تقوم على الاعتبار المالي.

✓ مسؤولية الشريك فيها محدودة بقدر ما يملكه من أسهم فيها.

✓ لا يجوز أن يكون عدد الشركاء فيها أقل من سبعة.

✓ وجوب توفر حد أدنى لرأسمال الشركة والمقدر بـ 05 ملايين دينار في حالة علنية الادخار ومليون دينار في الحالة المخالفة.

✓ يجب أن يكون لهذه الشركة اسم يميزها عن غيرها ويكون مسبقا أو متبوعا بذكر شكل الشركة ومبلغ رأسمالها.

- شركة التوصية بالأسهم: تختلف عن شركات المساهمة في كونها تجمع بين شركاء متضامنين (وهم الشركاء المؤسسون) وشركاء موصين وهم الشركاء المساهمون، حيث لا يمكن أن يكون عدد الشركاء الموصين أقل من 03 ولا يذكر اسمهم في اسم الشركة.

ثانيا: المؤسسات العامة: هي المؤسسات التي يعود رأسمالها للدولة أي ملكية وسائل الانتاج فيها عامة، وهذا النوع من المؤسسات يحكمه نظام قانوني يحدد المسؤوليات والمناصب والاهداف والاطراف العامة لإدارتها، ولا يحق للمسيرين التصرف بأصولها الا في إطار الصلاحيات المخولة لهم قانونا، فهذا النوع من المؤسسات يهدف الى تحقيق المنفعة العامة للمجتمع، ويأخذ الاشكال الآتية:

- المؤسسات العمومية: وهي مؤسسات تابعة للقطار العام أي الدولة ويكون التسيير فيها بواسطة شخص أو أشخاص تختارهم الجهة الوصية، وتنقسم الى:

- مؤسسات تابعة للوزارات: يطلق عليها ايضا المؤسسات الوطنية وهي تخضع للوزارات التابعة لها والتي قامت بإنشائها، وتقوم بمراقبة تسييرها بواسطة عناصر تعينها.
- مؤسسات تابعة للجماعات المحلية: تكون عادة ذات احجام صغيرة ومتوسطة، يحبذ هذا النوع عادة في مجال النقل البناء والخدمات العامة.

- المؤسسات المختلطة: هي مؤسسات تتكون من طرفين الاول هو الدولة والممثل بالوزارة أو المؤسسات العمومية، والطرف الثاني ممثل بالقطاع الخاص حيث يتم انشائها بطريقتين: اما الانشاء من العدم أو طريقة التأميم.

2.2 أنواع المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي:

تنقسم المؤسسة حسب هذا المعيار الى الاتي:⁶

- المؤسسات الصناعية: وهي المؤسسات التي تقوم بتحويل المواد الطبيعية الى مواد قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيطي.

- المؤسسات الفلاحية: وهي المؤسسات التي تشتغل في ميدان الزراعة أو تربية المواشي بالإضافة الى أنشطة الصيد البحري وغيرها من الانشطة المرتبطة بالأرض.

- مؤسسات القطاع الثالث: وهي ذات أنشطة جد مختلفة وواسعة عن المجموعتين السابقتين فهي تشمل المؤسسات الحرفية، النقل بمختلف انواعه، البنوك والمؤسسات المالية، التجارة والصحة وغيرها.

3.2 أنواع المؤسسات حسب معيار الحجم:

حيث يعتمد هذا النوع من التصنيفات على مجموعة من المقاييس مثل حجم الارض او المحل المادي، حيث يرتبط القياس والمقارنة بالمساحة المستعملة

أو عدد المباني المكونة للمحل، ويمكن أن يعتمد ايضا على حجم راس المال.

والتصنيف المنطقي للمؤسسات حسب هذا النوع هو: مؤسسات صغيرة، ومتوسطة، وكبيرة.

- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي التي تضم اقل من 500 عامل وقد قسمت الى:

✓ مؤسسات الصغيرة جدا من 1 الى 10 عمال.

✓ مؤسسات صغيرة من 10 الى 99 عامل

✓ مؤسسات متوسطة من 100 الى 499 عامل.

⁶ أحمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص:15، بتصرف.

- المؤسسات الكبيرة: وهي ذات استعمال يد عاملة أكبر من 500 عامل ولها دور كبير في الاقتصاد الرأسمالي لما تقدمه سواء على مستوى الوطني الداخلي او على مستوى السوق الدولية.

4.2 انواع المؤسسات حسب معيار الملكية

يمكن تقسيم المؤسسات حسب هذا المعيار الى الاتي:

- المؤسسات الخاصة: وهي تلك المؤسسات التي تعود ملكيتها للفرد أو مجموعة من الافراد أي أن رأسمالها ملك للشخص الذي يقوم بإنشائها وتسييرها.

- المؤسسات العامة: وهي تلك المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة وهدفها تحقيق المنفعة العامة بالدرجة الاولى.

- المؤسسات المختلطة: وهي تلك المؤسسات التي تكون ملكيتها مشتركة بين القطاع العام والخاص.

3. الوظائف الاساسية للمؤسسة الاقتصادية

من خلال الهيكل التنظيمي لأي مؤسسة يمكن تحديد الوظائف التي تتكون منها، وقد تختلف هذه الوظائف من حيث العدد من مؤسسة إلى أخرى لأسباب ترجع إما لحجم المؤسسة أو طبيعة نشاطها، ولكن المتفق عليه هو أن جل المؤسسات تتشابه في الوظائف الأساسية التي تعتمد عليها لبلوغ أهدافها والتي تتمثل فيما يلي:

- وظيفة التموين: في إطار دورة استغلال المؤسسة، يعتبر التموين المرحلة الأولى التي تسبق الإنتاج والتسويق، ويقصد بالتموين مجموع العمليات التي تضع تحت تصرف المؤسسة كل من السلع والخدمات الضرورية (مواد أولية...) المتلقات من طرف الموردين، في الشكل الأمثل الذي يحقق العلاقة: أمان- تكلفة- نوعية، هذه العمليات تتمثل في المشتريات وتسيير المخزونات.

- وظيفة الإنتاج: تعتبر هذه الوظيفة من أهم الوظائف، مع أنها من اختصاص المؤسسات الصناعية (الإنتاجية) إلا أنه يمكن الحديث عن إنتاج الخدمات، ويبقى مضمون هذه الوظيفة هو

الوصول إلى تحقيق أكبر مردود من خلال نوعية المتوجات واحترام رغبات المستهلك، وقد تختلف خصائص الإنتاج حسب علاقة المؤسسة مع الزبائن، إذ يمكن تصنيفها إلى: إنتاج للتخزين إذا كان العرض يسبق الطلب، أو إنتاج حسب الطلبية إذا كان الطلب يسبق العرض، أو إلى إنتاج ممزوج بين الخاصيتين الأوليتين ويهدف تسيير الإنتاج إلى إيجاد توازن مقبول بين عدة أوامر متناقضة وهي:

✓ النوعية: ويقصد بها قدرة المنتج أو الخدمة على إشباع احتياجات المستعملين وملائمة المتوجات المصنوعة مع حاجيات المستهلكين ومطابقة لمواصفات مكتب الدراسات، احترام آجال الإنتاج التي تفرضها التزامات المؤسسة مع الزبائن، يجب أن تسمح تكلفة الإنتاج بتحقيق هامش على سعر البيع، وبالتالي يجب تحديدها بصفة تقديرية.

✓ المرونة: بحيث يجب على المؤسسة أن تتكيف مع نمو السوق، سواء من ناحية الكمية أو النوعية، ولا يمكن أن تتحقق هذه الأوامر إلا بمساهمة منسقة لجميع مصالح وهيئات المؤسسة بغرض الوصول إلى تنمية الثلاثية: تكلفة، آجال، نوعية.

- وظيفة الموارد البشرية: لقد تطورت هذه الوظيفة منذ القرن العشرين، حيث أصبح مجالها يشمل: التشغيل، التأجير، التكوين، الإعلام، الأمن والعلاقات الاجتماعية. ويكمن الدور الأساسي لوظيفة الموارد البشرية في تكيف العمال والوظائف كماً ونوعياً في المؤسسة، ولا يتم إلا على أساس معرفة:

✓ الرجال والنساء الذين يشكلون المؤسسة: من ناحية هرم الأعمال، الأقدمية، هيكل التأهيلات، التوزيع حسب الجنس والجنسية.

✓ تطور عدد العمال (التشغيل والتسريح).

✓ التعريف الدقيق للمناصب.

ولتفادي الدخول في الصراعات بين العمال والإدارة، تعمل وظيفة الموارد البشرية في البحث على الأجر العادل، الذي يأخذ بعين الاعتبار التأهيل للمنصب والنتائج المرجوة من

الأجير، وتعتمد المؤسسات في التوصل إلى هذا المطلب على طرق حديثة تمكن من تقييم المناصب وإعداد سلم للأجور المناسب لذلك.

- وظيفة المحاسبة والمالية: لا تخلو أي مؤسسة من هذه الوظيفة لما لها من أهمية تزويد المسؤولين بمعلومات تتعلق بالوضع المالي للمؤسسة، مما تسمح بتوحيد القرارات المستقبلية على أساس النتائج التي توصلت إليها هذه المهمة.

ومن المؤسسات من يصنف المحاسبة ضمن المهام الإدارية والكثير منها من يعتبرها من مسؤولية الرجل المالي لما له من مؤهلات علمية ومهنية تسمح له بقراءة المعلومات والمعطيات بطريقة تختلف عن تلك التي يستعملها المسؤول الإداري.

وإذا نظرنا إلى الواقع، فإننا نجد ارتباط وثيق بين وظيفتي المحاسبة والمالية ولا يكون من الخطأ اعتبارهما متكاملتان من خلال الوظائف التي تقوم بها كل منهما، وتكمن المهمة الأساسية لوظيفة المحاسبة في:

✓ الاستجابة لمطلب قانوني: حيث أن المحاسبة في كل الدول ومنها الجزائر تعتبر قانونية وإلزامية فيما يتعلق بإمسك الدفاتر المحاسبية وإعداد الميزانية.

✓ المهمة الاقتصادية: أداة تسيير داخلية ونظام معلومات خارجية. وقد تطور مفهوم هذه الوظيفة ليتقل من إعطاء الصورة الوافية لذمة المؤسسة إلى إنشاء أدوات تسمح بتسييرها، وفي هذا الإطار تقوم معظم المؤسسات بتجزئتها إلى مصطلحين: المحاسبة العامة التي تعالج العمليات حسب الطرق القانونية، والمحاسبة التحليلية أو محاسبة التسيير ذات الاستعمال الداخلي، والتي تعطي معلومات تسمح بتوجيه قرارات التسيير.

أما الوظيفة المالية فدورها يكمن في ضمان التوازن المالي للمؤسسة، وذلك باختيار أحسن مصادر التمويل وبأحسن الشروط، وهذا باحترام أهداف الملاءة والمردودية.

- وظيفة التسويق: وهي عبارة عن تطوير للوظيفة التجارية التي عرفت منذ القديم، وقد ظهرت هذه الفكرة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبالأخص في شركة General Electric وتهدف هذه الوظيفة إلى دراسة وتوقع احتياجات المستهلكين، إنشاء منتج أو خدمة لسوق

خاص، عرض المنتج أو الخدمة في المكان المناسب، الإعلام بوجود منتج أو خدمة بمختلف خصائصها، بيع المنتج أو الخدمة للمستهلك على أساس تقييم مالي مناسب ضمان متابعة تجارية للقيام بالتعديلات اللازمة اتجاه السوق.

4. المؤسسة الاقتصادية والمحيط

تنشط المؤسسة الاقتصادية في محيط سريع التغير، منها من يخضع لسيطرة المؤسسة ومنها من لا يخضع لسيطرة المؤسسة، ويمكن تقسيم مكونات المحيط الى قسمين: محيط داخلي ومحيط خارجي.

1.4 المحيط الداخلي للمؤسسة

مجموعة من العناصر والمكونات والمتغيرات المادية والمعرفية والتنظيمية ذات الصلة الوثيقة بالحدود الداخلية للمؤسسة والمؤثرة في نشاط المؤسسة بشكل مباشر والتي يمكن التحكم فيها اما بتعزيزها إذا كانت نقاط قوة أو بتصحيحها إذا كانت نقاط ضعف، ويمكن توضيح أهم عناصر المحيط الداخلي فيما يلي:⁷

- سوق السلع والخدمات: وهو نقطة الالتقاء والتواصل بين المؤسسات المنتجة والمستهلكين والاطراف المختلفة في النظام الاقتصادي.

- سوق التموين: وهو نقطة الالتقاء والتواصل بين المؤسسة ومورديها.

- سوق العمل: وهو نقطة الالتقاء بين المؤسسة كطالب للعمل، والافراد المستخدمين القادرين فعلا على العمل، وهو نظام جزئي مشترك مع الانظمة الديمغرافية، الاقتصادية والاجتماعية.

- السوق المالية: وهو نقطة الالتقاء والتواصل المؤسسة مع مموليها أو المستثمرين، وهو من الانظمة الفرعية للنظام الاقتصادي.

2.4 المحيط الخارجي للمؤسسة

وهي عبارة عن الخصائص والمتغيرات التي تعمل في ظلها المؤسسة وتتأثر بها وتأثر فيها الى حد بعيد، وما يميز البيئة الخارجية هو حالة عدم التأكد وعدم القدرة على السيطرة

⁷ نصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص: 80، بتصرف.

بحكم عدم استقرارها، لذلك تحاول المؤسسة التعايش معها من أجل معرفة الفرص واستغلالها وتجنب التهديدات. ويتكون المحيط الخارجي للمؤسسة من مجموعة من العناصر أهمها:

- العناصر الاجتماعية والثقافية: وتمثل في القيم السائدة الاجتماعية، العادات والتقاليد والخصائص السكانية والجغرافية، فهو يضم العديد من المتغيرات التي يجب على المؤسسة أخذها بعين الاعتبار عند ممارسة نشاطها.

- العناصر السياسية والقانونية: وتمثل في القوانين والتشريعات (قوانين الضرائب والمالية، قوانين الاجور، قوانين المحافظة على البيئة...) والعلاقات السياسية بين الدول كذا الاستقرار السياسي والامني...، والتي من شأنها أن تؤثر على نشاط المؤسسة بشكل غير مباشر.

- العناصر الاقتصادية: تتمثل في الوضع الاقتصادي السائد ومؤثراتهم المختلفة كالتضخم وسعر الفائدة، سعر الصرف...، والتي تؤثر تأثيرا مباشرا على نشاط المؤسسة.

- المحيط التكنولوجي: تتمثل في كل ما هو جديد في التطور التكنولوجي ومجالات المعرفة والعلم، والذي من شأنه أن يؤثر بطريقة غير مباشر في نشاط المؤسسة سواء في تحديد استراتيجيتها أو في تطوير انتاجها أو خدماتها وكذا التطور المعرفي للعمال.

- المحيط البيئي: هو مجموعة من الظروف البيولوجية المناسبة والتي تعمل في ظلها المؤسسة، حيث يظهر تأثير البيئة في نشاط المؤسسة، من خلال تغيرات المناخ.

5. مصادر التمويل في المؤسسة

تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة مرتبط بمعرفة مصروفاتها وايراداتها، فهي تقوم بإعداد الخطة المالية التي تحتوي على توقع للمصروفات والايادات ما يجعلها تعرف احتياجاتها فيما يخص التمويل والذي يتم تغطيته اما من مصدر داخلي أو مصدر خارجي.

1.5 مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة

يقصد بها مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، ويمكن تلخيصها أهمها في الآتي:

- رأس المال العامل: تستطيع المؤسسة تمويل نفسها عن طريق رأس مال العامل من أجل زيادة استثماراتها.

- التمويل الذاتي: وهو امكانية تمويل المؤسسة نفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم الا بعد الحصول على نتيجة الدورة الغير موزعة.

2.5 مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة

يتضمن التمويل الخارجي كل الاموال التي يمكن للمؤسسة أن تتحصل عليها من مصادر خارجية، وفي هذا المصدر من التمويل هناك مصادر تمويل طويلة الاجل، متوسطة الاجل وكذا مصادر تمويل قصيرة الاجل.

- مصادر تمويل خارجية طويلة الاجل: هي تلك القروض التي تفوق مدة استحقاقها سبع سنوات حيث الغرض الاساسي منها توفير موارد مالية كبيرة للمؤسسات من اجل تمويل مشروعاتها الاقتصادية الكبيرة، حيث تحصل المؤسسة غالبا على تمويل طويلة الاجل من أسواق رأسمال (بيع سندات).

- مصادر تمويل خارجية متوسطة الاجل: تتراوح مدتها من سنتين (02) الى سبع سنوات (07) وموضوعها في الغالب تمويل مشتريات والمعدات أي التمويل الاستثماري.

- مصادر تمويل خارجية قصيرة الاجل: وهي التي لا تفوق مدة استحقاقها عن سنة وهي قروض مختصة بتمويل احتياجات دورة الاستغلال، ومن مصادر هذا النوع نجد القروض التجارية والقروض المصرفية.

المحور الثاني: مفهوم السوق المالي

مفهوم الاسواق المالية

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والانتاجي الصناعي الواسع الى الحاجة الى تمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات الى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الانتاجية المختلفة وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع مما ادى الى ظهور الاسواق المالية.

1.نشأة الأسواق المالية

لا يوجد اجماع بين الباحثين والمتخصصين في التاريخ الاقتصادي حول أو مكان نشأت فيه السوق المالية ولا تاريخها المحدد، غير أن البعض يشير الى أن فرنسا هي أول دولة شهدت نشأة سوق مالية تتم فيها عمليات تداول بعض أنواع الاوراق المالية خلال القرن الثالث عشر ميلادي، وقد عرفت بلجيكا نشأة سوق مالي في نفس الفترة (حوالي في سنة 1339) حيث كان التجار في بلدة بروج يجتمعون قرب قصر عائلة (Vander Bource) لتبادل الصفقات لذا أخذ السوق اسم العائلة صاحبة القصر وأصبحت سوق المال يطلق عليها اسم (Bource)،⁸ ثم انتقلت الى باريس وامستردام ولندن= في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 بعد اكتشاف الامريكيتين والثورة الصناعية التي أثرت في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية. حيث تعد الأسواق المالية الآن مقياسا للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الانتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة، لذا أصبح وجود سوق مالية متطورة أحد العناصر الاساسية للنظام المالي لأي بلد سواء كان بلدا صناعيا أو بلدا في طريق النمو، ويمكننا ايجاز المراحل التي مرت بها الاسواق المالية قبل وصولها الى شكلها الحالي في الاتي:⁹

- المرحلة الاولى: بدأت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة ويتوفر المدخرات لدى الافراد وتوجه بعضهم الى استثمارها في مشروعات مختلفة، فأتسع حجم المشروعات وبالتالي أصبح هناك حاجة الى الاقتراض من هذه البنوك من جهة.

⁸ عبد الكريم أحمد قندوز، الاسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (21)، صندوق النقد العربي، 2021، ص:10.

⁹ يوسف سعداوي، أساسيات الاسواق المالية وادارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص: 10.

- المرحلة الثانية: ظهرت البنوك التجارية الخاصة، وألزمت بنسب محددة من الفوائد على العروض والخصومات على الاوراق التجارية، ثم ظهرت فيما بعد بنوك عقارية وزراعية وتنموية، وأصدرت هذه البنوك السندات كي تسد حاجتها من تمويل المشاريع وكذلك اصدار سندات الخزانة من طرف البنك المركزي.

- المرحلة الثالثة: اندمج السوق النقدي مع السوق المالي بحيث ازدادت حركة الاوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول، ومن ثم اندمجت الاسواق المالية المحلية مع الاسواق الدولية وظهرت البورصات المالية والعالمية.

2. مفهوم السوق المالي

يستمد مفهوم السوق المالي من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق تمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي، وهذا يعني أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بين البائع والمشتري، ولقد أعطيت عدة تعاريف للسوق المالي، أهمها:

التعريف الاول: يعرف سوق المالي بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من أصل مالي أو ورقة مالية معينة.¹⁰

التعريف الثاني: هي عبارة عن آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية الى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي.

التعريف الثالث: هو مكان التقاء بين عارضي رؤوس الاموال طويلة الاجل والطالبين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.¹¹

¹⁰ حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الابراهيمية، مصر، 2001، ص:61.
¹¹ جمال لعمارة وحدة رايس، تحديات السوق المالي الاسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة معسكر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص:03

وكخلاصة يمكن القول أن السوق المالي هو عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو لزيادته، تماما مثل أي نظام آخر، ويحقق السوق المالي أهدافه إذا استخدم في خلق المشاريع ذات جدوى اقتصادية مرتفعة، فهو موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع والشراء باللقاء المباشر أو بواسطة الهاتف والانترنت... الخ، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين وهم الوسطاء أو الوكلاء.

وبتحليل التعريف السابق للسوق المالي نستخلص خصائص السوق المالي فيما يلي:

- أن الاسواق المالية تتعامل مع ثلاث أطراف أساسية: البائع، المشتري، ووسيط.
- جوهره التعاملات في السوق هو الاموال في شكل أوراق مالية أو نقدية أو سلع حقيقية (أدوات مالية).
- يجتمع بائع ومشتري الاوراق المالية والادوات المالية في مكان محدد وهو ما يعرف بالبورصة، كما يمكن تداولها دون الحاجة لوجود مكان محدد بل من خلال وسائل الاتصال (الهاتف، الانترنت...).
- توفير قنوات تواصل فعالة بين المتعاملين في السوق حتى نضمن أن يكون سعر الورقة المالية في أي لحظة زمنية واحد.
- يتأثر السوق المالي بعوامل عديدة منها سلوك كل من البائع والمشتري والوسيط والعرض والطلب على الاموال والسلع الحقيقية.
- تزداد حركة الاسواق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب على الاموال والسلع الحقيقية في السوق المالي.

3. وظائف الأسواق المالية

تعتبر الاسواق المالية أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتمويل المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الافراد والشركات لما يتداول في هذه الاسواق من أدوات مالية، وللأسواق المالية وظائف رئيسية أهمها:

المحور الثاني: مفهوم الاسواق المالية

- تمثل سوق الاوراق المالية القناة: التي يتم من خلال تحويل الاموال من الوحدات التي تحقق فوائض الى الوحدات التي تعاني من عجز، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الاموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الاموال بينهما بواسطة الادوات المالية المعتمدة في السوق.¹²

- تعبئة المدخرات المالية: يتم ذلك من خلال تنمية العائدات الادخارية من خلال تشجيع صغار المدخرين وكبارهم ممن لديهم فائض مالي في القيام بمشاريع استثمارية في السوق المالية، فالسوق المالي يسهل تعبئة الموارد المالية مما ينجر عنه كفاءة أفضل للاقتصاد وتسارع أكبر في وتيرة النمو، وتسمح تعبئة المدخرات الذي توفره البورصة بالتخلص من ظاهرة الاكتناز من خلال توظيف رؤوس الاموال في المشاريع المنتجة.

- توفير التمويل: وذلك يتوجه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة، حيث يعتبر التمويل عن طريق الادوات المالية أقل كلفة ولا يسبب آثار تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به البنوك والمؤسسات المالية الاخرى، فضلا على أن الاسواق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها على توفير جزء من احتياجاتها المالية من خلال طرح اذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.

- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: وذلك من خلال تنوع وتفاوت النشاط المرتبط بالأوراق المالية المتداولة في الاسواق المالية، مما يساعد المستثمر في السوق المالي من توفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية، اذ يمكن من خلال السوق المالي بناء محفظة تضم ادوات مالية لقطاعات اقتصادية ومؤسسات متنوعة.

- أداة غير رسمية للرقابة على كفاءة الشركات وتحسين ادارتها: تعتبر الاسواق المالية أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية للشركات المدرجة أوراقها فيها، ففي ظل كفاءة السوق المالي يسهل تعامل مدراء الشركات مع المشاكل

¹² حيدر حسين آل طعمة، الاسواق المالية: المنشأة، المفهوم، الادوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، أبريل 2014، ص: 08

التي قد تعترض مسار الشركة، كما تسهل من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالح المديرين والملاك في الشركة على حد سواء.

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: هي مؤشر يعكس جزءا مهما من الواقع الاقتصادي الوطني وتساهم في الدراسات الى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة، فتطور وكفاءة الأسواق المالية من شأنه أن يؤثر على معدلات الاستثمار بالإيجاب مما ينعكس على ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وهذا ما يفسر العلاقة الوثيقة بين تطور الأسواق المالية وحالة الاقتصاد المحلي.

4. أنواع الأسواق المالية

قسمت الأسواق المالية على أسس عدة ومن زوايا مختلفة، لكن التصنيف المتعارف عليه فان الأسواق المالية تنقسم الى سوق النقد وسوق رأس المال.

1.4 سوق النقد

يمثل هذا السوق مجال تداول الأصول قصيرة الاجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت، من خلال تبادل الأصول القصيرة مع السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل معها في تلك الأوراق.¹³

ولسوق النقد مميزات نلخصها في الاتي:

- أجل استحقاق السوق النقدي قصيرة الاجل (لا تتجاوز سنة) مما يعطيها صفة السيولة العالية.
- للسوق دور هام في رسم السياسة النقدية، اذ يقوم البنك المركزي بالتدخل في السوق بتغيير أسعار الفائدة قصيرة الاجل لضبط المؤسسات المالية الائتمانية.
- هو مصدر لتمويل البنوك والمؤسسات الأخرى.
- يساهم في زيادة دوران رؤوس الأموال وعليه زيادة الطاقة الإنتاجية.
- تتيح أسواق النقد بتمويل العجز للمؤسسات دون احداث التضخم.

1.1.4 تقسيمات سوق النقد

¹³ عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006، ص:32، بتصرف.

تنقسم سوق النقد الى سوق اصدار (أولية) وسوق التداول (ثانوية)، كما هو موضح فيما يلي:¹⁴

- سوق الإصدار: أي السوق الأولية وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

- سوق التداول: أي السوق الثانوي وهي السوق الذي يجري تداول الإصدارات النقدية قصيرة الاجل فيه، وبأسعار تتحدد حسب العمليات التي تتم في كل منها في:

▪ سوق الخصم: سوق الخصم هو سوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الاجل ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (كمبيالات، سندات أذنيه، قبولات مصرفية، أذونات خزينة) قبل موعد استحقاقها.

▪ سوق القروض قصيرة الاجل: وتتمثل هذه القروض في جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والافراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المختصة في منح الائتمان قصير الاجل من ناحية أخرى.

2.1.4 علاقة البنك المركزي بالسوق النقدي

يعتبر السوق النقدي أحد الفضاءات التي يعول عليها البنك المركزي لتنفيذ السياسة النقدية التي يعتمد عليها وذلك من خلال ما يلي:

- سياسة اعادة الخصم: حيث يقوم البنك المركزي بخصم الكمبيالات واذونات الخزينة المتوفرة لدى البنوك التجارية مقابل سعر الخصم، أو نذير ما يقدمه من قروض مضمونة للبنوك التجارية مقابل خصمه للأوراق التجارية الموجودة لدى هذه البنوك.

¹⁴ السيد المتولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص:94.

- عمليات السوق المفتوحة: يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية أو شراء الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد أو راس المال حسب الحاجة وفقا للوضع الاقتصادي (تضخم أو انكماش).

2.4 أسواق رأس المال

وهي أسواق الإصدار والتداول بالأوراق المالية (أي الأدوات المالية طويلة الاجل)، وفيها تنتقل الأموال من الافراد والشركات ذات المدخرات الى الشركات والمؤسسات المستثمرة أي تمويل الوحدات الاقتصادية.

ومن خصائص هذه الاسواق نجد:

- الاستثمار في سوق راس المال يمتاز بالوفرة من حيث العائد.
- هو أكثر انتظاما من السوق النقدي.
- تعتبر سوق رأس المال مناخ للاستثمار طويل الاجل.
- العائد المرتفع يصاحبه ارتفاع في درجة المخاطرة لقلة السيولة عما كانت عليه في السوق النقدي.
- نجاح سوق المال مرتبط بتوفير سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران.
- تقسيمات أسواق رأس المال: تتكون سوق راس المال من سوقين مرتبطان معا ارتباطا وثيق وهما:

▪ السوق الاولي أو سوق الإصدار: وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية. ويتضمن السوق الاولي مجموعة من المؤسسات المتخصصة في اصدار الأوراق المالية لحساب مؤسسات الاعمال والجهات الحكومية، حيث تتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسة الكبيرة كما قد تتمثل في البنوك التجارية في حالة ما إذا كان سوق رأس المال مصغر. وتعتبر السوق الأولية حلقة وسط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية.

وتكون طريقة الإصدار وفق الصيغ الآتية:

✓ أسلوب البيع المباشر: وهو قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة الى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي.

✓ أسلوب المزاد: وهي دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

✓ أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلال ذلك قيام طرف ثالث عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع الى المستثمرين، ولكن على الشركة المصدرة تحمّل تكاليف وعمولات إضافية يتقاضاها هذا الوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنك تجاري.

- السوق الثانوي أو سوق التداول: ويتم فيه التعامل وتداول الأوراق المالية بعد إصدارها، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذي اشترى الأوراق المالية من السوق الاولي، وعليه فوجود السوق الثانوي مرتبط بوجود سوق أولي يؤدي دوره بكفاءة، هذا وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها الى:

■ السوق المنظمة: وهي البورصات، حيث تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية، وتتم المعاملات وفق قوانين وإجراءات رسمية محددة وتحت اشراف ورقابة هيئات مختصة، ويتم تداول الأوراق المالية المسجلة أو المدرجة فقط في السوق المنظمة علما أن هناك شروط يجب استيفاؤها من طرف الشركات التي ترغب في التسجيل في السوق المنظمة.¹⁵

■ السوق غير منظمة: سميت الأسواق غير منظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، فلا يوجد مكان محدد للالتقاء ويتداول في السوق غير المنظمة الأوراق المالية الثانوية المصدرة سابقا أي التي سبق وأن سجلت وبقيت في السوق الاولي، ويقوم بإدارة هذه الأسواق بيوت السمسرة (شبكة من الوسطاء) باستخدام تقنيات الاعلام والاتصال، ويتم تحديد السعر في هذه الأسواق بناء على التفاوض بين الفاعلين والوسطاء، لذلك عادة

¹⁵ عبد الكريم أحمد قندوز، الاسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (21)، مرجع سبق ذكره، ص: 17-18.

ما ينظر للأسواق غير المنظمة على اعتبارها طرقاً لإجراء المعاملات أكثر منها مكان لإجراء المعاملات. وتنقسم الأسواق غير المنظمة بدورها الى:

السوق الثالث: يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواقاً مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية، وقد كان الدافع لخلق هذا السوق هو اتاحة فرصة التفاوض في مقدار العمولة للمتعاملين وكذا تنفيذ العمليات الكبيرة بسرعة المطلوبة.

السوق الرابع: في هذا السوق يكون الاتصال مباشر بين حامل الورقة المالية ومشتريها بغرض الحد من العمولات التي يتم دفعها للوسطاء، كما أنه لا يوجد رسوم تسجيل واشتراك في البورصة.

5. الاهداف الاقتصادية للأسواق المالية

تعد الأسواق المالية كمرآة للاقتصاد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثير ذلك بالحالة الاقتصادية، ويمكن ايجاز لبعض وظائف ودور الأسواق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال الاتي:¹⁶

- تنمية الاقتصاد المحلي عن طريق تشجيع المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية، حيث تقوم السوق المالي بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض الى الفئات التي تحتاج هذه الاموال من أجل إقامة مشاريع استثمارية الأمر الذي ينعكس على التشغيل وتحسين مستوى معيشة المجتمع.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

¹⁶ اديب قاسم شنددي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة واسط، العراق، العدد الخامس بمؤتمر الكلية، ص: 161-162، بتصرف.

المحور الثاني: مفهوم الاسواق المالية

- سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية، حيث تعتبر أداة للتعديل في تسيير وقيادة الشركات والمشروعات الاستثمارية وهو ما يحسن من أدائها ما يؤدي الى تأثير ذلك على تنمية الاقتصاد.
- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني وذلك عن طريق امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهه الى الاستثمار بدلا من الاستهلاك وذلك عن طريق جذب المدخرات من الافراد والمؤسسات.

المحور الثالث: العناصر الأساسية للسوق المالي

العناصر الأساسية للسوق المالي

لقيام السوق المالي بنشاطه وممارسته بفاعلية وكفاءة يحتاج لتوفر عدة عناصر تعتبر أركاناً أساسية للسوق المالي الفعال، وهذه العناصر هي كالاتي:

1. التنوع

ويقصد به توفر تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية وأوجه الاستثمار حيث تهيئ لكل مستثمر اختيار الجهة المناسبة له، من حيث أداة الاستثمار والتكلفة التي يتحملها والعائد من الاستثمار ودرجة المخاطرة.

ونظراً لأهمية هذا العنصر في زيادة فعالية وكفاءة السوق المالي فقد اتجهت الهيئات المشرفة على الأسواق المالية في مختلف الدول التي تقسيم السوق المالي الى عدة أقسام يتخصص كل قسم بتوفير مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية.

2. المنافسة

يقصد بالمنافسة أن يكون جميع من ينتظر منهم البيع والشراء في السوق على علم مستمر بالأسعار التي تتم بها الصفقات وعلى علم بما عرضه البائعون وما يطلبه المشترون وأن يكون سعر واحد في كافة أنحاء السوق وأن تتوفر للمتعاملين حرية الدخول والخروج من السوق.

ويرى عدد من الخبراء الماليين أن السوق المالي يعتبر سوق منافسة كاملة إذا كان باستطاعة كل مستثمر في جميع الاوقات أن يعرف أفضل الاسعار التي يستطيع بها أن ينجز عمليات البيع والشراء.

3. تكنولوجيا المعلومات

يقصد بهذا العنصر ضرورة أن يتوفر في السوق المالي ما يلي:

- منظومة متكاملة من المعلومات المالية توفر للمتعاملين معلومات دقيقة وفورية حول أسعار الأدوات المالية المتداولة، وحجم عمليات التداول بالإضافة الى المؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وحركة الاسعار اليومية التي تصدر عن السوق.

- شبكة الكترونية تظهر بلحظة أسعار بيع الاوراق المالية المتداولة وأسعار شرائها في السوق وحركة المؤشر الرئيسي للسوق المالي، بالإضافة الى التقارير الدورية الصادرة عن الشركات لحظة الاعلان عنها وكافة الاخبار والبيانات النقدية والمالية والاقتصادية المهمة والتي لها تأثير في اتخاذ القرار الاستثماري.

4. التكامل الاقليمي والدولي

التكامل الاقليمي والدولي اتفاق بين مجموعة من الدول المتقاربة في المصالح خاصة منها الاقتصادية بهدف اذابة اقتصاديات هذه الدول في اقتصاد واحد والغاء كافة القيود على حركة السلع ورؤوس الاموال والاشخاص فيما بينها وذلك بالتنسيق بين السياسات.

وعليه فالتكامل الاقليمي للأسواق المالية يقصد به توحيد قوانين السوق المالي والنظم المحاسبية ومعايير التداول مع القوانين والمعايير العالمية، وهذا حتى يتم التماشي مع اتجاهات العولمة والتحرير المالي، واعطاء دور متزايد لقوى السوق في تخصيص الموارد.

5. المتعاملون في السوق المالي

ينحصر المتعاملون في السوق المالي في الشخصيات الاعتبارية والطبيعية الآتية:

- الشركات المساهمة العامة: وهي الشركات ذات طابع اقتصادي وتتدخل في السوق المالية بغرض استثمار أموالها، وتمثل عادة في الشركات الصناعية والشركات التجارية والشركات القابضة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي أو سنداتها التي تطرحها لتمويل مشاريعها التوسعية أو الجديدة.

- البنك المركزي: يعتبر البنك المركزي من المشاركين الرئيسيين في السوق المالي في كافة الاسواق المالية العالمية من خلال بيع وشراء العملات العالمية لتكوين احتياطي نقدي يدعم

المحور الثالث: العناصر الأساسية للسوق المالي

العملة المحلية، وتزويد البنوك المحلية بحاجاتها من العملات الأجنبية بالإضافة إلى بيع وشراء بعض الأوراق المالية مثل سندات الدين العام للتخفيف من حدة التضخم أو الكساد.

وحتى يكون للبنك المركزي الدور المتوقع في السوق المالي من خلال سياسته النقدية عليه القيام بما يلي:

- عمليات وسياسات السوق المفتوحة التي تعني شراء وبيع أدوات السوق النقدي بشكل خاص (سندات وأذونات حكومية).

- شراء وبيع العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.

- تغيير لأسعار الفائدة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال سياسة سعر الخصم.

- التغيير في نسب الاحتياطي المفروض على البنوك التجارية.

- اقرار واصدار بعض القوانين التي تحدد وتحكم الموجودات والمطلوبات المسموح للبنوك الاحتفاظ بها والتعامل بها.

- البنوك التجارية والصناعية وبنوك الاستثمار والمؤسسات المالية المتخصصة: وتعد من أهم المتعاملين في السوق حيث لها دور كبير فيها، إذ بإمكانها العمل لحسابها الخاص وذلك بشراء الأوراق المالية أو العمل للغير عن طريق تسيير محافظهم المالية، كما تقوم بتسويق الإصدارات الجديدة في السوق الأولي، وكذلك بوظيفة متعهد التغطية حيث تكتب بالأوراق المالية التي لم يكتب بها الجمهور بالإضافة إلى القيام بعضها بوظيفة الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية.

- الوسطاء الماليون: إن التعامل في السوق المالي لا يتم إلا من خلال أعوان متخصصين في الوساطة المالية، والذين يقومون على خدمة المتعاملين في السوق المالي مقابل الحصول على عمولة مقابل تنفيذ أوامر عملائهم سواء بالبيع أو الشراء الأوراق المالية أو تقديم النصائح. وعليه يمكن القول بأن الوسطاء الماليين هم عبارة عن الأشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.

وقد يكون الوسيط (السمسار) أما شخصا طبيعيا أو معنويا ويقوم بالأعمال الآتية:

- أعمال السمسرة.
- صناعة الاسواق أي زيادة نشاط حرجة التداول فيكون بائعا عند زيادة الطلب ومشتريا عند زيادة العرض.
- التعهد بتغطية الاصدارات.
- العمل على تقليل المخاطر.
- العمل على اطالة فترة استحقاق الدين.

- **صناديق الاستثمار:** هي عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات الافراد واستثمارها في الاوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في ادارة محافظ الاوراق المالية، فهي تعد من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحالي اذ لا يخلو أي سوق مالي من هذه الاداة الاستثمارية.

وتقوم آلية عمل الصناديق الاستثمارية كما يلي:

- جمع المدخرات من صغار المستثمرين والافراد والمدخرين وتسليم مقابل ذلك وثائق استثمارية أو صكوك.
- تعمل صناديق الاستثمار على استثمار المدخرات المجمعة في السوق المالي.
- مدراء صناديق الاستثمار هم متخصصون على درجة عالية من الخبرة يقومون باختيار وتحديد أفضل مجالات الاستثمار أو بالبيع والشراء باعتبارهم وكلاء أو نواب عن المدخرين.
- تحصل الصناديق جراء الاستثمار أو البيع والشراء في السوق المالي على عوائد.
- يقوم المدراء باستقطاع جزء من العائد لإدارة الصندوق والجزء الاخر يتم توزيعه على المدخرين الصغار.

- **الأفراد والمؤسسات والشركات الخاصة (المستثمرون):** يتعامل الأفراد والمؤسسات مع السوق بشكل كبير من خلال الحسابات الجارية والودائع لأجل، هذا بالإضافة الى تعاملهم الواسع في سوق الاوراق المالية كمستثمرين أو مضاربين.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

مع انتشار التجارة الالكترونية عبر الانترنت أصبح من السهل الاتصال بشركات الوساطة منذ عام 1992م، ويتم ارسال أوامر البيع والشراء من خلال الحاسب الالي والحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار ومتابعة الحسابات في كل الأوقات مقابل كلفة منخفضة، اذ انخفضت عمولة الوسطاء من 130 دولار الى 15-20 دولار في السوق الامريكي نتيجة استخدام التداول الالكتروني في بورصات الولايات المتحدة الامريكية، وفيما يلي آليات عمل الاسواق المالية:

1. أنواع عمليات التداول في السوق المالي

يمكن تصنيف عمليات التداول التي يقوم بها المتعاملون (بيع أو شراء) في السوق المالي حسب وقت التنفيذ إلى عمليات آجلة وعمليات عاجلة، وهو ما سيتم توضيحه فيما يلي:

1.1. العمليات العاجلة (الضورية)

هي تلك العمليات التي يتم فيها تسليم الاداة المالية المباعة وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، وتنتقل ملكية الاوراق المالية الى المشتري فوراً، أو خلال فترة قصيرة.

وتعرف العقود العاجلة بالإضافة الى البيع المعتاد الذي يدفع فيه المشتري الثمن كاملاً من ماله الموجود من ملكه ويبيع فيه البائع الاداة المالية المملوكة له، هناك نوعان آخران وهما الشراء بالهامش والبيع بالمكشوف.

- **البيع بالهامش:** وهو أن يقوم المشتري في السوق المالي بدفع جزء من ثمن الاداة المالية التي اشتراها من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة، ويسمى المبلغ الذي يدفعه المشتري من أمواله الخاصة بالهامش وهو نوعان مبدئي ووقائي.

ويحصل المشتري على القرض اما من أحد المؤسسات المالية أو من أحد بيوت السمسرة على أن تسجل الاداة المالية المشتراة باسم بيت السمسرة وليس باسم المشتري.

- البيع على المكشوف: ويسمى كذلك البيع القصير أو البيع بالعجز، وتقوم فكرة هذا النوع على بيع أداة مالية مقترضة، يقوم البائع باقتراضها من السمسار الذي يتعامل معه، أو من غيره، وتسليمها للمشتري على أن يقوم فيما بعد بشرائها من السوق وتسليمها للسمسار متى طلب ذلك، ويعتبر الغرض الاساسي من البيع بالمكشوف هو المضاربة على فروق الاسعار.

- أغراض المتعاملين بالعمليات العاجلة: ان اللجوء الى هذه الآلية في شراء وبيع الاوراق المالية لا يتم عادة من قبل المضاربين المحترفين في السوق المالي، بل يتم من قبل المستثمرين الذين يرغبون في الاحتفاظ بهذه الاوراق المالية المشتراة لفترة من الزمن على أمل الحصول على ما تقدمه عليهم من عوائد، ولكن هذا لا يمنع من بيعها مجددا عند تحسن أسعارها أو عند حاجتهم الى أموال جاهزة.¹⁷

أما المتعاملون الذين يستعملون هذه الآلية في بيع اوراقهم المالية فيشترط أن تكون هذه الاوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم كي يسلمونها الى السماسرة المكلفين بتنفيذ الاوامر في السوق المالي، ومن هنا فان صفقات البيع هذه تتم اما على أثر شراء سابق، أو إذا كانت الاوراق المالية التي بحوزة المتعامل كبيرة ويرغب في التخلص من جزء منها أو استبدالها بأوراق أخرى، أو رغبة منه في تحقيق ربح رأسمالي عند ارتفاع أسعارها.

ويلتجأ المتعاملون الى هذه الآلية (العمليات العاجلة) للأغراض الآتية:

بالإضافة الى الغرضين الرئيسيين لهذا النوع من المعاملات الاستثمار والمضاربة هناك أغراض أخرى للمتعاملين بالمعاملات العاجلة وتتمثل في الاحتياط والموازنة.

■ الاستثمار المالي: ويراد بذلك أن يكون الغرض من شراء الاداة المالية تملك هذه الاداة بقصد الاحتفاظ بها للحصول على عائد الذي يوزع بشكل دوري في العادة على حملة تلك الاداة.

¹⁷. مروان عطوان، الاسواق المالية والنقدية " البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص:223.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

- المضاربة: وغرض المتعاملين هنا هو شراء الاوراق المالية بقصد بيعها عند ارتفاع أسعارها وتحقيق الربح من خلال الفرق بين سعري الشراء والبيع.
- الاحتياط أو التحوط: والمراد بذلك حماية المستثمر نفسه من المخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يملكها.
- الموازنة: اغتنام فرصة وجود فروق في الاسعار لورقة مالية ما، في سوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة المالية من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في نفس الوقت على المكشوف في السوق الاخرى، الذي تباع فيه الورقة بسعر مرتفع.¹⁸

2.1. العمليات الآجلة (المستقبلية)

يرجع أصل العمليات الآجلة الى السوق الحاضرة أي السوق النقدية، فقد كانت العقود تجري على سلع موجودة في الحال مقابل دفع ثمنها حالا، ومن ثم تطورت هذه الاسواق حتى ظهرت العمليات الآجلة، حيث تعد سوق شيكاغو التي تم إنشائها عام 1848م أول سوق احتوت سوقا منظمة للعمليات الآجلة، بعد ذلك توسع التعامل بالعقود الآجلة في أوروبا والشرق الاقصى حيث كان أهمها بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية حيث بدأ التعامل فيها عام 1982م، لتصبح بذلك العقود الآجلة أكثر تنظيما ولها شروط موحدة تم الاتفاق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق.

وأول من استخدم هذه العقود في السوق المالي هم الصناعيين والمنتجين، وذلك من أجل الوقاية من مخاطر تقلب الاسعار، بعد ذلك استخدم هذه العقود المضاربين بأعداد كبيرة بهدف الاستفادة من التقلبات الحاصلة في الاسعار، حيث من الملاحظ أن السوق الآجلة في كان العمل فيها سابقا مرتبطا بحركة الاسعار أما الآن فقد أصبحت قائمة بشكل أكبر على عمليات المضاربة.

¹⁸ . مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص:30.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

وتسمى العقود الآجلة بالعقود المستقبلية، وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل.¹⁹

وتعرف العمليات الآجلة أيضا، بأنها تلك العقود التي تتم بصفقات مباشرة بين البائع والمشتري الا أن تنفيذ هذه الصفقات يؤجل الى مواعيد مستقبلية متفق عليها، وعليه فان العمليات الآجلة تتميز بما يلي:

- دفع الثمن وتسليم الاداة المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل في تاريخ لاحق يسمى بتاريخ التصفية أي تاريخ تنفيذ العقد.

- موعد التصفية وتجري عادة في كل شهر مرة وذلك قبل اخر جلسة من جلسات البورصة، حيث يتم تسوية الصفقات نهائيا بين المتعاملين في السوق الاوراق المالية، حيث تستغرق تصفية العقود كل مرة ثلاثة أيام حيث يتم في:

اليوم الاول: اجتماع لجنة البورصة، وتقرر أسعار التصفية لكل أداة مالية.

اليوم الثاني: يجتمع السماسرة، ويتحاسبون على الفروق.

اليوم الثالث: تدفع الفروق وتسلم الاوراق.

- تشترط أنظمت البورصة على المتعاملين بالعقود الآجلة تقديم تأمين مالي الى حين أن تتم الصفقة نهائيا بشكل لا يلحق الضرر بالمتعاملين، ويسمى هذا التأمين بالتغطية.

1.2.1 أنواع العمليات الآجلة

تنقسم العمليات (العقود) الآجلة الى نوعين:

- العمليات الآجلة الباتة أو القطعية: حيث يلتزم المتعاقدين بتنفيذ العقد في موعد التصفية ولا يمكنهم الرجوع عن التنفيذ، وتنتهي العملية عادة بخسارة أحد الطرفين اما البائع أو المشتري

¹⁹. Aimé Scannavine, Les marchés Financiers Internationaux, France : Dound ; 1999, P:27.

الا إذا كان سعر الاداة المالية في يوم التصفية معادلا لسعرها يوم التعاقد، ويشترط في هذا النوع من العقود امتلاك البائع للأداة المالية محل الصفة يوم ابرام العقد.

- العمليات الآجلة الشرطية: العقود الشرطية تختلف عن العقود القطعية في صفة الالزامية واعطاء الحرية لفسخ أو الالغاء للمشتري في حين تكون ملزمة للبائع في حالة قبوله لثمن الاختيار، أما العقود المستقبلية (أحد أنواع عقود المشتقات المالية سيتم التطرق لها لاحقا) لا يمكن فسخها أو الغائها مع امكانية تأجيل تنفيذها.

ويمكن أن تأخذ العقود الآجلة الشرطية أربع صور وهي:

- العقود الآجلة بشرط التعويض²⁰: هي العقود التي تخول للمتعاملين في السوق المالي تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها مقابل تعويض يعين مبلغه مسبقا، ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.
- العقود الآجلة بشرط الزيادة: هذه العقود تعطي الحق للمتعاقدين في اتمام الصفقة في تاريخ التصفية، أو الغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على ان يدفع تعويضا للطرف الاخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار بيع أو شراء.
- العقود الآجلة بشرط الانتفاء²¹: وتتميز هذه العقود في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الاعلى أو البيع بالسعر الادنى.
- الوضعية والمراوحة: في هذا العقد لا يصفي المتعامل مركز التصفية نهائيا، وانما يؤجل التصفية الى موعد التصفية الثاني، أملا في تغيير الاسعار لصالحه، فان كان البائع هو الراغب في التأجيل فان ذلك يسمى وضعية، وان كان المشتري هو الراغب في التأجيل فان ذلك يسمى المراوحة.

2.2.1. أغراض المتعاملين بالمعاملات الآجلة

²⁰ . شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص: 58.

²¹ . نفس المرجع السابق، ص: 60.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

هناك ثلاث أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة وهي:

- المضاربة: الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الناتجة عن الفرق بين السعر الذي عقدت به الصفقة وبين السعر الذي يحدد يوم التصفية وهذا ما يسمى بالمضاربة وهي نوعان:

- المضاربة على الصعود وهو شراء الاوراق المالية شراء آجلا بسعر معين على أمل أن يرتفع سعرها يوم التصفية فيقوم المصارب ببيعها بسعر يوم التصفية لربح الفرق بين السعرين.
- المضاربة على الهبوط وهو بيع الاوراق المالية بيعا آجلا بسعر معين على أمل أن ينخفض سعرها يوم التصفية حيث يقوم المصارب عند ذلك بشراء الاوراق بسعر التصفية، وتسليمها الى الطرف الثاني بالسعر المتفق عليه، ليربح الفرق بين السعرين (ربح رأسمالي).

- التغطية: يتبين أن الاحتياط في المعاملات الآجلة يتم في حالة شراء أسهم لغرض الاستثمار وذلك ببيع أسهم مماثلة في نفس الوقت بيعا آجلا، بحيث إذا انخفضت أسعار الاسهم وخسر المستثمر في الاسهم الذي اشتراها عوض ذلك الربح الذي يحصل له من خلال البيع الآجل.

- الموازنة: وهي محاولة الاستفادة من فروق الاسعار في البورصات المختلفة، وذلك بالشراء في البورصة ذات السعر المنخفض، والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع، والشراء في البورصة ذات السعر المنخفض يعمل على رفع السعر فيها، والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع يعمل على خفض السعر فيها، وتكرار العملية يتم التوازن. وتتقارب الاسعار في البورصات المختلفة، التي تتداول فيها نفس الأسهم.

2. وسطاء الاوراق المالية

لوسطاء الاوراق المالية دورا فاعلا في السوق المالي، فهم حلقة الوصل بين فئة المستثمرين والمصدرين للأوراق المالية، فعملية التفاوض على القيم المنقولة في البورصة تتطلب طرف ثالث هم الوسطاء الماليون.

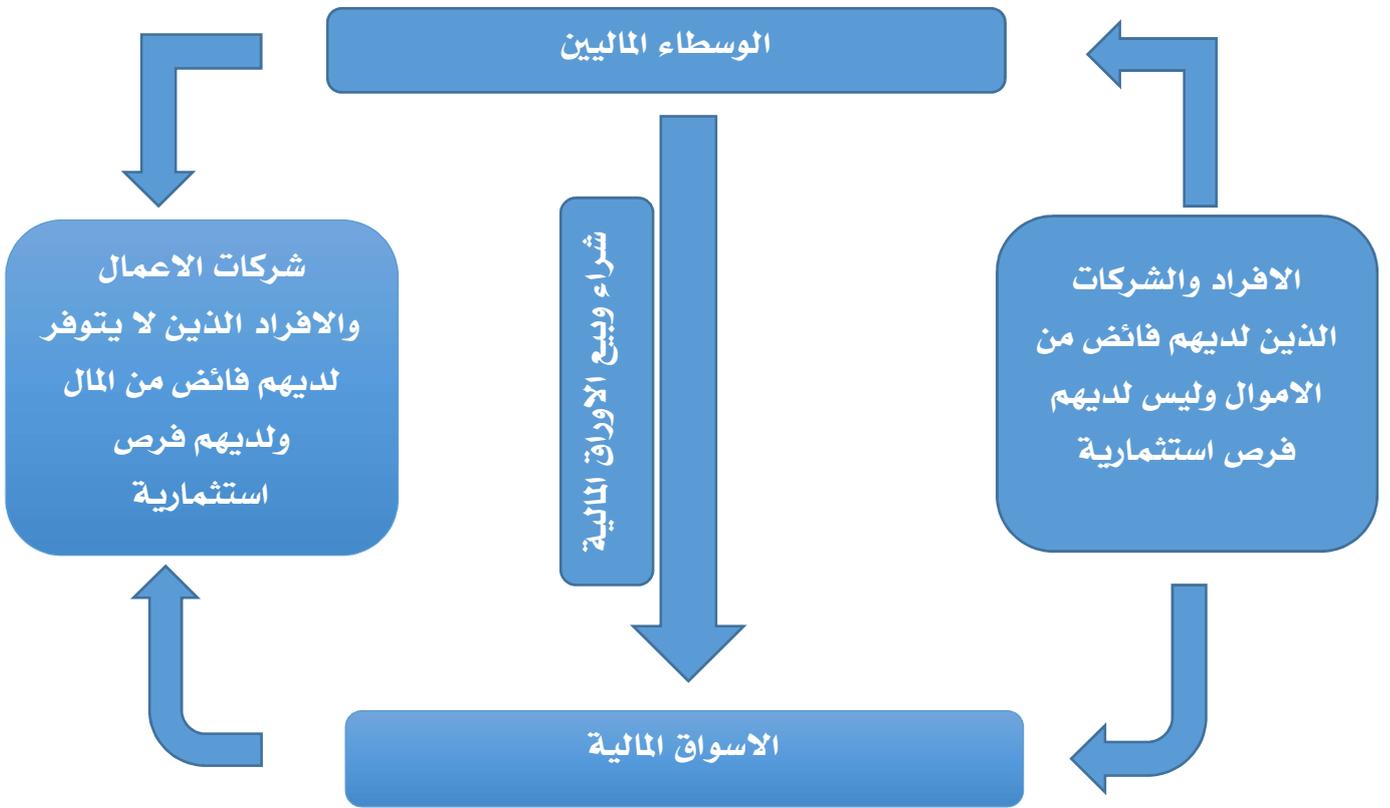
1.2 تعريف الوساطة المالية

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الاوراق المالية في السوق المالي لكسب وفاء العميل أو مقابل الحصول على عمولة محددة لهم حسب النظام الداخلي للسوق المالي، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته.²²

والشكل الاتي يبين موقع الوطاء الماليين من سوق الاوراق المالية:

الشكل رقم (01): يوضح دور الوسيط في سوق الاوراق المالية



المصدر: من اعداد الباحث.

ولممارسة الوساطة المالية داخل الاسواق المالية شروط تختلف من بلد لآخر، ويكن تحديد أهمها فيما يلي:

– شروط تتعلق بالشخص المعنوي: إذا كان الوسيط في شكل مؤسسة مالية فانه ينبغي أن تتوافر فيها بعض الشروط الخاصة منها:²³

²² محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر، الاردن، 2004، ص: 185، بتصرف.

²³ منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2002، ص: 22.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

- ✓ الحصول على الاعتماد من طرف لجنة البورصة.
- ✓ توفر حد أدنى من رأس المال.
- ✓ اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- ✓ توفر الوسائل اللازمة لضمان الاتصال الجيد.
- ✓ توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- ✓ القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.
- شروط تتعلق بالشخص الطبيعي: يمكن ايجاز جملة الشروط التي تتعلق بالشخص الطبيعي في الآتي:

- ✓ الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما يعادله.
- ✓ أغلب التشريعات والتنظيمات تشترط الجنسية والاهلية القانونية.
- ✓ اثبات حسن السيرة والنزاهة والتجارية.
- ✓ ألا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس ادارة احدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف.
- ✓ اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.

2.2 أنواع الوسطاء

الوسطاء على أنواع يمكن حصرهم في الآتي:

- وسطاء الخدمة الكاملة: الذين يقوم بمجموعة متنوعة من الخدمات وأهمها خدمة الاستشارات وتزويد المستثمرين بالمعلومات المتواترة عن الاوراق المالية واتجاهات السوق ويقوم الوسطاء كذلك بإدارة حساب العملاء.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

- وسطاء الخصم: وهو الوسيط الذي يقدم خدمات محدودة ويقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مقابل عمولة محددة، وقد توسع أكثر دور وسطاء الخصم بعد التوسع في استخدام الانترنت في عمليات التداول.

وبناء على ما سبق ذكره فان فئة الوسطاء تضم ثلاث مجموعات وهي:

- السماسرة: هو الوسيط في السوق المالي، ويعمل كوكيل للمستثمرين عند شراء أو بيع الاوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المستثمرين مقابل الحصول على عمولة وتكون العمولة المتفق عليها غالباً نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي تم عقدها.²⁴
- صانعو السوق: وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي، من خلال بيع وشراء الاوراق المالية اما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص،²⁵ ويسعى صانعو السوق الى توفير السيولة اللازمة للسوق بتفعيل حركة العرض والطلب وكذا المحافظة على حركة استقرار الاسعار وحجم التعامل في السوق بممارسة حق البيع والشراء.
- متعهدو تغطية الاصدارات الجديدة: وهو الوسيط (بنك الاستثمار، شركة الوساطة) الذي يتعهد بشراء الاوراق المالية من مصدرها الاول بهدف اعادة بيعها مقابل عمولة معينة، واهم شروط التي يلتزم بها الوسيط هي أن يقوم بالشراء لحسابه الخاص تلك الاوراق المالية الصادرة التي يفشل في تسويقها وبيعها.²⁶

3.2 مهام الوسطاء الماليون

من المهام الاساسية اللازمة لاحتياجات المتعاملين في السوق المالي والتي يقوم بتنفيذها الوسطاء الماليون نذكر على الخصوص مايلي:

²⁴ . مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسة النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، 2007، ص: 50.

²⁵ . علي عباس، ادارة الاعمال الدولية، دار حامد، الاردن، 2007، ص: 310.

²⁶ . علي عباس، مرجع سابق، ص: 311، بتصرف.

- تنفيذ أوامر العملاء: وذلك بتنفيذ عملية البيع والشراء للأوراق المالية محل أمر العميل دون ابداء رأي، ويعين عليه الحرص على اتمام متطلبات الامر المعطى وذلك بالتنفيذ الكامل للصفقة والتأكد من حصول المشتري على حقوقه من العملية.

- المساعدة في تسيير المحافظ المالية: حيث يتطلب من الوسيط تقديم معلومات دقيقة لصاحبها حول طريقة تسيير المحفظة، والارباح المحققة وغيرها من المعلومات التي تساعد مسير المحفظة.

- تقديم النصائح والارشادات: وذلك بإجراء دراسات تختص في البحث عن مختلف الاوراق المالية وتحليلها على النحو الذي يساعد المتعاملين الفعليين أو المحتملين في اتخاذ القرار.

- التقليل من المخاطر: قد يتعرض المدخرين في محاولاتهم للحصول على عوائد مقابل توظيف او اقراض مدخراتهم الى مخاطر بهذا يعمل الوسطاء الماليين على تقليل تلك المخاطر وتوزيعها وتنويعها.

4. أوامر البيع والشراء

للأوامر أهمية كبيرة بالنسبة للتعاملات بالأوراق المالية في البورصات، لان هذه الأوامر سواء كانت أوامر بيع أو بالشراء فهي التي يترتب على تنفيذها نقل الملكية من البائع الى المشتري، فالأمر هو بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر (البائع أو المشتري) الى الوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الاوراق المالية والمنتجات المالية بصفة عامة.

1.4 تعريف أوامر البيع والشراء في السوق المالي

هو الطلب الصادر من شخص أو جهة ما الى الوسيط، بيع وشراء أوراق مالية معينة.²⁷

كما يعرف أيضا: هو التوكيل الذي يعطيه متعامل ما الى أحد سماسرة البورصة

أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الاوراق المالية التي يحددها له.

²⁷ . مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:525.

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

وعليه فأوامر العملاء أو المتدخلين لا تخرج عن كونها أوامر بيع أو شراء لأوراق مالية متداولة يقوم بها الوسيط أو السمسار المرخص قانونا للقيام بتنفيذ هذه الامر.

2.4 الاجراءات العملية لإصدار الأوامر

عندما يرغب المتعامل في بيع او شراء أوراق مالية فانه يتوجه الى أحد الوسطاء المرخص لهم في البورصة، ليتم تفويضه، وقد يكفي بالاتصال الهاتفي إذا كان المتعامل زبون دائم عند الوسيط.

وعند حضور المتعامل الى مكتب الوسيط فانه يقوم بمجموعة من الاجراءات والتي تختلف من سوق مالي الى آخر، وسنحاول عرض أهم الاجراءات المتفق عليها فيما يلي:

- التسجيل في النظام الآلي للتداول للمستثمر بتعبئة نموذج بياناته وتقديم صورة من الهوية (خاصة إذا كانت المرة الاولى لتعامل المستثمر).
- تعبئة نموذج أمر البيع أو أمر الشراء.
- تسليم الورقة المالية في حالة البيع، ويلزم الوسيط من التأكد من ملكية البائع لها، وعدم وجود قيود تمنع تداولها.
- تسليم ثمن الورقة المالية التي يريد شرائها مع عمولة الوسيط، اما نقد أو بشيك، كما يمكن أم يكون الوسيط ضامنا له في حالة تأكده من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن.
- بعد اكتمال كل الاجراءات العملية السابقة يقوم الوسيط بدوره باتخاذ الاجراءات اللازمة لتنفيذ الامر الصادر من البائع أو المشتري.

3.4 أنواع الأوامر

تنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق المالية، سواء كانت أوامر بيع أو أوامر الشراء لعدة تصنيفات وفقا لاعتبارات متنوعة، أهمها:

1.3.4 من حيث تحديد السعر

يمكن تحديد أنواع الأوامر من حيث هذا التصنيف الى الاتي:

المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

- الأمر محدد السعر: وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقا السعر الذي يجب أن يبيع أو يشتري به، فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع ويحدد السعر الأعلى في حالة الشراء.
- أمر السوق: وهو أكثر الأوامر شيوعا في أسواق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يطلب فيه العميل من الوسيط أن يبيع أو يشتري له الأوراق المالية بالسعر السائد في السوق، ويطلق كذلك على هذا النوع من الأوامر بأوامر السعر الأفضل.
- الأمر بسعر الفتح أو بسعر الاقفال: وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل الوسيط ببيع أوراق مالية أو شراء أوراق المالية بسعر الاقفال أو سعر الافتتاح.
- حيث يعبر سعر الاقفال عن السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول، وسعر الافتتاح هو السعر الذي يتحدد للورقة المالية عند افتتاح التعامل في السوق.
- الأمر الموقوف: وهو الأمر الموقوف على تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق سعرا محددًا من قبل الموكل، بحيث لا يكون للوسيط تنفيذ الأمر إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد أو تجاوزه.²⁸

2.3.4 من حيث توقيت الامر

يمكن تحديد أنواع الأوامر من حيث هذا التصنيف إلى الآتي:

- الأمر ليوم واحد: وهو الأمر الذي يظل قابلا للتنفيذ إلى نهاية ذلك اليوم الذي صدر فيه، وتجدر الإشارة أنه ما لم يحدد العميل مدة بعينها فإن أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.
- الأوامر المفتوحة: وهذا الأمر يظل قائما إلى أن يتم تنفيذه أو الغائه من قبل العميل، أو يفشل الوسيط (السمسار) في تنفيذه.
- الأمر في التنفيذ في الحال أو الإلغاء: وفي هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من الوسيط أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من الطلب والاعدم تنفيذ أي شيء بعد ذلك.²⁹

3.3.4 من حيث ملكية الأوراق المالية

يمكن تحديد أنواع الأوامر من حيث ملكية الأوراق المالية إلى ما يلي:

²⁸ . مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 522.

²⁹ . عصام عبد الهادي أبو النصر، طبيعة أسواق الأوراق المالية، على الموقع:

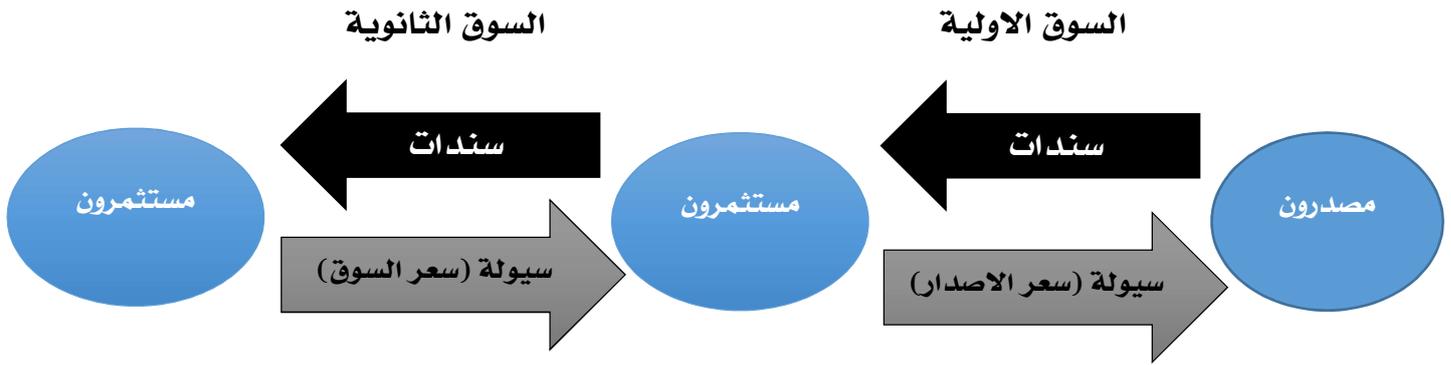
المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

- الأوامر المكشوفة: في هذا النوع من الأوامر لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة، وسيقوم عند موعد التنفيذ بشرائها او اقتراضها من غيره من المضاربين.
- الأوامر مع ملكية الأوراق المالية: وفي هذا النوع من الأوامر يكون العميل مالكا فعليا للورقة المالية موضوع الصفقة.

5. نظام السوق المالي

يتكون السوق المالي من سوق اصدار التي تعتبر السوق الاولية أي السوق التي يتم فيها انشاء الورقة المالية، وهناك سوق اخرى تسمى بسوق بالثانوية أي سوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الاوراق المالية والشكل الاتي يوضح ذلك:

الشكل رقم(02): يوضح نظام التداول في السوق المالي



المصدر: خالد عبد السلام أحمد، البورصات (أسواق مالية-المؤشرات-أنواع الاوراق المالية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2018، ص:25.

يتم انشاء الاوراق المالية اما من الشركات أو هيئة حكومية ويتم عرضها للبيع من خلال الوسطاء الماليون داخل السوق المالي أو داخل البورصة.

وتعتبر البورصة سوق ممرزة ومسيرة بالأوامر، حيث تتحدد فيها الاسعار بناء على التداول عن طريق نظام الكتروني ممرز، فهي تعتبر الوسيط الحصري بهذا السوق فهي معتمدة من طرف وزارة المالية ومراقبة من طرف مجلس القيم المنقولة، حيث يتميز سوق البورصة بتأطير الاسعار بواسطة مبدأ الحجز ويكون اتمام أو انجاز المعاملات محمي ويتم بطريقة تلقائية بواسطة نظام ضمان حسن اتمام الصفقات.

ويتشكل سوق البورصة من ثلاث فروع:

- قسم التسجيل: يمثل هذا الفرع السوق الاولي، فهو فرع التسجيل أو القبول للأوراق المالية، فهو مرحلة عرض للأوراق المالية يتميز بمركزية الاكتتاب وتخصيص الاوراق حسب فئة المستثمرين ويتم في هذا القسم تحديد السعر الاولي.

- قسم التفاوض: خلال هذه المرحلة تحرص الهيئة المسيرة للبورصة على تنظيم ومراقبة السوق المالي وتسجيل المعاملات ومركزية العروض العمومية وتدبير العمليات على الاوراق المالية وحساب المؤشر. وتتشكل السوق الثانوي من:

▪ السوق المركزية: وهي السوق التي تواجه فيها جميع أوامر البيع والشراء لقيمة منقولة مدرجة ببورصة القيم.

▪ سوق الكتل: وهي السوق يمكن فيها التفاوض، باتفاق مباشر حول العمليات على القيم المنقولة المسجلة والتي تتعلق بالكميات التي تفوق ١، تساوي الحجم الأدنى للكتل وفقا لشروط السعر الصادرة من السوق المركزية.

- قسم الاتمام: وهي مرحلة التسديد النقدي مقابل تسليم الورقة المالية، ويتمحور تدخل الهيئة المسيرة للسوق المالي حول تدبير المخاطر وضمان حسن اتمام العمليات، وهذا يعني أنه سيتم تسليم المشترين وتسديد البائعين عند التاريخ المحدد.

المحور الخامس:
كفاءة الأسواق المالية

كفاءة الأسواق المالية

تتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الاوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها المتعاملون في السوق المالي، مما يفسر على وجود علاقة بين أسعار الاوراق المالية ونوعية المعلومة المتوفرة سواء كانت المعلومات تاريخية أو جارية، حيث تؤثر هذه الاخيرة في تحديد القرارات الاستثمارية للمتعاملين.

1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية

هناك عدة تعاريف للسوق الكفاء والتي تتفق جميعا عن وجود علاقة بين أسعار الاوراق المالية ونوعية المعلومات المتوفرة، ونوضحا كما يلي:

1.1 تعريف كفاءة الاسواق المالية

هناك من عرف السوق المالية الكفاء، بأنها تلك السوق التي تتسم بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الاصول 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.³⁰

كما عرف، بأن السوق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الاوراق المالية تعمل كمل لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.³¹ وعليه يمكن القول أن السوق المالية الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تم اصدارها كافة البيانات والمعلومات المتاحة عنها وعن مصدرها، وذلك من خلال مختلف الوسائل المتوفرة، ووفقا لمفهوم كفاءة الاسواق المالية يمكن تلخيص مجموعة من الخصائص التي تتميز بها السوق الكفاء وهي:

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكاليف منخفضة أو بدون تكلفة.

³⁰ Bodie Z. Kane et Marcus A, **essentials of investments**, times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA P 54.

³¹ محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل وتقييم الاوراق المالية، دار الجامعة الاسكندرية، ط3، 2002، ص:154.

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم الى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- حرية تامة في تداول الاوراق المالية دون قيود ضريبية، كما أنه لا يفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الاسعار في تلك السوق.
- لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الاخرون لأن العائد الفعلي يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة.

2.1 أنواع كفاءة سوق الاوراق المالية

يمكن التمييز بوجود نوعين من كفاءة السوق المالي وهما:

- الكفاءة الكاملة: يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق المالي عندما تتوفر فيه الشروط المنافسة التامة في سوق المالية، ونوضح هذه الشروط في الآتي:³²
 - توفر المعلومات التامة حول السوق المالي.
 - تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
 - تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، ويستطيع المستثمرين التعامل بأي كمية بيعا وشراء.
 - عدد المتعاملين في السوق المالي كبير جدا، أي أن حجم الصفقة التي يقوم بها أحدهم لا تمثل الا جزءا يسيرا من حجم التداول الكلي في السوق المالي.
 - يفترض توفر حالة الرشيد عند جميع المستثمرين.

³² ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2005، ص:09.

- الكفاءة الاقتصادية: في السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية الى قيمتها الحقيقية نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة حول حالة السوق وانعكاساتها على سعر الورقة المالية، أما الكفاءة الاقتصادية للسوق فانه يفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق ثم انعكاساتها على سعر الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الاقل.³³

2.متطلبات تحقيق كفاءة السوق المالي:

لتتحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال شروط أساسية نذكرها في الاتي:

- كفاءة التسعير: تعرف بالكفاءة الخارجية حيث تعتمد على وصول المعلومات الى المتعاملين في السوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، وعليه يكون أمام المتعاملين نفس الفرصة لتحليلها وذلك من أجل تحقيق عوائد، علما أنه لا يمكن لجميع المستثمرين تحقيق الأرباح ويعود ذلك الى سوء تحليل المعلومة وليس الى عدم وصول المعلومة.

- كفاءة التشغيل: وتعرف بالكفاءة الداخلية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ خلق التوازن بين العرض والطلب داخل السوق المالي في ظل انخفاض تكاليف المعاملات وهو الامر الذي يشجع على زيادة المعاملات وسرعة تنفيذها.³⁴

- كفاءة التخصيص: تعد المهمة الاساسية للسوق المالي تحويل الاموال من الاشخاص الذين لديهم فائض مالي الى الاشخاص الذين لديهم عجز أو احتياج مالي، وهي مهمة يجب أن تتم بكفاءة وهي كفاءة التخصيص، اذن هي تعتمد على توجيه الاموال المتاحة نحو الاصول المتسمة بأعلى قيم صافية بعد طرح هامش المخاطرة، وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار مرتفعة وبيعها في حالة توقع هبوط السعر أو شراء أدوات يتوقع ارتفاع اسعارها والاهم هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة.³⁵

³³ نفس المرجع السابق، ص: 10.

³⁴ وليد أحمد صافي، الاسواق المالية العربية: الواقع والافاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-

2003، ص: 58.

³⁵ . هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الصفاء للنشر، عمان، الاردن، 2009، ص: 75

- عدالة السوق: بمعنى أن يتيح السوق للمتعاملين مبدأ تكافؤ الفرص في إبرام أي صفقة.

- الامان والانضباط بين المتعاملين: يقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الافراد والاطراف المتعاملة في السوق، ومن الامثلة على تلك المخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الاخلاقية التي يعمد اليها بعض الاطراف، اضافة الى مخاطر افلاس السماسرة الذي يحتفظ بالأوراق المالية الخاصة بعملائهم.³⁶

3. مستويات كفاءة الاسواق المالية

يعتبر مفهوم الكفاءة مفهوما نسبيا ما جعل الباحثون يقسمون مستويات الكفاءة الى ثلاث مستويات وهي:

- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الاوراق المالية في السوق هي معلومات تاريخية، وهو ما يجعل هناك فرصة متاحة في مثل هذه الظروف ليحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريق:

- الحصول على معلومات خاصة (غير منشورة) ليس متاحة للجميع ضمن ظاهرة احتكار المعلومة.

▪ امكانية تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

لذلك فان هذا النوع من الاسواق يتسع المجال للمحللين الماليين، فبخبرتهم يستطيعون تحليل البيانات المالية المنشورة بدقة كبيرة عن غيرهم والتي ان وفروها للمتعاملين فانهم سيتمكنون تحقيق ارباح استثنائية لا يحققها غيرهم.³⁷

- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق: وتسمى كذلك بالسوق المتوسطة، وتعكس الاسعار المتداولة للأوراق المالية وفق هذا المستوى في السوق فقط المعلومات المحتوات في البيانات المالية المنشورة، بالإضافة الى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الاسعار نفسها، لذا

³⁶ نفس المرجع السابق، ص:12.

³⁷ محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، دار الجامعة الاسكندرية، مصر، 2002، ص:22.

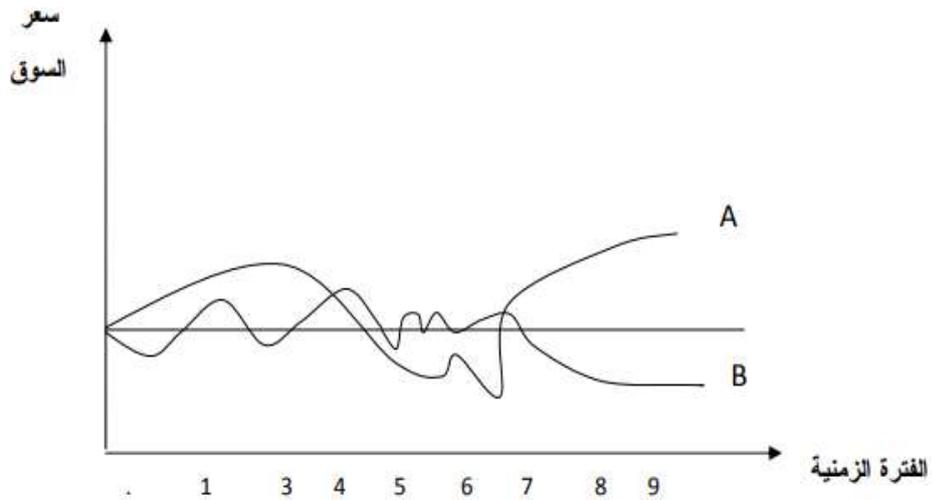
المحور الخامس: كفاءة الاسواق المالية

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 اليها سابقا.

- الصيغة القوية لكفاءة السوق: وتفترض هذه الصيغة بأن أسعار الاوراق المالية تحدد من خلال كافة المعلومات العامة والخاصة والتي يجب على المستثمر الحصول عليها بسرعة وبدون تكلفة وكذلك بقية المستثمرين في وقت واحد، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الاخرين وقد ثبت صحة هذا الفرض.

والشكل الاتي يوضح نوع العلاقة الموجودة بين المستويات الثلاثة:

الشكل رقم (03): يوضح العلاقة بين المستويات الثلاثة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، المسيرة للنشر، الاردن، 2004، ص:115.

يتضح من الشكل رقم (03) ما يلي:

- لكي يكون سوق رأس المال سوقا كفؤا بالمستوى شبه القوي فلا بد أن يكون كفؤا بالمستوى الضعيف أولا، ولكي يكون كفؤا بالمستوى القوي يجب أن يكون كفؤا بالمستوى شبه القوي والمستوى الضعيف.

- المستوى A يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليعين المستوى الضعيف لكفاءة السوق.
- المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية اذ تكاد تكون الفروقات مساوية الى الصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق.
- الخط المستقيم يعكس أن الاسعار السوقية في حالة توازن مستمر أي القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية أو سعر الورقة المالية.

4. أهمية السوق المالي الكفاء

وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها:³⁸

- السوق الكفاء تدل على أن الاسعار 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 تضييع للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمشتري دون أي تضليل.
- 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 الاموال بكل حرية ومرونة عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد.

³⁸ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية: "أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص:189.

المحور السادس:
أنواع الأوراق المالية

أنواع الأوراق المالية

تتوفر في السوق المالي أدوات مالية متنوعة بما فيها تلك الادوات المستحدثة، تسمح لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقا، وتضمن لأصحابها حق الاسترداد لقيمتها الأصلية في نهاية المدة أو جزء من الاصول المادية المقابلة لها بالإضافة فانه يحق التصرف فيها والحصول على السيولة في أي وقت، وبذلك فإنها تؤدي دورا مهما في الحياة الاقتصادية مما يجعل وجودها في أي اقتصاد لا بد منه، حيث أنها تأخذ اشكالا ثلاث وهي:

- أدوات ملكية.
- أدوات الدين.
- مشتق من الاصلين السابقين.

1. تعريف الأوراق المالية

هي عبارة عن قيم منقولة، أو حصص قابلة للتداول، تصدرها شخصيات عامة (مثل حكومات أو هيئات حكومية) أو شخصيات خاصة (مثل شركات أموال أو افراد، في صورة شهادات ملكية أو صكوك تثبت أن لحاملها نصيبا من رأس المال الشركة أو حصة في قرض، بالإضافة على الحصول على عوائد ثابتة أو متغيرة.

2. أنواع الأوراق المالية

في السوق المالي وبشقيه السوق النقدي وسوق رأس المال تتداول عدة أنواع من الاوراق المالية، تختلف فيما بينها في عدة معايير من حيث كونها صك ملكية أو دين، وكذلك كون الورقة المالية قصيرة الاجل أو طويلة الاجل وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي:

1.2 الاوراق المالية المتداولة في سوق النقد

تتعامل السوق النقدية بالأوراق المالية قصيرة الاجل حيث تمثل هذه الاوراق صكوك دين قابلة للتداول، يستحق حاملها حق استرداد مبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ استحقاق محدد.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

وعادة ما تكون تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة، وتسم هذه الاوراق بإمكانية التخلص منها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها اما على أساس معدل الخصم أو على أساس معدل الفائدة، ومن أهم أنواع هذه الاوراق نجد:

- **شهادات الايداع المصرفية القابلة للتداول:** تعتبر هذه الشهادات من أدوات الاستثمار الهامة في سوق النقد، وهي أداة دين قصيرة الاجل تصدرها البنوك التجارية للحصول على موارد اضافية، حيث تصدر بقيم مختلفة وآجال متفاوتة مقابل معدلات فائدة ثابتة أو متغيرة.

وتحمل شهادة الايداع المصرفية القابلة للتداول مجموعة من الخصائص وهي:

- ورقة مالية تثبت لحاملها وديعة لدى بنك تجاري بقيمة اسمية محددة وتاريخ استحقاق محدد وسعر فائدة (ثابت أو متغير حسب الاتفاق بين النط والطرف الاخر).
- تتمتع بقدر من الامان وغالبا ما تكون مضمونة من البنك المركزي.
- يحصل حامل الورقة المالية (شهادة الايداع) في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة بالإضافة الى الفائدة المتفق عليها.
- تصدر هذه الشهادات وتسوق بأسلوبين، الاصدار العام وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها، والاصدار الخاص وذلك بأن يتم اصدارها بناء على طلب مسبق بشروط متفق عليها بين الطالب والبنك المصدر.
- توفر لحاملها فرصة الحصول على السيولة قبل موعد استحقاقها وذلك ببيعها في السوق الثانوي مقابل التنازل عن جزء من العائد.
- يتم تداولها بطريقة المناولة إذا كانت صادرة بصيغة لحامله، أو بطريقة التظهير إذا كانت صادرة بصيغة لأمر.
- عادة ما يكون معدل الفائدة المتحقق عليها أعلى نسبيا من معدل الفائدة المتحقق على حسابات التوفير، ويتم تحديده دون تدخل البنك المركزي.

ويحدد سعر وعائد شهادات الايداع كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية للشهادة} = \frac{\text{القيمة المستقبلية للشهادة}}{1 + \text{معدل عائد الفرصة البديلة}} \times \frac{\text{المدة المتبقية من الاستحقاق}}{360}$$

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

$$\frac{\text{مدة استحقاق شهادة الايداع}}{360} \times \frac{\text{مبلغ شهادة الايداع}}{1 + \text{معدل الفائدة على الشهادة}} = \text{القيمة المستقبلية للشهادة}$$

- أذونات الخزينة: هي عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الاجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة، وتباع بخصم أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد حاملها القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق حيث يمثل الفرق بين قيمة الشراء والقيمة الاسمية لها مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر.

ولأذونات الخزينة خصائص تميزها عن غيرها من الاوراق المالية القصيرة الاجل تتمثل فيما يلي:

- يصدرها البنك المركزي ويتم عرضها عن طريق المزاد العلني للمتعاملين، وبيعها لمن يقدم السعر الاعلى.
- عادة لا يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، كونها تباع بسعر اقل من القيمة الاسمية المدونة عليها، وكذلك فهي خالية من مخاطر عدم السداد بحكم أنها صادرة من الحكومة.
- تتمتع أذونات الخزينة بأسواق ثانوية نشطة لا سيما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة.
- تتحدد أسعار اذونات الخزينة وفقا لمعدل الخصم الذي يختلف في حالة البيع عنه في حالة الشراء، حيث أن المتعاملون يبيعون بمعدل خصم أقل ويشتررون بمعدل خصم أعلى.
- تتمتع أذونات الخزينة بأهمية اقتصادية ومالية تتمثل في تمويل عجز الميزانية العامة وكذا التأثير على المعروض النقدي، كما تستخدم كقناة استثمارية للأموال الفائضة لبعض الشركات بشكل مؤقت.

ويتم حساب معدل خصم أذونات الخزينة بطريقتين كما يلي:

$$\text{معدل الخصم التجاري} = \frac{\text{القيمة الاسمية للاذن} - \text{القيمة السوقية للاذن}}{\text{القيمة الاسمية للاذن}} \times \frac{360}{n}$$

$$\text{معدل الخصم الحقيقي} = \frac{\text{القيمة الاسمية للاذن} - \text{القيمة السوقية للاذن}}{\text{القيمة السوقية للاذن}} \times \frac{360}{n}$$

أما لو استخدمنا الفائدة المركبة لحساب معدل العائد الفعلي فتكون المعادلة كما يلي:

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{360}{n} \left(\frac{\text{معدل العائد الحقيقي}}{\text{عدد الفترات الزمنية خلال السنة}} + 1 \right) + 1 -$$

- الأوراق التجارية: هي أدوات قصيرة الاجل والتي تعتبر اداة من أدوات الاستثمار التي تصدرها شركات الاعمال كبيرة الحجم والمعروفة في المجتمع، اذ تقوم هذه الشركات بتمويل احتياجاتها القصيرة الاجل عن طريق تسويق الاوراق التجارية (سندات اذنيه أو كمبيالة) للمتعاملين (وسطاء ماليين، بنوك استثمار)، وعادة ما تحصل تلك الشركات المصدرة للأوراق التجارية على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك التجارية بدفع قيمة الاوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق.

ومن خلال ما تقدم يمكن استخلاص مميزات أساسية لهذا النوع من الاوراق المالية:

- من غير الضروري أن تكون مضمونة بأصل من أصول الشركة المصدرة لها، بل أن الضامن الاساسي هو سمعة الشركة ومكانتها.³⁹
- شبيهة بأذونات الخزينة من جميع الوجوه، لكن تختلف عنها بأن الاوراق التجارية هي من اصدار الشركات الضخمة، بدلا من الحكومة.
- قابلة للتداول في السوق الثانوي، حيث يتم تسويقها اما مباشرة من طرف الشركات المصدرة لها (مقترضة) أو بواسطة مؤسسات متخصصة في التسويق.
- يتم اصدار الاوراق التجارية بطريقتين، ففي الغالب اصدارها بخصم من قيمتها الاسمية (سندات اذنيه)، أو اصدارها بمعدل فائدة محدد.
- عادة تحصل الشركات المصدرة لها على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الاوراق لحاملها عند تاريخ الاستحقاق.
- ويتم تحديد سعر وعائد الورقة التجارية (سندات اذنيه) بنفس الاسلوب المعتمد في حساب وتحديد معدل الخصم لأذونات الخزينة والذي تم شرحه سابقا.

³⁹ منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1999، ص: 23.

- القبولات المصرفية: تعد أداة دين صادرة عن بنك تجاري، والتي تستخدم في تمويل التجارة الخارجية، وهي عبارة عن حوالة مصرفية أي وعدا بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة ما تطلب من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر طرف ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بختم الحوالة بعبارة "قبول".⁴⁰

ولهذه الورقة المالية سمات يمكن حصرها فيما يلي:

- هي أداة من أدوات السوق النقدي قابلة للتداول وتعد كشهادات الايداع المصرفي.
- احيانا يمكن خصمها من البنك المركزي مما يوفر لها ميزة الامان.
- يتحدد العائد على القبولات المصرفية عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية.
- حجم القبولات المصرفية المتداولة مرتبط بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، فعند انخفاض اسعار الفائدة يقل الاقبال عليها كما يقل حجم اصدارها والعكس بالعكس.

2.2 الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها تلك السوق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية (أصول أو التزامات مالية) متوسطة وطويلة الاجل، فالأوراق المالية هي قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق المؤسسة المصدرة أو مشاركة في الملكية.

وعليه يمكن القول أن السوق المالي توفر منتجات مالية متنوعة من الاوراق المالية تتكون من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وادوات مستحدثة تقع بينهما تسمى بالمشتقات المالية.

1.2.2 السندات Bonds

السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (مصدر السند) تقديم مدفوعات الى المقرض (محتفظ أو حامل السند) بتاريخ معين، وتمثل المدفوعات في القيمة

⁴⁰. محمود يونس وآخرون، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص:90.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

الاسمية (أصل المبلغ) للسند والتي تسترد عند تاريخ الاستحقاق بالإضافة الى الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ محددة مسبقا.

وتكمن أهم المعلومات التي تصاحب اصدار السند في:⁴¹

- القيمة الاسمية: وهي التي يتم بها اصدار السند لأول مرة في السوق الاولي، وتختلف عن القيمة الحقيقية.

- معدل الفائدة(الكربون): حيث يحصل حامل السند على كربونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق: هو تاريخ استحقاق السند أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض لحامله (اطفاء السند) وعادة ما يكون لمدة طويلة نسبيا.

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

-الإهلاك: يتم تسديد قيمة السند حسب جدول الإهلاك للقرض السندي، ويحدد تعاقديا عند الاصدار حيث توجد عدة صيغ تمثل في الإهلاك الكلي أو الإهلاك بأقساط ثابتة.

- خصائص السندات: يمكن تلخيص أهم خصائص السند فيما يلي:

- السند أداة مديونية قابلة للتداول في سوق الاوراق المالية.
- للسند تاريخ استحقاق معين، حيث لا يحق لحامل السند أن يطالب بالقيمة الاسمية للسند قبل الزمن المحدد لتسديده، وانما يمكن بيعه في السوق الثانوي.
- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند، وخاصية التداول تعطي القيمة السوقية للسند.
- لا يحق لحامل السند التدخل في ادارة الشركة المصدرة للسند، فهو الدائن للشركة وليس مالكا أو مساهما.

⁴¹ شقيري نوري موسى، الاسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص: 77-78

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- السند أداة استثمارية، تحقق لحاملها عائداً من خلال معدل الفائدة المقرر دورياً بالاستناد إلى القيمة الاسمية للسند، وعائد رأسمالي المتمثل في الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول أو الاستحقاق.
 - يعتبر أداة تمويل محدودة الأجل، فالشركة المصدرة له تحتاج إلى تمويل من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط وتوسيعه.
 - للسندات مخاطر ائتمانية عديدة من بينها مخاطر التضخم وتقلب أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهة المصدرة لها.
 - تطرح للمقترض ميزه ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.
- أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع، سنذكر أهمها وأشهرها وفقاً للتقسيمات الآتية:
- أنواع السندات من حيث طريقة السداد: يمكن تقسيم السندات حسب هذا المعيار إلى الأنواع الآتية⁴²:
- السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء: هي السندات التي ينص عند إصدارها على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، وذلك بان يتم دفع القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق لمصدر السند إلزام حامل السند بقبول الوفاء به قبل تاريخ استحقاقه.
 - السندات التسلسلية: وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي.
 - السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا كان للمصدر مصلحة له في ذلك، وغالباً يتم استدعاء السند بقيمته الاسمية مع زيادة تسمى علاوة الاستدعاء.
 - السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي يمكن لحاملها أن يحولها إلى عدد من الأسهم العادية أو ممتازة بناء على رغبة حامل السند، ويكون هذا بنص في عقد الإصدار، ويحدد

⁴² . مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 203، بتصرف.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

شرط الاصدار طريقة التحويل ونسبتها وموعدها منذ بداية الاصدار، أما إذا لم يرغب حاملها في ذلك فيكون من حقه استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق.

■ أنواع السندات من حيث العائد: وهي نوع من السندات استحدثت في اواخر القرن العشرين لها خصائص تختلف عن السندات التقليدية، ويمكن تحديدها في الاتي:

■ السندات ذات معدل الفائدة الثابت: وهي سندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، حيث تدفع هذه الفائدة بشكل دوري، الى ان يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

■ السندات ذات معدل فائدة متحرك: حيث يعاد النظر في سعر الفائدة المبدئي تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق المالي عندما يحل وقت دفع الفائدة، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

■ السندات التي لا تحمل معدل كوبون: وهي السندات التي لا تحمل معدل فائدة، فهي تصدر وتباع بخصم من قيمتها الاسمية، ويمثل الفارق بين قيمتها الاسمية وبين قيمة شراء سند العائد الحقيقي للسند.

■ السندات ذات الدخل: هي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحاً في تلك السنة، حيث لا يحق لحاملها مطالبة الشركة المصدرة للسند بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، الا أنه قد ينص في العقد على أن تسدد فوائد السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً من أرباح السنوات اللاحقة.

■ سندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من الأرباح الشركة، بالإضافة الى الفوائد الدورية.

■ السندات المضمونة: وتقسم الى نوعين:

■ السندات المضمونة بأصول معينة: هي السندات المضمونة بأصل من الاصول التي تمتلكها الشركة المصدرة للسند (عقار، مصانع، الات...)، فاذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها يمكن لحملة السندات بيع هذه الاصول، ويوفى حاملو السندات المضمونة حقوقهم من قيمتها مع ارجاع الباقي للشركة.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- السندات العادية: وهي السندات الغير مضمونة، والضامن الوحيد لحملتها هو المركز المالي وقوة ايرادات للشركة المصدرة للسند.
- أنواع السندات من حيث شكل الاصدار: وتنقسم بدورها الى ما يلي:
 - السند الاسمي: وهي التي تصدر باسم شخص محدد، ولا تصرف الفوائد المستحقة وأصل السند عند تاريخ استحقاقه سوى لهذا الشخص، وتحقق هذه السندات ميزة الامان لحائزها ضد التلف أو السرقة.
 - السند لحامله: وهي تصدر دون وجود لاسم المستثمر، وتنتقل ملكية السند بمجرد حيازته، ويحق لحامل السند الحصول على المدفوعات الدورية وأصل السند عن تاريخ استحقاقه.
- مخاطر السندات: يحصل حامل السند بعد فترة زمنية معينة على تدفقات نقدية الا أن هذه التدفقات تتأثر بمجموعة من العوامل نذكر أهمها:⁴³
 - خطر التضخم: تنخفض القيمة الاسمية للسند في أوقات التضخم لأقل من قيمتها الحقيقية، وان أصل السند يساهم في ارتفاع وانخفاض هذه المخاطر، وللحد من هذه المخاطر يجب على المستثمر الاخذ بعين الاعتبار التضخم المتوقع وتغطية الفائدة لهذا الخطر.
 - خطر الاستدعاء: عندما يكون خطر الاستدعاء أو الاطفاء بالقيمة السوقية للسند في أوقات انخفاض قيمة السند يلحق خسارة بحملة السندات، وللحد من هذا الخطر يجب دراسة شروط اتفاقية السند.
 - خطر سعر الفائدة: العلاقة عكسية بين القيمة الاسمية للسند ومعدلات الفائدة السوقية، فعند ارتفاع معدلات الفائدة في السوق تنخفض قيمة السندات السوقية خاصة طويلة الاجل، ويتم الحد من هذا الخطر بالعمليات الآجلة أو السندات ذات الفائدة المتغيرة.
 - خطر الرافعة المالية للشركة المصدرة: ينشأ هذا الخطر من كون السندات مصدر تمويل للشركات المصدرة، وان افراط الشركة في اصدار السندات يضعف قدرتها الائتمانية ويعرضها الى مخاطر الافلاس، ولتجنب هذا الخطر يتطلب توجيه المدخرات نحو سندات ذات نوعية عالية.

⁴³ يوسف سعداوي، أساسيات في الاسواق المالية وادارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص: 73-74، بتصرف.

- مخاطر السيولة: تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه وذلك بالبيع في أي وقت وبسعر مناسب، وعليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ الاستحقاق بالسعر السوقي كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند.

2.2.2 الأسهم

هي أحد المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن أدوات ملكية (صكوك متساوية القيمة) يعطي صاحبه حقا في الحصول على عوائد متغيرة بجانب حصته من رأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم، وتتكون الأسهم من مجموعة من الحصص النقدية أو العينية متساوية القيمة.

وللسهم العادي مجموعة من القيم نوضحها في الآتي:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة (أي عند عقد اكتتاب الشركة)، حيث من مجموع القيم الاسمية للسهم يتكون رأس مال الشركة.
- قيمة الاصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب أو أكبر منها.
- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة (بعد خصم التزاماتها) على عدد الاسهم المصدرة، على أن القيمة الدفترية لا تمثل القيمة الفعلية لموجودات الشركة.
- القيمة الحقيقية: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد اعادة تقويمها وفقا لأسعار السوق، وذلك بعد خصم ديونها.
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، وقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، وقد تكون أقل منها أو أكثر.
- قيمة التصفية: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين، وحقوق حملة الاسهم الممتازة.

- خصائص الاسهم: ولها الخصائص الآتية:⁴⁴

- تساوي قيمة السهم: والهدف من ذلك تسهيل تقدير الاغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتسيير توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الاسهم في سوق الاوراق المالية.
 - عدم قابلية السهم للتجزئة: وهو ما يعين عدم جواز تعدد ملاك السهم أمام الشركة.
 - قابلية السهم للتداول: مالم ينص عقد الشركة خلاف ذلك، حيث يمكن التنازل عن السهم بطريقة القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسميا، وبالتسليم إذا كان لحامله، والتظهير إذا كان لأمر.
 - تحديد مسؤولية المساهم: تتحدد مسؤولية المساهم بقيمة السهم فقط، ولا يطالب المساهم بما يزيد عن هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة ونقصت موجوداتها.
 - عدم ثبات العائد: ان العائد الذي يجنيه السهم هو دخل متغير مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة في نهاية الدورة المحاسبية وبالأفق الاقتصادي لها، والعائد نوعان هما، العائد الرأسمالي عند بيع السهم والعائد الجاري من الارباح الموزعة.
 - ليس له تاريخ استحقاق: السهم هو ورقة مالية غير محددة الاجل، واجله النظري هو حياة المؤسسة، فهو مصدر تمويل دائم.
 - الحق في تسيير المؤسسة: حامل السهم له حق التدخل في ادارة المؤسسة عن طريق التصويت في الجمعية العامة للشركة مثل: انتخاب اعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل راس المال... الخ.
- أنواع الاسهم: تتنوع الاسهم بمعايير مختلفة الى عدة أنواع يمكن بيانها في الاتي:
- أنواع الاسهم من حيث الحصة المدفوعة: تتنوع الاسهم من حيث الحصة التي يقدمها الشريك، حيث تكون محررة عند الاكتتاب، وتنقسم الى نوعين وهما:
 - أسهم عينية: وهي الحصة العينية التي يلتزم الشريك بتقديمها للشركة، كالأراضي والمباني ومعدات... الخ.

⁴⁴ . أسامة كامل، مبادئ في المالية (شركات الاموال)، مؤسسة لورد العالمية بشؤون الاجتماعية، البحرين، 2006، ص 87-89، بتصرف.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- أسهم نقدية: وهي الحصة التي يلتزم الشريك بتقديمها نقدا للشركة، سواء بعملة قانونية أو بشيك بنكي أو أي أوراق تجارية قابلة للانتقال والتداول.⁴⁵
- أنواع الاسهم من حيث الشكل: تتنوع الاسهم حسب هذا المعيار الى:
 - أسهم اسمية: السهم الاسمي هو ذلك السهم الذي يحمل اسم مالكة، بالإضافة الى البيانات والمعلومات الشخصية الخاصة بمالك السهم، وكذلك بيان المدفوع من قيمة الاسهم ونوع الاسهم المملوكة للمساهم، وبيانات الشركة المصدرة، زيادة على ذلك معلومات عن التنازل عن السهم وتاريخ حدوثها، وهي كلها بيانات تسجل في سجلات الشركة وتحتفظ بها.⁴⁶
 - أسهم لأمر: ويسمى كذلك بالسهم الاذني، وهي الاسهم التي يذكر فيها اسم مالكةا مقترنا بشرط لأمره أو لاذنه، ويتم تداولها عن طريق التظهير دون رجوع الى الشركة المصدرة ما يجعلها لا تستطيع التعرف على حامل السهم، وهي أسهم نادرة التعامل.
 - أسهم لحاملها: وهي الاسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكةا أو حاملها، وتنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد الى يد، وبالتالي يصبح حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.
- هذا النوع من الاسهم يمنح مزايا للمستثمرين كعدم الاعلان عن اسم المستثمر أو التهرب الضريبي...، الا أنها في حالة فقدان الاسهم أو السرقة أو التلف لا يمكن الحصول على بدل له، لذلك تمنع بعض الدول اصدار هذا النوع من الاسهم في حين هناك من يجوزها بإصدارها بنسب معينة من اجمالي رأس مال الشركة المصدرة.
- انواع الاسهم من حيث استهلاكها: تتنوع الاسهم من حيث استهلاكها (أي من حيث استرداد قيمتها الى المساهم) الى نوعين، وهما:
 - أسهم رأس المال: هي الاسهم التي لا ترد قيمتها الى ملاكها في أثناء قيام الشركة، ولا تعود قيمة الاسهم الى اصحابها الا في حالة التصفية.

45 . عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ظل الازمات والجرانم، المكتب العربي الحديث، مصر، 2012، ص:48، بتصرف.

46 . تم الاعتماد على:

- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار الاطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 22.

- مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، ص: 117.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

■ أسهم التمتع: وهي الاسهم التي تعطي للمساهمين تعويضا عن أسهمه التي تم استهلاكها (تم استهلاك رأس مال الشركة) أثناء قيام الشركة، في بعض الحالات التي تدعو الى ذلك كحصول المؤسسة على امتياز حكومي باستغلال مرفقا من المرافق العمومية لمدة معينة، لتصبح موجودات الشركة بعد انتهاء الفترة ملكا للدولة أو كانت هناك ممتلكات الشركة اتلفت خلال فترة الاستغلال، فترد الشركة الى المساهم قيمة الاسهم التي تم استهلاكها في امتياز الاستغلال وتمنحه عوضا عن ذلك سهم تمتع.

فأسهم التمتع تختلف عن أسهم رأس المال في توزيع الارباح وكذلك اقتسام موجودات الشركة عند التصفية، حيث يكون نصيب مالك أسهم التمتع من الارباح أقل من أسهم رأس المال، كما أنه لا يكون لمالك أسهم التمتع نصيب من موجودات الشركة عن التصفية الا بعد أن يستوفي اصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

■ أنواع الاسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها حاملها: تنقسم الاسهم من حيث هذا التصنيف الى:

■ أسهم عادية: وهي حصص الشريك الذي يتكون منها رأس مال الشركة، فهي اداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول، تخول لحاملها حقوقا منها:⁴⁷

✓ حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.

✓ حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الادارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الاسهم.

✓ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.

✓ حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.

✓ حق الاولوية في الاكتتاب في الاسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.

✓ حق نقل ملكية السهم الى شخص آخر، بطريقة البيع في السوق المالية، أو غيرها من الطرق.

✓ حق انتخاب أعضاء مجلس ادارة الشركة.

⁴⁷ مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:120

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- ✓ حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.
- أسهم ممتازة: هي عبارة عن شهادات تصدرها الشركة للتزود برؤوس الاموال عند الحاجة، فهي الاسهم التي يكون لحاملها الاولوية في الحصول على الارباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الاسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين الاسهم العادية والسندات ويمكن توضيح ذلك في الآتي:
- ✓ لحملة الاسهم الممتازة الاولوية في استرجاع قيمة أسهمهم عند تصفية الشركة أو الافلاس على حملة الاسهم العادية.
- ✓ عائد السهم الممتاز ثابت، ما يجعله يشبه السند.
- ✓ القيمة الاسمية للسهم الممتاز لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي.
- ✓ لا نصيب للسهم الممتاز في الارباح المحتجزة للشركة أو الاحتياطات، لذلك فان قيمته الاسمية تساوي القيمة الدفترية.
- ✓ ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد، لكن من الممكن أن ينص العقد على في وقت لاحق.⁴⁸
- ✓ ليس لحملة الاسهم الممتازة حق التصويت والترشح والمشاركة في إدارة الشركة. وتنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع الآتية:
- الاسهم الممتازة المجمعة للأرباح: تضمن لصاحبها حق الحصول وتجميع الارباح المقرر لها عن سنوات سابقة قد حققت لكن لم يتم توزيعها، وذلك قبل توزيعها على حملة الاسهم العادية.
- الاسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي الاسهم التي يحق لحاملتها مشاركة حملة الاسهم العادية فيما زاد من الارباح عن حد معين، وذلك بعد اعطائهم القدر المقرر لهم من الارباح.
- الاسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعطي لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية خلال فترة محددة من تاريخ الاصدار بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي.
- الاسهم الممتازة قابلة للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي امكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.

⁴⁸ رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق، رأسمال، مؤسسات، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 21.

- اتجاهات الحديثة للأسهم: ظهرت في السنوات الاخيرة أنواع جديدة من الاسهم العادية والاسهم الممتازة، نذكر أهمها:
 - الاسهم العادية للأقسام الانتاجية: اصدرت بعض الشركات الامريكية في ثمانينات القرن الماضي أنواع اخرى من الاسهم التي يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الاقسام المنتجة بالشركة، فسميت بالأسهم الانتاجية.
 - الاسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: ظهرت مع التشريع الضريبي الامريكي في ثمانينات القرن الماضي الذي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية الى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخصم التوزيعات على تلك الاسهم من الايرادات قبل الاحتساب الضريبي، كما نص التشريع الضريبي على اعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل الشراء من دفع ضريبي 50% من الفوائد التي تحصل عليها.⁴⁹
 - الاسهم العادية المضمونة: ظهرت سنة 1984 م في الولايات المتحدة الامريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الاصدار.

3.2.2 المشتقات المالية

يبدل المهندسون الماليون جهودا كبيرة في السوق المالي من أجل تلبية حاجيات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق هندسة وابتكار عقود وأدوات مالية جديدة تلي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية، وقد أوصلتهم جهودهم الى ابتكار ما يسمى بالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة.

- تعريف المشتقات المالية: هي عبارة عن عقود مالية بين طرفين تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية اخرى (أسهم أو سندات، عقارات وعملات اجنبية، الذهب أو نפט... الخ)

⁴⁹ شقيري نوري موسى، الاسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص:71-72.

وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة الى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين الطرفين البائع والمشتري.

فهي عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية والخ)،⁵⁰ وما يميز المشتقات المالية على المنتجات المالية الأخرى هو البعد الزمني أو عامل الوقت ففي المعاملات التقليدية يكون وقت التنفيذ عادة هو وقت توقيع العقد، أما في المشتقات فالمتعاقدان يتفقان على تاريخ أو تواريخ التنفيذ.

وبناء على تعريف المشتقات المالية فإنه يمكن استنتاج مجموعة من الخصائص المشتركة للمشتقات المالية رغم تنوعها في الآتي:

- أنها عقود مالية: فهي عقود الزامية أو غير الزامية، فهي مرتبطة بتدفقات نقدية مستقبلية الزامية أو تملك خصائص الاختيار.
- أنها بنود خارج الميزانية: يتم اثباتها خارج الميزانية ولا تظهر ضمن بنودها الأساسية نظراً لكونها عمليات مالية مؤجلة الحقوق والالتزام الى تاريخ مستقبلي محدد.
- الرفع المالي: يمكن لمستخدم المشتقات المالية أن يحقق أرباحاً مالية مقابل استخدام مبالغ محدودة.
- التعرض للمخاطر: ان التعامل بالمشتقات المالية محاط بالمخاطر، وذلك ينشأ من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تعتمد على التوقعات المستقبلية لأسعار أصولها الأساسية.
- صعوبة تقييمها: تنوع المشتقات المالية من حيث طبيعتها وأجالها والمخاطر المتعلقة بها بما يتماشى مع الحاجات المختلفة للمتعاملين بها، الامر الذي زاد من تعقيدها وأضفى نوعاً من الغموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها.
- مرونة التعامل: حيث يسهل تاريخ استحقاقها تسويتها (بيع أو شراء)، أو عن طريق اجراء صفقات عكسية قبل حلول تاريخ استحقاقها.

⁵⁰ . محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق عمان، الأردن، ص: 262.

▪ مبادلات صفرية: توصف المشتقات المالية بان المكاسب والخسائر التي تتولد عن التعامل في هذه الأدوات ذات المجموع الصفري، فبينما يخسر طرف معين يجني الطرف الاخر الخسارة على أنها مكسبا له.

- أهمية المشتقات المالية: تبرز أهمية المشتقات المالية في كون أنها أداة مالية لا غنى عنها في النظامين المالي والاقتصادي العالميين، ويعود ذلك الى ما يلي:

▪ التحوط: أي التقليل من حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في السوق المالي أو ازالها من خلال القضاء على مخاطر عدم التأكد باستعمال التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

▪ إتاحة فرص استثمارية: تسمح المشتقات المالية بالاستثمار على أصول ومخاطر لا يمكن شرائها مباشرة، كما أنها تحتاج الى رأسمال قليل نسبيا إذا ما قورن بحجم العقد المتفق عليه.

▪ أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: المشتقات تعتبر أداة جيدة لاستكشاف السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم فهي تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل في تاريخ التسليم فإنه في ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغيير بما يعكس الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

▪ تحقيق سمة الكمال للسوق: من خلال أسواق المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود وأوراق متداولة في السوق الحاضر في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أي ورقة متداولة بالفعل في السوق الحاضر.

- أنواع أسواق المشتقات المالية: يتم تداول المشتقات المالية في نزعين من الأسواق هما الأسواق المنظمة (البورصات) أو الأسواق غير المنظمة (خارج البورصات) ويطلق عليها كذلك السوق الموازية، ما يميز هذه الأسواق عن غيرها كونها غير متاحة للجميع بل يقتصر على فئات معينة يوفر لهم إمكانيات اللازمة لإدارة المخاطر.

▪ الاسواق المنظمة: يقصد بالأسواق المالية المنظمة تلك الأسواق التي تحكم تعاملاتها مجموعة من القوانين واللوائح والإجراءات الصادرة من الجهات الرسمية المختصة بذلك بشكل يجعلها قادرة على تحقيق الهدف المنوط بها.

■ الاسواق غير المنظمة: يتم التعامل في هذه الأسواق على المشتقات المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد تجري فيه معاملاتها وانما تتم تلك المعاملات من خلال شبكة اتصال قوية، والعمليات في هذه الاسواق يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب ارادة الطرفين المعنيين.

- أنواع المشتقات المالية: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات المالية:

■ **العقود الآجلة:** هي عقود تعطى لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة مع أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا.⁵¹
ويمكن حصر السمات الأساسية لهذه العقود في الآتي:⁵²
✓ يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوي يتم تداولها فيه.

✓ ليس لها شكل نمطي بين يتم الاتفاق على شروطها.

✓ يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.

✓ يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ.

ويمكن تصنيف العقود الآجلة الى صنفين وهما:

✓ العقود الآجلة لأسعار الفائدة: حيث يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة في تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ، والغرض من ذلك الحماية من تقلبات أسعار الفائدة.

✓ العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهو تثبيت سعر الصرف حتى تاريخ التنفيذ عند شراء أو بيع كمية معينة من العملة الأجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل، والغرض من هذه العقود هو الحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

⁵¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص:88.

⁵² ابو زيد كمال السيد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق، العدد الثاني، 1997، ص:58.

- **العقود المستقبلية:** يطلق اصطلاح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال الاسواق المنظمة، ويعرف العقد المستقبلي بانه التزام بين طرفين (بائع ومشتري) يفرض على أحدهما أن يسلم الاخر ويستلم منه بواسطة طرف ثالث (وسيط أو سمسار) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وورزمان محددين وبسعر محدد.⁵³ ويمكن حصر الخصائص الاساسية للعقود المستقبلية في الاتي:
 - ✓ يتم الشراء بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد.
 - ✓ التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العني المفتوح عن طريق الوسطاء أو بيوت المقاصة توكل اليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.
 - ✓ يلتزم كل من طرفي العقد المستقبلي بتسليم الوسط هامش في تاريخ نشوء العقد ولا يتم استرداده الا عند تسوية أو تصفية العقد.
 - ✓ إذا كان من الممكن تحرير العقد المستقبلي على سلعة فيجب أن تتوفر فيها الشروط الملائمة لذلك.
- وتصنف العقود المستقبلية الى ثلاث أنواع وهي:
 - ✓ العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.
 - ✓ العقود المستقبلية لأسعار الصرف: ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الاجنبية.
 - ✓ العقود المستقبلية لمؤشرات السوق: ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الاسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية.
 - ✓ العقود المستقبلية على السلع: حيث يكون موضوع التعامل فيها سلع حقيقية زراعية أو معدنية (البن، سكر، بترول...).

⁵³ منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص:92، بتصرف.

- عقود الخيارات: هو عقد بين المشتري والمحرر، حيث يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو يبيع للمحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر متفق عليه عند توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، في المقابل يدفع للمحرر مكافئة أو علاوة مقابل حق الخيار (لا ترد وليست جزء من قيمة الصفقة) عند توقيع العقد.⁵⁴
ولعقود الخيار أركان أساسية وهي:
 - ✓ مشتري الخيار: هو الذي يقوم بشراء حق الخيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافئة يدفعها للمحرر الاختيار.
 - ✓ بائع الخيار أو المحرر: هو الشخص الذي يكون ملزماً أو مجبراً بتنفيذ البيع أو الشراء حسب شروط العقد، إذا ما أراد مشتري الخيار أن يمارس حقه.
 - ✓ سعر التنفيذ: هو الأصل الحقيقي أو المالي وقت تنفيذ العقد.
 - ✓ سعر السوق: هو الأصل الحقيقي أو المالي عند انتهاء الاتفاق.
 - ✓ تاريخ التنفيذ: هو تاريخ إبرام العقد.
 - ✓ تاريخ الانتهاء: هو تاريخ الذي يقوم فيه مشتري الخيار بتنفيذ خياره.
 - ✓ الحق: وهو حقه في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها في المستقبل.
 - ✓ المكافئة أو العلاوة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ بالاتفاق،⁵⁵ فهي لا ترد ولا تحسب جزء من الصفقة. ويمكن تحديد أنواع عقود الخيار حسب معيارين أساسيين هما - حسب موعد التنفيذ: وتنقسم عقود الخيار إلى نوعين وهما:
 - ✓ عقد الخيار الأمريكي: يمكن مشتري الخيار من تنفيذ العقد خلال المدة التي تمتد بين تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ الانتهاء، ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافئة أو العلاوة.

⁵⁴ . منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 5-6.

⁵⁵ محمد صالح الحناوي وجمال العبد، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 332-333.

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- ✓ عقد الخيار الاوربي: اذ لا يمكن لمشتري الحق من تنفيذ العقد الا في التاريخ المحدد سلفا، ويمتاز هذا النوع بانخفاض قيمة العلاوة لأنه لا يمنح للمشتري مدة زمنية مرنة.
- حسب الاصل موضوع العقد: وتنقسم عقود الخيار الى الاتي:
 - ✓ عقود خيارات أسعار الفائدة: حيث يلتزم بائع العقد بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه مقابل مكافئة أو عمولة.
 - ✓ عقود خيارات أسعار الصرف: هي عقود تعطي الحق لمشتريها في اتمام عملية الشراء أو بيع كمية معينة من عملية أجنبية في تاريخ محدد في المستقبل.
 - ✓ عقود خيارات المؤشرات: لا يختلف هذا العقد عن عقود خيار البيع أو المشتري للأوراق المالية الا أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الاوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء.
- **عقود المبادلات:** وتسمى كذلك بعقود المقايضات، فهي تعرف بأنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الاخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الاصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.⁵⁶
- ويمكن حصر أنواع عقود المبادلات في الاتي:
 - ✓ عقود مبادلة العملات: تهدف الى تغطية مخاطر تقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات، حيث يتم عادة شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الاجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.⁵⁷
 - ✓ عقود مبادلات أسعار الفائدة: وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الاخر بدلا من قرضه هو، تهدف الى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ويوجد نوعان لهذا العقد وهما:
 - عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل فائدة متغير.

⁵⁶ مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الاول، 1994، ص:16.
⁵⁷ محمد صالح الحناوي وآخرون، أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص:335-337.

- عقود مبادلة معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابتة.

- ✓ عقود مبادلة حقوق الملكية: هو عقد لمبادلة توزيعات أرباح الاسهم والمكاسب الرأسمالية المحققة على مؤشر لاسهم ما، أو بسعر فائدة ثابت باخر سعر فائدة متغير.
- ✓ مبادلة السلع: هو عقد مبادلة بين طرفين يتم الاتفاق بينهما على مبادلة كمية معينة من السلع وتبادل قيمتها.

4. استخدامات المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية للأهداف الآتية:⁵⁸

- ادارة المخاطر: فالمشتقات المالية أدوات لتخفيف حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاقدون، فالمزارع الذي يبيع القمح يدخل بعقد مشتق بغرض الحصول على قيمة مستقبلية تضمن له الحماية من مخاطر انخفاض سعرها.
- المضاربة: تعتبر هذه الادوات وسيلة للمراهنة وتكون مصممة للتلاؤم مع مختلف الاصول.
- تقليل تكاليف المعاملات: فعندما يرغب مدير أحد الصناديق الاستثمارية بيع أسهم وشراء سندات فهذا يستلزم دفع رسوم الى السماسرة اضافة الى دفع التكاليف التجارية، لكن في حال قام بالمتاجرة بالمشتقات فانه سيحقق نفس الاهداف لكن بتكاليف أقل.
- المراجعة: وتستخدم للالتفاف على القيود التنظيمية للضرائب وقواعد المحاسبة وتعتمد بشكل أساسي على فروقات الاسعار بين الاسواق عالميا.

5. مخاطر المشتقات المالية

ينطوي التعامل بالمشتقات على مجموعة من المخاطر تتمثل أهمها فيما يلي:

- مخاطر الائتمان: هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن تخلف أحد الاطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.
- مخاطر السيولة: تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الاوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما يضطره الى الاقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير.

⁵⁸. L.Macdonald, Robert: **Derivatives Markets**, 2 nd edition, Addison Wesley, 2006, p2

المحور السادس: أنواع الأوراق المالية

- مخاطر الاحلال: هذه المخاطر تتعلق بعدم قدرت التزام أحد الاطراف على الوفاء بهذا الالتزام مطلقا، وهو الامر الذي يضطر معه الطرف الاخر الى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزامات اتجاه الغير مع تحمله لخسائر كبيرة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الاوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة.

- المخاطر التشغيلية: تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والاختفاق في اجراء عمليات المقاصة والتسوية بكفاءة عالية الامر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخر في التسوية أو الاخطاء أو الغش.

- المخاطر القانونية: ترجع هذه المخاطر الى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونا.

- المخاطر السوقية: كل تغير في حركة الاسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الاسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي الى اضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

يمثل الاستثمار الركيزة الأساسية لتحقيق الرأس مالي، الذي يعتبر الأساس لأي تقدم اقتصادي، انطلاقاً من دوره البارز في التنمية الاقتصادية، فزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الانتاجية من خلال انتاج السلع والخدمات، ومن ثم تحقيق زيادة الدخل الوطني.

ويمكن تمييز نوعين من الاستثمار، استثمار مادي واستثمار مالي ممثل بالاستثمار في الأوراق المالية الذي يعتبر شكلاً جديداً من أشكال الاستثمار، وسنحاول من خلال هذا المحور توضيح أهمية الاستثمار المالي.

1. تعريف الاستثمار

يقصد بالاستثمار تخلي عن أموال يمتلكها الفرد (شخص طبيعي أو معنوي) في لحظة زمنية معينة، ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

ومن خلال ما سبق يمكن استخراج العناصر الأساسية التي تصاحب الاستثمار وهي:

- توقع الحصول على قيم أكبر مستقبلاً ما يعني انتظار عائد من الاستثمار.
- العائد المنتظر ليس مؤكداً حيث تصاحبه درجة من عدم التأكد التي تشير إلى المخاطرة.
- التضحية بالقيم الحالية أو مبالغ في الوقت الحالي (أي أثناء فترة الاستثمار).

2. مبادئ الاستثمار

يجب على مدير الاستثمار مراعاة مجموعة من المبادئ عند اختيار مجال وإدارة الاستثمار وأهم هذه المبادئ هي:

- مبدأ الاختيار: يعني أن المستثمر الرشيد يبحث عن فرص متعددة لتوفير مرونة أكبر للاختيار المناسب للفرصة الاستثمارية.

- مبدأ المقارنة: يعني أن المفاضلة بين البدائل المختارة وجالها المناسب هو جوهر مبدأ المقارنة وتأخذ المقارنة صور متعددة الأكثر استخداما هو التحليل المالي، اما بشكل نسب مالية أو متوسطات للأسعار أو معدلات العوائد، هذا المبدأ يعتمد بشكل كبير على درجة تفضل المستثمر للعائد والمخاطرة.

- مبدأ الملائمة: يعتبر من حنى التفضيل الاساس لتطبيق هذا المبدأ وشكل هذا المنحنى يتحدد بدخل مستمر عمره وظيفته ومركزه الاجتماعي، كما يشترط هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الامكانيات المالية وثقافة المستثمر.

- مبدأ توزيع الاخطار: يسعى المستثمر الى تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال توزيع موارده بين أنواع مختارة من استثماراته سواء على أساس المجال أو أدوات الاستثمار.

3. تعريف الاستثمار في الاوراق المالية

ويسمى كذلك بالاستثمار المالي، ويعرف بأنه: الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والادوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول.⁵⁹ كما يعرف بأنه: حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الاسهم بأنواعها) أو ادوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة.⁶⁰ وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الاموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

من خلال ما سبق ذكره، فان للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص يمكن ذكر أهمها فيما يلي:⁶¹

- التجانس: أي أنها لا تحتاج الى الخبرة والتخصص، وباستطاعة المستثمر شراء أو بيع الاوراق المالية بواسطة وسطاء أو سماسرة والتي غالبا ما تكون مصارف متخصصة أو مكاتب السمسرة

⁵⁹ . هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003، ص:132.

⁶⁰ . أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، عمان، 2004، ص:20.

⁶¹ . ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، الاردن، 1999، ص:263.

تتولى عملية القيام بعملية الشراء والبيع للأوراق المالية تبعاً لأوامر الوكيل، ولهذه الأوراق أسواق متطورة.

- ارتفاع درجة المخاطرة: وذلك نتيجة لتذبذب أسعار في الأسواق المالية والنقدية.
- أسواقها منظمة وعلى درجة عالية من الخبرة والتطور: ويطلق على هذه الأسواق بالأسواق الثانوية وهي أسواق البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المكتملة الشوط، إضافة إلى أسواق أولية يطلق عليها سوق الإصدار حيث تقوم بإصدار الأوراق المالية في بداية تأسيس الشركات أو المنشآت.

4. دوافع الاستثمار المالي

- هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ضمن الاستثمار في الأوراق المالية ومن هذه العوامل نذكر:⁶²
- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، وهذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها وليس تجميعها في شكل أوراق نقدية تتناقض قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والنتيجة عن التضخم.
 - توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار.
 - تعدد الأدوات الاستثمارية، والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة.

5. أسس اتخاذ قرار الاستثمار

نظراً لطبيعته وما يوفر من مزايا للمستثمر فإن هذا الأخير يجب أن يكون على دراية بشؤون السوق ومتابعتها، هذا بجانب اعتماده على الأسس الآتية:

⁶² حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص ص: 21-22.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

- العائد: وهو العائد الذي يتوقعه المستثمر الرشيد، فهو الشخص الذي يسعى باستمرار الى تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة (الاستثمار الكفؤ) لذلك لابد من الاعتماد على بعض المفاهيم والادوات المساعدة لقرار الاستثمار، والتي هي قابلة للقياس أو التقييم لاتخاذها أساسا وللحكم باتخاذ القرار الاستثماري من عدمه.

- المخاطر: هي احتمال تحقيق خسائر المصاحبة للاستثمار، فهي عبارة عن التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة المحسوبة، ويحاول المستثمر قدر الامكان تجنب المخاطر أو الحد من آثارها، وهي بدورها تنقسم الى قسمين:

■ المخاطر غير المنتظمة: وهي عبارة عن المخاطر التي تؤثر على شركة معينة أو صناعة معينة أو تنفرد بها ورقة مالية معينة ولا تؤثر على نظام السوق ككل،⁶³ فهذه المخاطر مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل لذلك تسمى بالمخاطر اللاسوقية حيث يمكن التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات.

■ المخاطر المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الاصل الاستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق.⁶⁴

- التوقيت: هي الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية، طبقا لأهداف المستثمر فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة او قصيرة.⁶⁵

6. عائد الاستثمار في الاوراق المالية

يعبر الاستثمار في الاوراق المالية عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل، وكلها غير مؤكدة، ومن ثم فان قرار الاستثمار في الاوراق المالية يتم في ضوء العائد والمخاطر.

1.6 تعريف العائد

⁶³ عبدرية ومحمد محمود، طريقك الى البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص: 27.
⁶⁴ . صبح ومحمود، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص: 52.
⁶⁵ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دون دار نشر، عمان، 2004، ص: 194-195.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

هي قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين، ويهدف ذلك المقياس الى تحديد كفاءة الادارة، ويتم استخراجها عن طريق المعادلة الآتية:⁶⁶

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الاموال المستثمرة}}$$

كما يعبر العائد على الاستثمار بمقدار الزيادة في الثروة في نهاية الفترة، وعليه يمكن حسابه كما يلي:

$$\text{العائد} = \text{مقدار الثروة في نهاية الفترة} - \text{مقدار الثروة في بداية الفترة}$$

ولعوائد الاوراق المالية ثلاثة أشكال مهمة وهي:⁶⁷

- **توزيعات الارباح:** إذا كانت هذه الاوراق تمثل حقوق في اموال ملكية مثل الاسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك هو من مالكيها وحقوقه هي من حقوق المساهمين.

- **الفوائد:** إذا كانت الاوراق المالية تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت تلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة، التي اصدرت هذه السندات.

كل من توزيعات الارباح والفوائد يمكن أن يطلق عليها أرباح إيرادية لأنها متكررة ناتجة عن الاستثمار.

- **الارباح الرأسمالية:** وتنتج عن اعادة بيع الاوراق المالية فحامل الورقة المالية إذا استطاع ان يبيع تلك الورقة بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو ربح رأسمالي (قد تكون خسارة رأسمالية).

2.6 أنواع العائد على الاستثمار

⁶⁶ . زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي، دار وائل، عمان، 1989، ص: 298.
⁶⁷ . سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ص: 29.

لا يمكن للمستثمر الدخول في أي مشروع إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر أو يساوي على الأقل العائد المطلوب، أي أن هذا العائد كفيلاً بأن يعوضه ويغطي له كافة المخاطر التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.

ويمكن التمييز بين الأنواع الآتية: العائد الفعلي، العائد المتوقع، العائد المطلوب، وسيتم التطرق إلى هذه العوائد فيما يلي:

1.2.6 العائد الفعلي

وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً من اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منهما،⁶⁸ وهناك من يطلق عليه العائد التاريخي ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار معرفة التغيير في السعر، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخذنا على سبيل المثال الاسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيّتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة. ويحسب العائد الفعلي (المتحقق) من الاستثمار بالأصل المالي وفق الصيغة الآتية:⁶⁹

$$R_j = \frac{C_t + p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$$

حيث أن:

R_j : العائد المتحقق، C_t : التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار، p_t : السعر الحالي للأصل المالي
 p_{t-1} : السعر السابق للأصل المالي.

2.2.6 العائد المتوقع

هو العائد الذي يتوقعه المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين.⁷⁰

⁶⁸ رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص: 294.

⁶⁹ العارضي وجليل كاظم مدلول، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقية عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 164.

⁷⁰ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 32.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

وإذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فان المقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل، وفي عالم اليوم الذي يستحيل فيه التأكد من أي شيء، لا يستطيع المستثمرون معرفة معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة معينة ومع ذلك يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة.

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي وفق المعادلة الآتية:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n p_i E(R_i)$$
$$= P_1 E(R_1) + P_2 E(R_2) + \dots + P_n E(R_n)$$

حيث:

$E(R)$: القيمة المتوقعة للعائد

N : تمثل عدد الاحتمالات .

P_i : تمثل وزن الاحتمال.

$E(R_i)$: العائد المتوقع في ظل الاحتمال i .

أي أن: العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل × احتمال حدوثه)

فمن خلال صيغة العائد المتوقع يتضح أن متخذ قرار الاستثمار يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد العائد المتوقع من الاستثمار، والتي تنص على أن المستثمر يعتمد على توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكنة طبقاً لدرجة احتمال حدوثها.

وعموماً فإنه يتم الحصول على العائد المتوقع على حسب حالة الاستثمار قديم أو جديد النشأة، فإذا كان الاستثمار قديم النشأة فإن الحصول على العائد المتوقع قائم على السلسلة الزمنية للعوائد الفعلية التي حصلت في الماضي وذلك بحساب المتوسط الحسابي للسلسلة الزمنية للعوائد لمعرفة العائد المتوقع، أما إذا كان الاستثمار جديد النشأة فإنه يتوصل للعائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال تحققها في المستقبل

3.2.6 العائد المطلوب

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر القابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون العائد المطلوب من شقين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطر.⁷¹

- العائد الخالي من المخاطرة: وهو عبارة عن المعدل الذي تكون عوائد تحققه على درجة عالية من اليقين، أي أنه لا يتحمل أي درجة من درجات عدم التحقق.⁷²

أو هو معدل الفائدة الذي يفترض اكتسابه من خلال الاستثمار في الأدوات المالية (ادوات الدين) والحصول على أقساط الفائدة،⁷³ وعادة ما يكون سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الاجل خاصة اذونات الخزينة الاكثر شيوعا كمعدل تقريبي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة.

- بدل المخاطرة (علاوة المخاطرة): وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الاوراق المالية، أو هو المقدار من العائد الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطر المنتظمة التي يتوقعها عند اختياره لاحد الادوات الاستثمارية المتاحة.⁷⁴

ومما سبق يمكن حساب معدل العائد المطلوب كما يلي:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معدل التضخم + مقابل الخطر.

ويحسب كذلك العائد المطلوب وفق نموذج (Capital Asset Pricing Model) (CAPM) من خلال العلاقة التاريخية بين الاستثمار والسوق اذ يعتمد معامل بيتا على البيانات التاريخية في حسابه. حيث يدل نموذج CAPM يدل على أن معدل العائد المطلوب على الأصول يساوي

⁷¹ أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص:11.

⁷² فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص: 39.

⁷³ عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وادارة الاستثمار في الاسهم بين العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010، ص:104.

⁷⁴ يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطر للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الاصول المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011/2012، ص:52.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

معدل العائد الخالي من المخاطر أضف الى ذلك جزء من علاوة المخاطر السوق حيث يتم تمثيل جزء من خلال معامل بيتا للأصل، ويحسب معدل العائد المطلوب وفق الصيغة الآتية:

$$RR = Rf + \beta_i(Rm - Rf)$$

RR: العائد المطلوب، Rf : العائد الخالي من المخاطرة، Rm: العائد المتوقع

β_i : مقدار حساسية الأصل المالي للمخاطرة المنتظمة

(Rm - Rf) : علاوة مخاطرة السوق.

7. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

يبحث المستثمر دائما عن الاستثمارات التي تحقق له أعلى عائد بأقل قدر ممكن من المخاطر، لذلك يعتبر العائد المتوقع والمخاطر الواجب قبولها جوهر قرار الاستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بين البدائل المتاحة.

1.7 مفهوم المخاطرة

تعرف المخاطرة على أنها: تعني احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسائر الرأسمالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة.⁷⁵

وتنقسم المخاطر عموما الى نوعين:

- المخاطر المنتظمة: يطلق على المخاطر المنتظمة تسميات متعددة منها مخاطر السوق والمخاطر القابلة للتنويع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها والمخاطر العادية، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالة الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الانقلابات السياسية.

⁷⁵ طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص:95.

- المخاطر غير المنتظمة: يطلق على المخاطر غير المنتظمة عدة تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها والمخاطر القابلة للتنوع والمخاطر الخاصة، وهي تلك المخاطر التي تختص بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما.

2.7 مصادر المخاطر الكلية

هناك العديد من مصادر المخاطر الكلية التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية، وتقسم المصادر بحسب نوع المخاطر التي تسببها، فهناك مصادر للمخاطر المنتظمة وهناك مصادر للمخاطر غير المنتظمة.

- مصادر المخاطر المنتظمة: من هذه المصادر نجد ما يلي:

- مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة: وهي المخاطر الناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب حدوث تغير في سعر الفائدة السوقي خلال مدة الاستثمار.⁷⁶ وكقاعدة عامة فإن مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المتداولة والعكس صحيح.
- مخاطر انخفاض القوة الشرائية: هي احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع التضخم،⁷⁷ أي عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية.
- مخاطر السوق: ان أسعار الأوراق المالية في السوق دائما في صعود وهبوط، ولا تستقر على مستوى محدد، حيث تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للدول أو دول أخرى تربطها بالدول المعنية علاقات وثيقة، كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية للمستثمرين في السوق، مثل الولاء لاسهم معينة أو حالات الدعر في السوق والاستماع الى الاشاعات

⁷⁶ حسين بن هاني، الأوراق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشنقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص:194.
⁷⁷ حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص:46.

والمعلومات غير مؤكدة، وهذا التذبذب في الأسعار يحمل في طياته مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل.⁷⁸

- مصادر المخاطر غير المنتظمة: من أهم مصادر المخاطر غير منتظمة نجد:

- مخاطر الإدارة: وهي عبارة عن المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي الى وقوعها في أخطاء إدارية تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها،⁷⁹ وتحدث هذه الأخطاء انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي، مما يؤدي الى تذبذب مكاسب المساهمين نتيجة الانعكاسات السلبية على أسعار أوراقها المالية في سوق رأس المال.
- مخاطر الصناعة: وهي ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، وقد تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة.

3.7 قياس مخاطر الاستثمارات الفردية

ان قياس المخاطرة لأي ورقة مالية موجودة داخل المحفظة تختلف عن مخاطر المحفظة ككل، غير أن هذا لا يمنع مدير المحفظة من قياس مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، وذلك لمساعدته في اتخاذ قرار تشكيلة المحفظة، وكذلك في قياس الخطر الإجمالي للمحفظة، وتوجد عدة مقاييس لقياس المخاطر، ومن أهمها:

- الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يقيس انحراف ثقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضح المعادلة الآتية كيفية قياس المخاطر باستخدام هذا المقياس:⁸⁰

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}$$

⁷⁸ نفس المرجع السابق، ص: 45-46.

⁷⁹ فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، ادارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل، عمان، 2000، ص: 170.

⁸⁰ BERTROND JAQUILATE et BRUNO SOLNIK, Marche Financiers " Gestion de portefeuille et des risques", Dunod, Paris, 3^{eme} edition, 1997, p 118.

حيث أن:

σ : تمثل الانحراف المعياري (المخاطرة)

R : تمثل العائد خلال فترة معينة.

\bar{R} : متوسط العائد.

n : عدد الفترات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد.

لقد بينا في المعادلة السابقة كيفية قياس المخاطر اعتمادا على معدلات العوائد عن سنوات سابقة، حيث أن هذه المعلومات مؤكدة وتاريخية، ولكن يختلف الوضع قليلا لو كانت الحالات مستقبلية متوقعة، ولكنها غير معروفة بالضبط، ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة البنك في الماضي، والتغيرات التي يمكن حدوثها في المستقبل، وبذلك فإن قياس المخاطر يكون بتطبيق المعادلة الآتية:⁸¹

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n P_i [E(R_i) - E(\bar{R}_i)]^2}$$

حيث أن:

σ : تمثل الانحراف المعياري (المخاطرة)

P : احتمال تحقق العائد.

$E(R)$: العائد المتوقع مقابل احتمال وقوع حالة معينة.

$E(\bar{R})$: العائد المتوقع على الاستثمار.

- معامل بيتا: يقيس الانحراف المعياري المخاطر الكلية بينما يعد معامل بيتا (β) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر المنتظمة لقياسه حساسية عائد الورقة المالية نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية.⁸²

⁸¹ حسني علي خربوشو وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص: 70.

⁸² . JAQUES HAMON, *Bourse et gestion de portefeuille*, Economica, Paris, 2000, P 125.

ويمكن قياس معامل بيتا إذا توافرت لدينا المعلومات عن معدلات العائد وفق الصيغة الآتية:⁸³

$$\beta_i = \frac{cov(R_m, R_i)}{\sigma_m^2}$$

حيث:

β_i : تمثل معامل بيتا للورقة المالية.

R_m : معدل عائد محفظة السوق.

R_i : معدل عائد السهم

$cov(R_m, R_i)$: التباين وهو حاصل ضرب معامل الارتباط بين m و i في الانحراف

المعياري R_m والانحراف المعياري R_i .

σ_m^2 : تباين معدل عائد محفظة السوق.

فاذا كان:

$\beta_i > 1$: أي مخاطر الورقة المالية أقل من مخاطر السوق وهي ذات طبيعة دفاعية.

$\beta_i > 1$: أي مخاطر الورقة المالية أكبر من مخاطر السوق وهي ذات طبيعة هجومية.

8. أهمية الاستثمار في البورصة

ما يميز الاستثمار في البورصة عن غيره من الاستثمارات يتمثل في العديد من العوامل والتي من أهمها:

- ارتفاع معدل العائد: لاحتوائه على التوزيعات السنوية وفروقات أسعار البيع والشراء.

- انخفاض درجة المخاطرة الكلية: لان المخاطر غير المنتظمة يفترض أن تكون واضحة ويمكن تجنبها.

⁸³. JAQUES TELILIE et PATRICK TOPSACALIAN, Finance, Vuibert, Paris, 3^{eme} edition, 2000, P 69.

- توفير عنصر السيولة: وذلك لتوفير فرصة البيع والشراء أو العكس في السوق الثانوي بأي وقت يختاره المستثمر دون خسارة.

- التنظيم والأمان.

9. أهداف الاستثمار المالي⁸⁴

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الاموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الاهداف التي يسعى اليها المستثمر، وهذه الاخيرة تتمثل فيما يلي:

- تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الاشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الاوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

- تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل.

- حماية الاموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: ان هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

- حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم اخضاعه الى شرائح ضريبية عالية.

⁸⁴ محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير علوم تسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000، ص ص: 53-54.

المحور السابع: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة: يميل الى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، اما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

المحور الثامن:

**التحليل الفني والتحليل الأساسي
للأدوات المالية**

التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

تعد أساليب التحليل من أهم الوسائل المستخدمة في التنبؤ للمستقبل، حيث هناك نوعان من اساليب التحليل على مستوى الاقتصاد والتي تستخدم في الأسواق المالية ولكل نوع من هذه الانواع مميزات وعيوبه واستخداماته، وأساليب التحليل المعتمدة حاليا هي اسلوب التحليل الأساسي وأسلوب التحليل الفني

1. التحليل الاساسي للأوراق المالية

يهدف منهج التحليل الاساسي الى تحديد قرارات الشراء والبيع بناء على تقدير القيمة الذاتية للورقة المالية، وبهذا التحليل يستطيع المستثمر التسلح بقوة استثمارية تدعم قراره وتجعله قرارا عقلانيا يتسم بالرشد الاستثماري ويضمن له تحقيق ما يصبو اليه من غايات استثمارية.

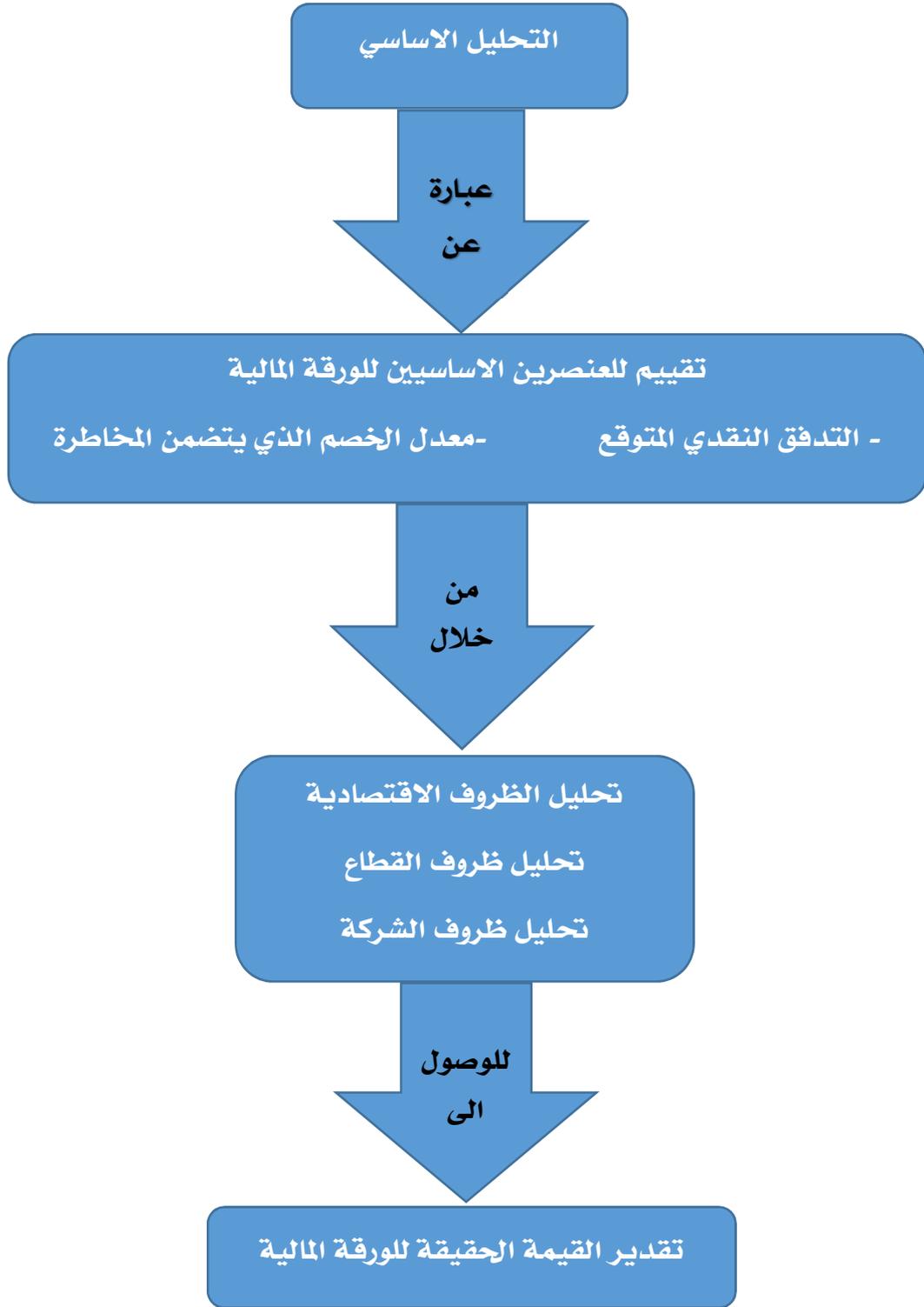
1.1. تعريف التحليل الاساسي

يعرف التحليل الاساسي لتقييم الاوراق المالية من خلال محاولة قياسي القيمة الجوهرية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والكمية ذات الصلة، المحللون الاساسيين يحولون دراسة كل ما يمكن أن يؤثر على قيمة الامان، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي (مثل الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة) والعوامل الفردية المحددة (مثل الحالة المالية وادارة الشركات).⁸⁵

مما سبق يمكن توضيح المقصد العام من للتحليل الاساسي من خلال الشكل الاتي:

⁸⁵ . SURESH A.S, A STUDY ON FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS, International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 5, May (2013),p46.

الشكل رقم(04): الإطار العام للتحليل الاساسي



المصدر: عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار بعنابة، 2009-2010، ص: 61.

2.1 فرضيات التحليل الاساسي

وتتمثل هذه الفرضيات في:⁸⁶

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

ثانياً: إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

3.1 أهمية التحليل الأساسي

للتحليل الأساسي أهمية كبيرة في تقييم أداء الأدوات المالية والشركات من خلال:⁸⁷

- مواكبة التطور الاقتصادي والتكنولوجي الذي تشهده الساحة الاقتصادية، والذي يؤثر على المحيط الداخلي والخارجي للشركة، خاصة فيما يتعلق بالابتكارات المالية الجديدة.
- التأثير الكبير لظاهرة التضخم على أسعار الأدوات المالية، أضف إلى ذلك معدلات الفائدة التي تقرها المصارف التجارية، خاصة وأن هذه الأخيرة أصبحت تتميز باستقلالية نوعية في أدائها المصرفي نظراً لتأثيرها الكبير في السوق المالي.
- الانتشار الواسع للشركات التي تنتج نفس المنتج، أو تنتج منتجات بديلة، أو تعمل داخل نفس القطاع، مما عجل بظهور منافسة شديدة بين هذه الشركات، لذا تبنت هذه الأخيرة مؤشرات جديدة من أجل تقييم أدائها، وخير مثال على ذلك نجد مؤشر الصناعة.

⁸⁶ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 248-249.

⁸⁷ بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء- دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص: 55.

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

- السياسات الحكومية وتدخلها في نشاط الشركة خاصة فيما يتعلق بمعدل الفائدة، أو الدعم الذي تقره لقطاع معين، أو السياسات الجمركية التي لها تأثير كبير على ارباح الشركات وعله مقدرتها في جلب المواد الاولية أو تسويق انتاجها خارجيا.

- تحليل معدل النمو الاقتصادي، خاصة وأن هذا الاخير له دورا هاما في تنمية الاقتصاد مما يزيد من تنشيط الاسواق وزيادة الطلب، وعليه سترتفع مبيعات الشركات مما يؤدي الى ارتفاع سعر أسهمها والعكس صحيح.

- تحديد العلاقة الاقتصادية بين سعر الاصول المالية واجمالي عوائدها، والقيام بعمليات التنبؤ لمستقبل الافراد والشركات والمؤسسات المالية المصدرة والحاملة للأوراق المالية وذلك بعد تحديد مختلف التحديات التي قد تعرقل نشاطهم الاستثماري.

4.1 الاساليب الاساسية للتحليل الاساسي

هناك اسلوبان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهما:88

- أسلوب التحليل من الاعلى الى الاسفل (التحليل الكلي فالجزئي): حيث يتم تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها.

- أسلوب التحليل من الاسفل الى الاعلى (التحليل الجزئي فالكلي): يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولا الى تحليل الظروف الاقتصادية.

5.1 مراحل منهج التحليل الاساسي للأوراق المالية

وتتمثل فيما يلي:

⁸⁸ عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص:61-62.

- تحليل بيئة النشاط الاقتصادي: يقوم المحلل في هذا الإطار بالبحث واكتشاف دراسة بعض مؤشرات البيئة الاقتصادية العامة، مثل معدل التضخم، ومعدل الفائدة ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي السياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، اسعار الصرف، السياسة النقدية والمالية... الخ، حيث يهدف التحليل الاساسي من هذا الجانب الى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات.⁸⁹

ويفيد تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات وسلوك بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن اسعار الاوراق المالية ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد اذ أن ذلك سيتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد.

- تحليل وضعية القطاع: تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الاوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الاولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه، حيث أن الشركة هي جزء من القطاع وبصفة عامة من الصعب أن تجد شركة منتعشة في قطاع يعاني من الازمات.

ويقوم المحلل بالبحث والدراسة في أداء المبيعات والارباح للفترات السابقة، الظروف الخاصة بالقوى العاملة في الصناعة (قطاع)، الظروف التنافسية، سلوك الحكومة اتجاه الصناعة، اذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها.

- تحليل الشركة: يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع الاداء الاقتصادي للشركة الذي من فهم سلوك أسهمها من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطر المرتبطة بها، فاذا كان الاداء الاقتصادي للشركة جيدا فان قيمة الاوراق المالية التي تصدرها أو تحملها سترتفع.

⁸⁹ . عمار بن مالك، مرجع سبق ذكره، ص:56.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول اليه في المستقبل، اذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها الشركة (الميزانية وجدول حسابات النتائج بالدرجة الاولى)، للتمكن من تقييم الاداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الاصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط.⁹⁰

- مرحلة التقييم:⁹¹ بعد جمع البيانات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص في المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها وتصنيفها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة الورقة المالية المستهدفة، بواسطة آلية التقييم، وتعد عملية التصنيف والتحليل مكملية لعمليات التحليل في المرحلة السابقة، ولا تأخذ جهدا ووقتا كبيرا، لان عملية التحليل في المرحلة السابقة قد فصلت ومست كل جوانب الاستثمار، وقدمت في مرحلة تحليل الشركة مدخلات تفيد مباشرة التقييم.

2. التحليل الفني للأوراق المالية

يساعد التحليل الفني المستثمر في اتخاذ قراراته سواء بالبيع أو الشراء وكذا تحديد توقيت الدخول والخروج المناسب وذلك باستخدام أدوات التحليل المساعدة في ذلك، حيث يعتبر التحليل الفني عملية دراسة تحركات الاسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه حركة الاسعار في المستقبل ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة لذلك.

1.2 تعريف التحليل الفني للأوراق المالية

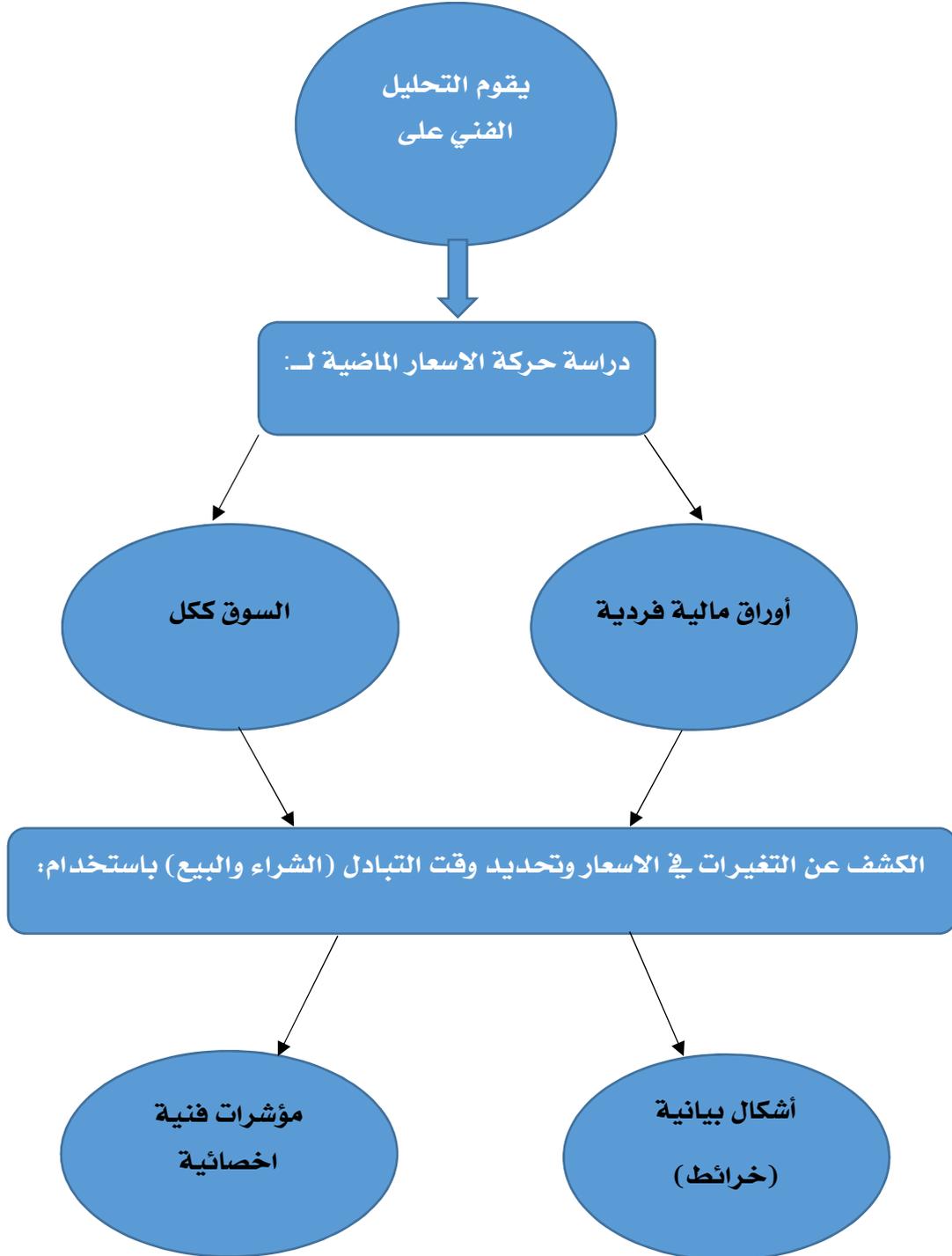
التحليل الفني هو عملية رصد لمعطيات الماضي لسوق الاوراق المالية (الاسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية...)، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها التنبؤ بحركة الاسعار مستقبلا وعليه تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري اما بالشراء أو البيع.

⁹⁰ هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007، ص:114.

⁹¹ نفس المرجع السابق، ص: 110.

والشكل الاتي يوضح إطار عمل التحليل الفني في السوق المالي:

الشكل رقم(05): الإطار العام للتحليل الفني



المصدر: حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من الاسواق العربية (الاردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص: 87.

2.2 فرضيات التحليل الفني لسوق الاوراق المالية

يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تبنى عليها فلسفته تتمثل فيما يلي:⁹²

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب.
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب، منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالأسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والامزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الاسعار الملائمة.
- الاسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل الى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب الى تغيير في اتجاه الاسعار، ونلاحظ التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة الى معرفة أسباب ذلك.

3.2 فروع التحليل الفني

ينقسم التحليل الفني الى ثلاث فروع أساسية وهي:⁹³

- مؤشرات نفسية: تتحكم المؤشرات النفسية في تصرفات الكثير من المستثمرين، ومثال ذلك ما يطلق عليه المستثمر الصغير، وصناديق الاستثمار، ومتخصص الصالة، وتشبه التصرفات في هذه الحالة سياسة القطيع، والتي تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة الى الطرف الاخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة.
- مؤشرات لتتبع تدفق الاموال: تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس المقدرة على شراء أو بيع الاوراق المالية، ولان كل عملية تسبقها عملية شراء،

⁹² محمد صالح الحناوي وطارق الشهراوي، الاستثمار في الاوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2012، ص: 14.

⁹³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 331.

فان هذا المؤشر يصور حجم وكمية الطلب (عروض الشراء) ومقارنتها بحجم وكمية العرض (عروض البيع)، أي دراسة التوازن بين العرض والطلب (أو البيع والشراء).

- مؤشرات هيكل السوق: هذه المؤشرات توضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوارته وحجم سوق الاوراق المالية، وذلك من أجل تحديد منطقية وصحة الاستثمار في حالة الصعود والاستثمار في حالة الهبوط.

4.2 أدوات التحليل الفني

تعتبر الأدوات حلقة الوصل بين النظرية والتطبيق، ومن خلال معرفة طرق وآليات استخدام هذه الأدوات، يمكننا تطويعها لخدمة الاهداف الاستثمارية مثل (البيع، الشراء، السكون)، وفيما يلي أهم أدوات التحليل الفني للأوراق المالية:

1.4.2 المؤشرات

وهي حساب رياضي يطبق على الاوراق المالية باستخدام السعر أو حجم التداول، والنتيجة هي قيمة تستخدم في تنبؤ التغيرات المستقبلية في الاسعار⁹⁴، ومن أهم وظائف المؤشرات نجد التنبيه (ينبهك لمراقبة سهم ما عن قرب)، وكذلك التأكيد من نتيجة وصلت لها من خلال مؤشر آخر، وكذلك التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

ومن أهم أنواع مؤشرات التحليل الفني نجد:

- المتوسطات المتحركة: تساعد المحلل على تتبع الاتجاهات الموجودة، وهي تعمل بشكل ممتاز خاصة في السوق الذي ينحرف ويميل، كما أنها مثل خطوط الاتجاه التي تساعد في قياس مسار الاتجاهات الموجودة، وتساعد على تحديد متى سيتخذ المسار اتجاهاً آخر، وأيضاً تعمل كحد لمستويات الدعم والمقاومة، وبها عيب أنها تؤكد على أن التغير في الاتجاه قد حدث

⁹⁴ . Achelis, S. B. *Technical analysis from A to Z*, online edition, Equis International, 2003, p 07.

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

ولكن فقط بعد الحقيقة، كما أن هناك العديد من المتوسطات المتحركة فمنها (البسيط، المركب، الخطي المرجح).⁹⁵

- الزخم: يقيس معدل تغير سعر الورقة المالية (أي سرعة حركتها ونسب صعودها أو هبوطها) كلما زاد سعر الورقة المالية كلما زاد الزخم، وكلما كانت زيادة سعر الورقة المالية سريعة (تغير السعر من فترة لأخرى أكبر) كلما كانت زيادة الزخم أكبر، وبمجرد أن يتباطأ معدل تغير سعر الورقة المالية يتباطأ الزخم، وعندما يبدأ سعر الورقة المالية في الثبات يبدأ الزخم في الانحناء للأسفل،⁹⁶ وحساب الزخم يتم بتسجيل كل فترة معينة وحساب الفروق بين الاسعار لكل فترة، وذلك طبقاً للمعادلة الآتية:⁹⁷

الزخم = آخر سعر اقضال - سعر اقضال لعدد أيام سابقة

- المذبذبات: وهي وسيلة أو أداة فنية يتم حسابها بمعادلة محددة، يتقلب الخط البياني صعوداً وهبوطاً بصورة متكررة، وهي تستخدم لقياس كمية اندفاع الحركة (الزخم)، ومعرفة حالات التشبع في الشراء والبيع،⁹⁸ والشكل الآتي يوضح التشبع في الشراء والتشبع في البيع:

الشكل رقم (06): التشبع في الشراء والبيع



المصدر:

- Murphy, Murphy, John J: **Technical Analysis of The Financial Markets**, A comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, United States of America: New York Institute of Finance 1999, p.231

⁹⁵ . Murphy, John J: **The Visual Investor**, How to spot market Trends, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Son, 2009, p 75.

⁹⁶ بديوي ومحمد ابراهيم، تداول الاسهم، انظر الرابط الآتي: www.sandroses.com، سبتمبر 2003، ص: 73.

⁹⁷ المهيلي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006، ص: 173.

⁹⁸ نفس المرجع السابق، ص: 171.

ويوجد ثلاثة أوضاع تكون فيها أشهر أنواع المذبذبات استخداما مفيدة جدا، والوضعيات هي: ⁹⁹

✓ يكون المذبذب أكثر فائدة عندما تصل قيمته في القراءة النهائية بالقرب من النهاية العلوية، حينها يكون السوق دون امكانية الشراء، أو بالقرب من النهاية السفلية لحدوده، حيث يكون السوق في هذه الحالة دون امكانية البيع، وهذا يعني أن اتجاه السعر ممتد وواسع أو ضعيف.

✓ انحراف بين المذبذب والسعر الفعلي، وهذا يكون عندما يكون المذبذب في الوضعية الخارجية أي هناك تحذير مهم.

✓ العبور في خط الصفر (منتصف النقطة) يعطي اشارة على البقاء في نفس مسار اتجاه السعر، وخط الصفر هو مؤشر للدخول (الشراء) والخروج (البيع)، فعندما يتجاوز الاتجاه خط الصفر للأعلى تكون نقطة الشراء، وعندما يتجاوز الاتجاه خط الصفر الى الاسفل تكون نقطة بيع.

- مؤشر القوة النسبية: يقارن سعر الورقة المالية مع مؤشر العلامة الخاص بالسعر، وقد طور بواسطة (ويلز ويلدر) بأن يكون نظاما لإعطاء اشارات فعليو حقيقية للبيع والشراء في الاسواق المتغيرة، كما أنه يستخدم لتحديد نقاط توقف السعر ونقاط الهبوط، من خلال مفاتيح في مستويات خاصة في الرسم البياني للقوة النسبية، ومداه بين [0-100]، وهذا المؤشر مفيد جدا في الحالات الآتية: ¹⁰⁰

✓ عندما تكون الحركة غير ظاهرة بما فيه الكفاية على الرسم البياني.
✓ تأرجح حالات الفشل فوق 70 أو تحت 30، حيث يعتبر ذلك تحذيرا من حدوث انعكاس.
✓ عند ظهور مستويات الدعم والمقاومة بشكل أكثر وضوحا.
✓ الاختلاف بين مؤشر القوة النسبية والسعر، يكون مفيد في الغالب كمؤشر عكسي.

⁹⁹ Murphy, Murphy, John J:op cit,p.227.

¹⁰⁰.Edwards, Robert D.& Magee, John, (2007). **Technical Analysis OF Stock Trends**, Ninth Edition, United States of America: Taylor & Francis Group, 2006,p 662.

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

- معدل التغير: وهو مقياس آخر لزخم الاسعار، فالزخم ومعدل التغير مذبذبان شديدا التشابه يخضعان لتفسير واحد، ويقاس كل منهما مقدار تسارع أو تباطؤ حركة الاسعار أو سرعة اتجاه الاسعار، هذا ويعتبر المؤشران بأنهما يعطيان انذار مبكرا لتغير الاتجاه، ويحسب كما يلي:¹⁰¹

$$\text{معدل التغير} = \frac{\text{آخر سعر}}{\text{السعر لعدد أيام سابقة}}$$

- النموذج العشوائي الغير خطي (ستوكاستك): وهو يقارن مستوى اغلاق السعر للأوراق المالية مع معدل سعرها في فترة زمنية محددة، وفكرته هي أن سعر الاغلاق يقترب من الحد العلوي لنطاق التداول كلما ارتفع السعر لأعلى، وعلى العكس تقترب أسعار الاغلاق من الحد السفلي لتداول السعر كلما انخفضت الاسعار لأسفل.¹⁰²

2.4.2 الاتجاهات

لقد عرف الاتجاه بأنه مقياس زمني للمسار في مستويات سعر يغطي أزمنا مختلفة، هناك ثلاثة اتجاهات لمستويات اسعار الاوراق المالية وهي:

- الاتجاه الصاعد: وهو كل ارتفاع في اسعار الاوراق المالية اعلى من سابقه، وكل انخفاض اقل من الذي سبقه.

- الاتجاه الهابط: كل ارتفاع في السعر أقل من الارتفاع السابق، وكل انخفاض يمثل درجة انخفاض أكبر من الانخفاض السابق.

- الاتجاه الأفقي (المتوازن): يعني أن الورقة المالية تتحرك في نطاق سعري محدود حيث تكون القمم والقيعان عند نفس المستوى تقريبا.

3.4.2 الرسوم البيانية

وهي الاداة الرئيسية للتحليل الفني للأوراق المالية، وهي متوفرة في عدة أنواع، أما أشهرها استخداما ما يلي:¹⁰³

¹⁰¹. المهيلي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص:173.

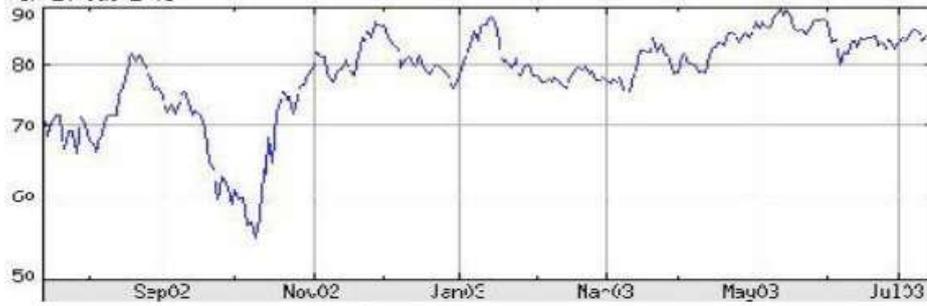
¹⁰². Edward and Magee, op-cit 2007, p.654

¹⁰³. ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي، التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية، هيئة الاوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، 2006، ص: 16.

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

- الرسوم البيانية الخطية: وهي من أبسط أنواع الرسوم البيانية حيث يمثل محور الفواصل الزمن أو التاريخ أما محور الترتيب فيمثل أسعار الاغلاق، وهي تعطي صورة عن اتجاه الاسعار الاغلاق كما هو ممثل في الرسم الاتي:

الشكل رقم (07): الرسوم البيانية الخطية



المصدر: ربابعة عبد الرؤوف وخطاب سامي، التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية، هيئة الاوراق المالية والسلع، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

- رسوم الاعمدة: يعطي هذا النوع معلومات أكثر عن الورقة المالية فهو يبين الى جانب سعر الاغلاق للورقة المالية أعلى سعر وأدنى سعر سجلته الورقة المالية خلال فترة محددة، كما أنه قد يبين سعر الافتتاح، ويبين الشكل الاتي نموذجاً لهذا النوع:

الشكل رقم (08): رسوم الاعمدة

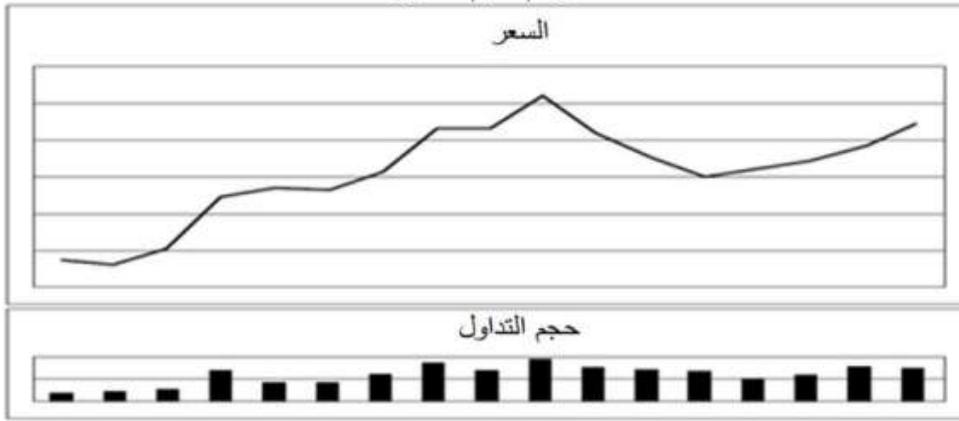


المصدر: ربابعة عبد الرؤوف وخطاب سامي، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

- حجم التداول: يظهر الرسم البياني الممثل لأحجام التداول عادة كرسوم ملحق في الرسم البياني الممثل للأسعار، والشكل الاتي يبين نموذجاً لهذا النوع من الرسوم في الجزء الاسفل منه أحجام التداول التي تمت على أسهم الشركة خلال الفترة التي يغطيها الرسم.

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

الشكل رقم (09): حجم التداول

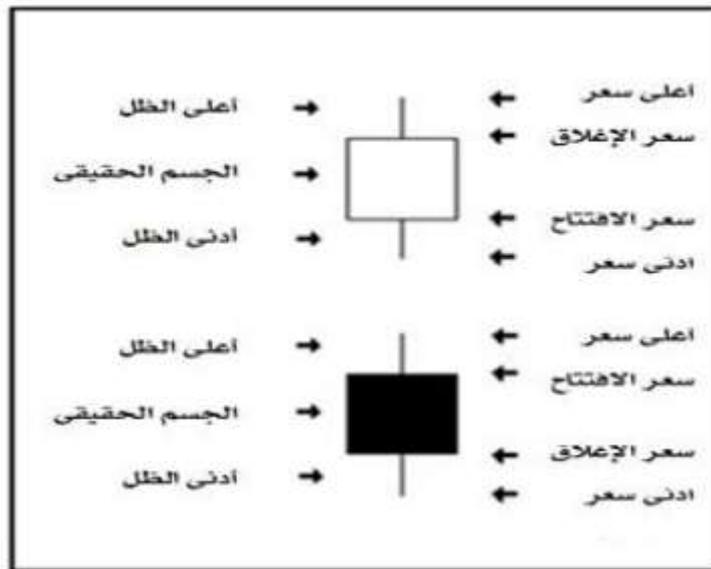


المصدر:

- Romeu, Rafael and Serajuddin, Umar: **Technical Analysis FOR Direct Access Trading**, A Guide to Charts, Indicators, and Other Indispensable Market Analysis Tools, New York: McGraw-Hill., 2001, p.23.

- رسوم الشموع اليابانية: والتي أصبحت في الآونة الأخيرة مشهورة لدى المحللين الفنيين في السنوات الحالية، ورسوم اليابانية تستخدم نفس معلومات السعر من (افتتاح، اغلاق، أعلى وأدنى، واقفال) والتي تستخدم في رسوم الاعمدة، وهذه الرسوم ميزتها أنها توفر المعلومات للمحللين بشكل أكبر فائدة، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم (10): شرح رسوم الشموع اليابانية



المصدر: www.stockcharts.com

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

الشكل رقم (11): رسوم الشموع اليابانية لقطة عن شاشة التداول



المصدر:

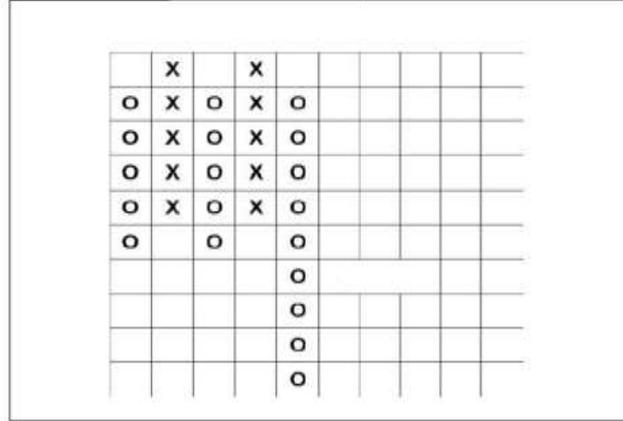
- John J Murphy, **Technical Analysis of the financial markets**, institute of finance, london, 1999,p 43.

حيث يمثل العمود الرفيع المعدل اليومي للسعر (يسمى الظل)، أما العمود الاسمن (يسمى الجسم الحقيقي) ويشمل المسافة بين سعر الافتتاح والاقفال، وإذا كان سعر الاقفال أكبر من سعر الافتتاح يكون الجزء السمين أبيض اللون، حيث الشمع أبيض يعتبر متفائل، أما إذا كان سعر لإقفال أقل من سعر الافتتاح يكون الجزء السمين أسود اللون، والشمع الاسود يعني توقع الانخفاض (متشائم).

ويوضح الشكل رقم 10 تركيبة الشمعة اليابانية ذاتها، المكونة من الجسم الحقيقي والظل بينما يوضح الشكل رقم 11 آلية تتابع الشموع حين تكونها متأثرة بأسعار السهم خلال الجلسة اليومية وهي (سعر الافتتاح وسعر الاغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر) على شاشة التداول في البورصة.

- رسوم النقطة والشكل: هذه الطريقة تغفل عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الاسعار، فهي رسم للسعر فقط، فكل ما يهم الرسم البياني هو التغيرات السعرية التي تفوق حدا معيناً، والشكل الاتي يبين طريقة رسم النقطة والشكل:

الشكل رقم (12): رسوم النقطة والشكل



المصدر:

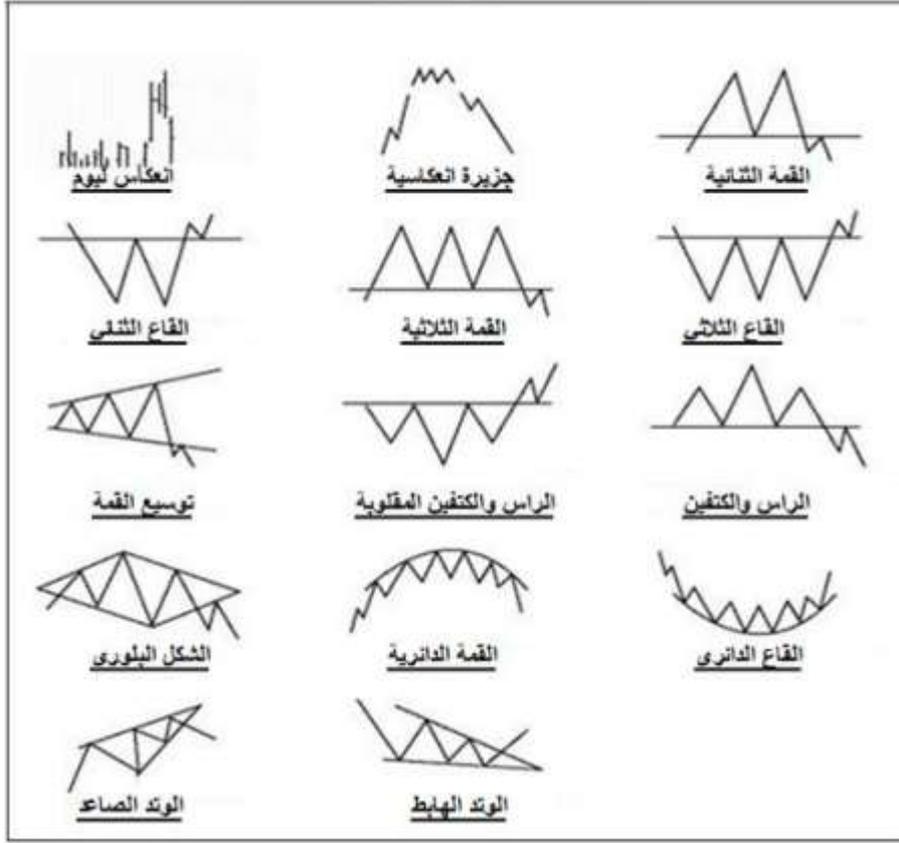
Chen, James: **Essentials of Technical Analysis for Financial Markets** Hoboken: John Wiley & Son., 2010, p.185.

4.4.2 نماذج الاسعار

هي صورة أو تكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر الخاصة بالأسهم أو السلع، وتصنف الى فئات مختلفة، ولها قيمة تنبؤية، كما يوجد نوعان لنماذج السعر وهما:

- نموذج السعر الانعكاسي: يشير هذا النموذج بانه يوجد انعكاس مهم في الاتجاه يأخذ مكانه، وهناك انواع من النماذج الانعكاسية يوضحها الشكل الاتي:

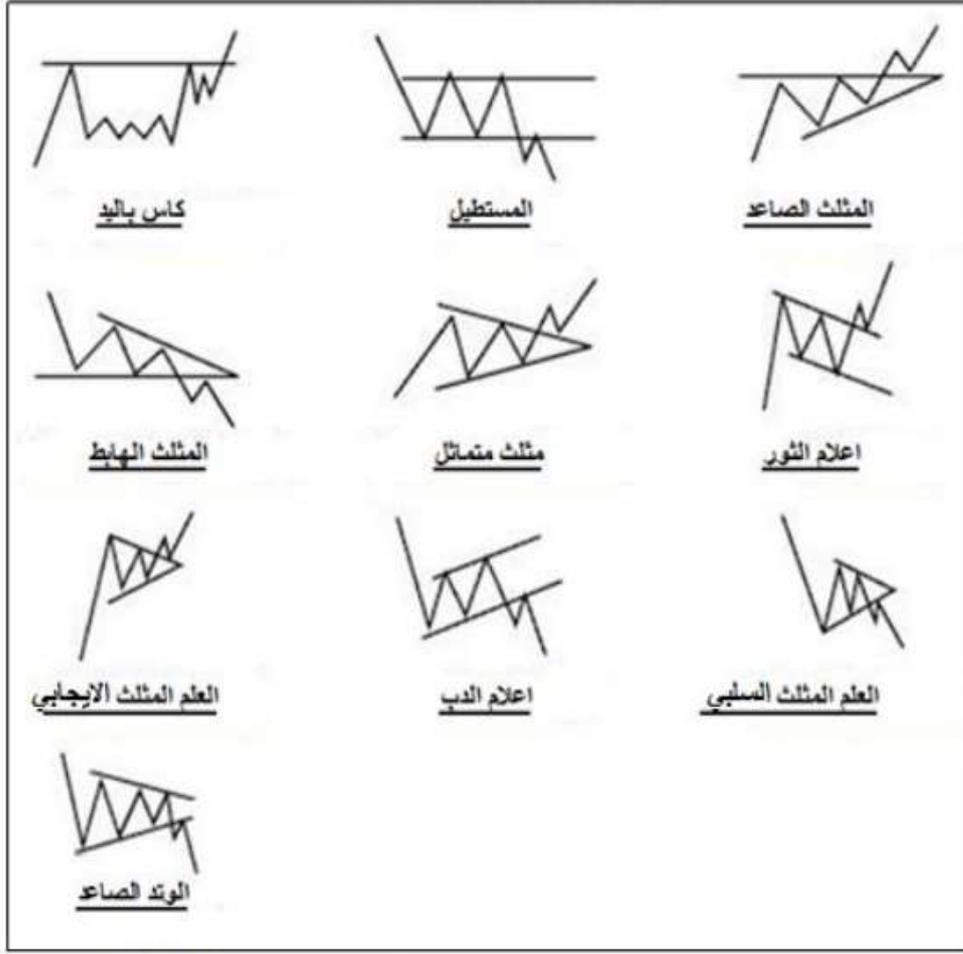
الشكل رقم (13): يوضح الاشكال الانعكاسية



المصدر: www.stockcharts.com

- نموذج السعر الاستمراري: يشير هذا النموذج الى أن السوق في فترة توقف مؤقتة، وأنه من المحتمل أن تصبح أوضاع الشراء المكثفة أو البيع المكثف على المدى القصير، والتي يستأنف الاتجاه بعدها مساره الاصلي، والنقطة الحاسمة هنا في القدرة على التميز بين هذين النوعين من نماذج السعر مبكرا قدر الامكان خلال تكون النموذج، والشكل الاتي يوضح أنواع نماذج السعر الاستمرارية:

الشكل رقم (14): أشكال النماذج الاستمرارية



المصدر: www.stockcharts.com

5.4.1 نقاط الدعم والمقاومة

تعد حواجز الدعم والمقاومة من الأدوات المهمة في عملية اتخاذ القرار، فهي الحدود الدنيا والعليا لقيمة الورقة المالية بحسب ما يتم تقديره من قبل المستثمرين، ويتكون حاجز الدعم عندما ينخفض سعر الورقة المالية الى مستوى يعر معين ثم يرتفع بعد وصوله الى هذا السعر، ثم يعاود الانخفاض الى نفس المستوى السابق، ويعاود الارتفاع مرة أخرى عند نفس المستوى، أي أن تكوين حاجز الدعم يتطلب أن ينخفض مستوى الاسعار الى نقطة معينة مرتين على الاقل وان ترتفع الاسعار من نفس النقطة في الحالتين، فاذا تكررت الحالة أكثر من مرتين فان هذا يعتبر عاملا معززا لنقطة الدعم، وكلما زاد عدد مرات التكرار زاد مستوى الثقة بهذه النقطة، وينطبق نفس الوصف على حاجز المقاومة اذ تصل الاسعار الى نفس المستوى

المحور الثامن: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأدوات المالية

مرتين على الأقل، وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها اليه في كل مرة، حيث تعرف نقاط الدعم والمقاومة بما يلي:¹⁰⁴

- نقاط الدعم: هي مستوى الاسعار الذي يكون الطلب عنده كبيرا الى الحد الذي يدفع السعر الى تغيير اتجاهه من الهبوط الى الصعود.

- نقاط المقاومة: هي مستوى الاسعار الذي يكون العرض عنده كبيرا الى الحد الذي يدفع السعر الى تغيير اتجاهه من الصعود الى الهبوط.

¹⁰⁴. ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي، التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 21-25.

المحور التاسع:
محفظة الأوراق المالية

محفظة الأوراق المالية

تشير كلمة محفظة الى وجود أكثر من ورقة مالية للمستثمر (صاحب المحفظة)، حيث تعبر كل ورقة مالية عن استثمار ما، ويسعى المستثمر الى تنويع الاوراق المالية المستثمر فيها من أجل التقليل من المخاطر الكلية وزيادة العائد بالاحتفاظ على تلك الاوراق المالية، فالمحفظة المالية ماهي الا اداة استثمارية مركبة من مجموعة من الاصول المالية.

1. مفهوم المحفظة المالية

هناك العديد من التعاريف للمحفظة المالية والتي نستخلص منها بانها: عبارة عن سلة مكونة من مجموعة من الاوراق المالية والتي تكون في حوزة مستثمر ما، والذي عادة ما يسعى الى ايجاد مزيج وتوليفات متوازنة من تلك الاوراق تمكنه من الحصول على تدفقات مالية متمثلة في العائد اضافة الى توزيع المخاطر المقابلة لها والتقليل منها لأقل درجة ممكنة.

وللمحافظ المالية جملة من الخصائص، نذكرها في الاتي:¹⁰⁵

- وعاء استثماري يهدف الى تجميع مدخرات المستثمرين على نحو معين.
- قد تأخذ المحفظة المالية بصفة خاصة شكل شركة المشاركة ذات الشخصية الاعتبارية المعنوية، أو قد تكون وحدة تنظيمية بداخل الشركة المنشئة لها (كالبنوك، شركات التأمين...).
- تقوم الجهة التي تدير المحافظ باستثمار مكوناتها في سوق الاوراق المالية حسب خطة الاستثمار المعتمدة وكذا رغبات المستثمرين.
- المحفظة المالية قابلة للقياس الكمي، ما يسمح بتقييمها والتحكم وتوجيه الاولويات فيها بما يحقق لها القيمة والاضافة وبالتالي تحقيق الاهداف المنوطة من الاستثمار فيها.

¹⁰⁵ بالاعتماد على:

- فرحات أم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية بينغازي، ليبيا، 2019، ص:1-7.
- PMI, P. M. I. Project Management Institute (PMI): **The Standard for Portfolio Management** (U. Project Management Institute, Inc, USA,2013,p 3-5.

المحور التاسع: محفظة الأوراق المالية

- قد تحوز المحفظة المالية كبيرة الحجم على عديد المحافظ المالية الفرعية، على ان يتم ادارتها وفق تسلسل هرمي، كما قد يحوز المستثمر الواحد على عديد المحافظ المالية كل والهدف من الاستثمار فيها.

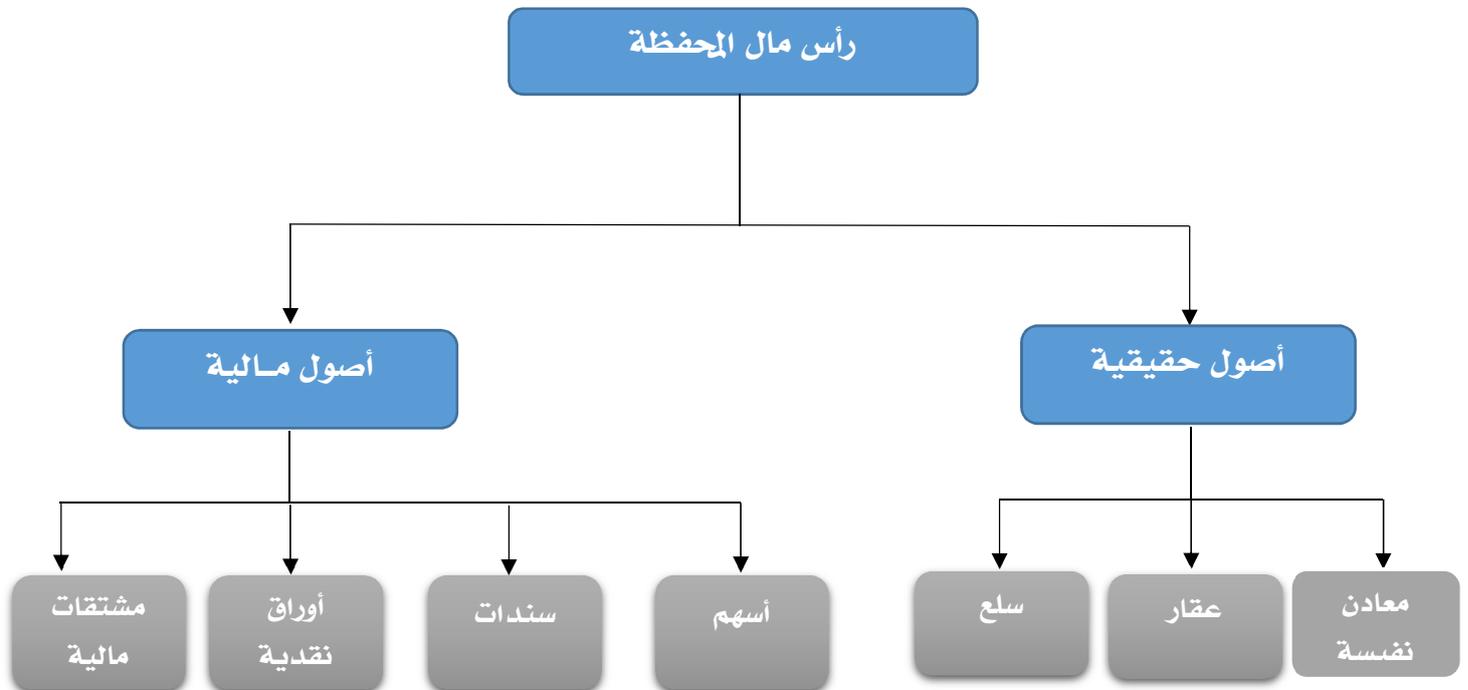
- للمحافظ المالية دورة حياة، ترتبط بتواريخ استحقاق الاوراق المالية المكونة لها.

- تعد المحافظ المالية أداة ديناميكية لتوجيه الموارد نحو الاستثمار من خلال اختيار ودمج وتحسين والموازنة بين الاصول المالية الداخلة في تكوينها.

2. مكونات محفظة الأوراق المالية

تتكون محفظة الاوراق المالية من أوراق مالية متنوعة تختلف آجالها بغرض تحقيق الاستثمار (أوراق مالية حكومية، اوراق مالية غير حكومية، الاستثمارات المباشرة، المشتقات المالية،...). والشكل الاتي يوضح مكونات محفظة الاوراق المالية:

الشكل رقم (15) مكونات محفظة الاوراق المالية



المصدر: من اعداد الباحث.

3. أنواع المحافظ المالية

هناك عدة معايير يجب الاخذ بها من أجل تصنيف المحافظ المالية وهي:

1.3 بحسب مالك المحفظة

تصنف المحافظ المالية حسب هذا المعيار الى نوعين وهما:

- المحافظ الخاصة (محافظ العملاء):¹⁰⁶ وهي المحافظ التي تعود ملكيتها لمستثمر واحد ويتم تشكيلها بناء على رغبته وأهدافه، حيث يحدد المستثمر لأدوات المالية التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها وأسلوب ادارتها، وفي حال كان مدير المحفظة شخص آخر غير المالك فان دور هذا المدير ينحصر بتنفيذ رغبات المستثمر أو يترك له حرية التصرف وفق ما تقتضي ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، على أن يجعل المحفظة قادرة على الموازنة بين الامان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها.

- محافظ المؤسسات:¹⁰⁷ وهي محافظ مؤسسات استثمارية مشكلة سلفا من أدوات مالية متنوعة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام وتكون لهذه المحافظ استراتيجيات محددة وتخطيط مسبق وكل قرار استثماري يتخذ يجب أن تتوافر فيه شروط علمية معينة كي لا يتأثر المساهمون أو المستثمرون بأي نتائج سلبية، وذلك لان المستثمر يعتبر مساهما في راس المال ويكون له دور في ادارة المحفظة بقدر ما يملكه من أسهم في هذه المحافظ.

- صناديق التقاعد:¹⁰⁸ وهي عبارة عن محفظة تتكون من الاوراق المالية ومصدر أموالها هو عبارة عن مساهمة رب العمل والتي تكون نسبة من أرباح المؤسسة، أو نسبة من أجور العمال.

2.3 حسب نوع الاصول المالية

وتنقسم المحافظ المالية حسب هذا المعيار الى ما يلي:

¹⁰⁶. الهندي منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، منشآت المعارف، الاسكندرية، 1999، ص: 424.
¹⁰⁷. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة الجزائر، 2004، ص: 38.
¹⁰⁸. ملاك وسام، البورصات والاسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان، 2003، ص: 43.

- محافظ الادوات المالية: وتنقسم هي بدورها الى ما يلي:

▪ محافظ الاسهم: تشمل على الاسهم العادية وتختلف أنواع هذه الاسهم حسب الشركات المصدرة لها وبحسب العوائد والمخاطر المرتبطة بها وعليه فالقرار الاستثماري الذي يجب على المستثمر اتخاذه هو ما نوع الاسهم المراد الاستثمار بها ونسبة كل سهم في المحفظة المالية للاستفادة من مزايا كل نوع من أنواع الاسهم والحد من المخاطر المترتبة على اقتنائها.¹⁰⁹

▪ محافظ السندات: وتتكون من السندات التي تكون صادرة من مؤسسات الاعمال أو صادرة عن الحكومة أو سندات مرتفعة الجودة.

▪ محافظ الاوراق المستحدثة: تتشكل من حقوق السحب الخاصة والمشتقات المالية بأنواعها.

▪ محافظ المعادن الثمينة: وتتشكل أساسا من الذهب والفضة، علما أن المعادن الثمينة تتميز بدرجة سيولة عالية وتحقق درجة مرتفعة من الامان.

▪ محافظ مختلطة: تتشكل من الاسهم العادية والممتازة من أوراق مالية أخرى ذات ثابت مثل السندات، كما يمكن أن تحتوي المحفظة المختلطة على كل أنواع الأدوات المالية السابقة.

- محافظ العملات الاجنبية: وتنقسم الى ما يلي:

▪ المحافظ النقدية: وتتكون عادة من مزيج من ودائع وشهادات الايداع بالعملات الاجنبية.

▪ المحافظ المركبة: وتتكون من مزيج من العملات الاجنبية مستثمرة في أوراق نقدية وأوراق مالية مختلفة محررة بالعملات الاجنبية كالاستثمار بالدولار واليورو.¹¹⁰

3.3 حسب هدف الاستثمار من المحفظة

يمكن تصنيف أنواع المحافظ المالية حسب تعدد أهداف الاستثمار في المحفظة المالية

الى الاتي:¹¹¹

¹⁰⁹ الهندي منير ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص:120.

¹¹⁰ الحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية -البورصة والبنوك التجارية-، الدار الجامعية، 2000، ص:249.

¹¹¹ مفلح، ادارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة حماه، سوريا، 2019، ص:49.

- محفظة الدخل: وتركز على الاوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الارباح النقدية لحملة الاسهم، أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، عادة ما تتميز هذه الاوراق المالية باستقرار أسعارها في السوق وكذا عدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح، ويفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين أو المستثمرين المحافظون.

- محفظة النمو: تركز على أدوات استثمارية تؤدي الى نمو أموال المحفظة المالية وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها وبالتالي إيراداتها على مر السنوات.

- المحفظة المتوازنة: التي تتكون غالبا من أسهم عادية وممتازة وكذا سندات، حيث يأمل المستثمر منها الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة الى توزيعات نقدية وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال المستثمر.

- المحفظة المتخصصة: كالمحافظ التي تختص في الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية مثل شركات الطيران، الطاقة، النفط وغيرها.

4. أهداف تكوين محفظة الاوراق المالية

تعددت أهداف تكوين محفظة الاوراق المالية بسبب اختلاف أولويات واحتياجات مالكي المحفظة، وعلى العموم فان أهم أهداف تكوين محفظة الاوراق المالية تتمثل فيما يلي:¹¹²

- درجة عالية من الامان والحفاظ على رأس المال: ويعني ذلك الحفاظ على رأس مال المستثمر مع ضمان دخل دوري وبالتالي احتواء المحفظة على أصول ذات دخل ثابت كالسندات الطويلة الاجل وأخرى ذات دخل متغير كالأسهم العادية.

- الدخل المنتظم (الربحية): وهذا الهدف يتحقق ان تتضمن المحفظة أصول ذات دخل دوري كسندات الخزينة.

¹¹² . Lawrenle Gitman & Michael Joelink , **Investissement et marches financiers** , person education , Paris , 2005, p 162 .

- السيولة: ويتحقق هذا الهدف عن طريق الموازنة بين الاصول ذات الدخل القصير الاجل التي يمكن تحويلها بسهولة وبوقت قصير الى نقدية والاصول ذات الدخل طويل الاجل وذلك دون المخاطرة بتضمين المحفظة لأصول عالية المخاطرة.

- النمو وزيادة رأس المال: وهي من الاهداف المهمة لأي محفظة مالية ويعني زيادة القيمة السوقية للمحفظة في المستقبل وتحقق هذا الهدف عن طريق الاستثمار بأصول ترتفع قيمتها السوقية بشكل دائم ومن هذه الاصول أسهم الشركات التي تحقق معدلات مرتفعة بالأرباح والمبيعات والنمو ولديها نظام مالي متوازن وقدرة هائلة للتمويل الذاتي.

5. شروط تكوين المحفظة

- يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط المهمة التي تضمن النجاح في تكوين المحفظة الاستثمارية وعند اجراء أي تعديل على الاصول المكونة لها ومن تلك الشروط:¹¹³
- اختيار الاصول المكونة للمحفظة على أساس دراسة كل المعلومات المتوفرة عن حالة السوق وعن الاصول المتتقاة ودراسة البيئة الاستثمارية.
 - محاولة الحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية وذلك بالعمل على اعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تحقق أهداف المستثمر بشكل أفضل.
 - توفير الامان للمحفظة الاستثمارية من خلال العقلانية والتحوط وتحديد هامش معين لتقبل المخاطرة وذاك بتنويع الاصول المكونة للمحفظة بطريقة علمية والعمل بشفافية.
 - التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية بطرق علمية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة وذلك للوصول الى أفضل النتائج في المستقبل.
 - دراسة حساسية الاصول المكونة للمحفظة تجاه المتغيرات الاقتصادية كمؤشرات السوق والاقتصاد بشكل عام.
 - اتباع سياسة ومنهجية محددة مسبقا لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتعديل السياسة عند كل تغير في الظروف المحيطة وفي احتياجات المستثمر.

¹¹³ معروف هوشيار، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003، ص:222.

- توفر قدر جيد من السيولة النقدية لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وللاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.

6. سياسات تكوين المحافظ المالية

نميز بين ثلاث سياسات تحكم ادارة المحفظة المالية وهي:¹¹⁴

- السياسة الهجومية: تكون عندما يكون الهدف الرئيسي من الاستثمار هو تحقيق أعلى قدر من الارباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار الادوات المالية المستخدمة، ويكون هم المستثمر تنمية رأس المال أكثر من استمرارية الدخل.

- السياسة الدفاعية: يكون المستثمر متحفظا جدا اتجاه المخاطر، يعطي أهمية لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتستخدم هذه السياسة غالبا في حالات الركود الاقتصادي.

- السياسة المتوازنة: يتم مراعاة تحقيق توازن في المحفظة المالية بحيث تؤدي الى تحقيق عوائد معقولة مقابل مستويات معقولة من المخاطر.

7. أسس ادارة محفظة الاوراق المالية

يختار المستثمر محفظته بما تناسب احتياجاته، في إطار التركيز على العائد الافضل عند مستوى معين من المخاطر أو تجنب المخاطرة وتخفيضها عند أدنى مستوى حسب رغبة المستثمر ولتحقيق هذا المبدأ، فان لمحفظة الاوراق المالية أسس لإدارتها وهي كالاتي:¹¹⁵

- التخطيط: يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الاهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر الى صعوبات تترك أثرها الفعلي على رأس المال المستثمر، لذلك تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة بالأوراق المالية كبداية متاحة تتماشى وأهداف المستثمر.

- التوقيت: تتحرك الاسعار في سوق الاوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فتقلب الاسعار تجعل من الصعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى

¹¹⁴. صافي البكري وآخرون، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الاردن، 2009، ص:208.

¹¹⁵. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وادارة-، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص:194.

الاسعار والبيع بالسعر الاعلى ومنه فان دراسة واحتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله وخرجه من السوق

- التحفظ: يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند اعداد وبناء محفظة الاوراق المالية، وذلك طبقاً لمبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تفادياً للأحداث غير المتوقعة، والتي قد تؤثر برأسمال المحفظة.

- الاشراف والمتابعة: ان تحركات الاسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بما تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية واشراف مباشر لموقف مكونات المحفظة، اذ أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة واشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة الى الخسائر.

8. تقدير عائد ومخاطر المحفظة المالية¹¹⁶

تعتبر العلاقة بين المخاطرة الواجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار والاقراض الحديثة، وقد يبدو أنه كلما زادت درجة المخاطرة المتصدرة للاستثمار أو القرض كلما زاد معدل العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطرة.

- تقدير العائد: في عالم اليوم يستحيل فيه التأكد من أي شيء، لا يستطيع المستثمرون مسبقاً معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار، ومع ذلك فانهم يستطيعون صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، ويمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي اما موضوعي أو ذاتي، ويتم تشكيل التوزيع الاحتمالي الموضوعي عن طريق قياس البيانات التاريخية الموضوعية، أما التوزيع الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شفوية تم تخصيص احتمالاتها لها، فبالنسبة للعائد التاريخي للمحفظة يمكن حسابه من العلاقة:

$$\text{عائد المحفظة} = \frac{\text{القيمة السوقية المحفظة في نهاية الفترة} - \text{القيمة السوقية المحفظة بداية الفترة}}{\text{القيمة السوقية للمحفظة في أول الفترة}}$$

¹¹⁶ كمال بن موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 43-44.

- تقدير المخاطر: لا بد من ايجاد بديل كمي للمخاطرة حتى يمكن تحليلها، ولكي ينجح هذا الدليل فلا بد أن نقيس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة فرصة تكبد الضرر أو التلف، وهذا بالاعتماد على الاحتمالات المتوقعة لعائد الاستثمار في الاوراق المالية ومدى تباين واختلاف بين احتمالات معدلات العائد، فكلما زادت درجة تباين هذه الاحتمالات وتشتتها عن المتوسط المرجح ارتفعت المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة وهذا ما تناولته نظرية المحفظة المالية والتي سنتطرق اليها لاحقا.

9. نظرية المحفظة المالية

يعد هاري ماركويتز (Harry Markowitz) من أصحاب الفكر المتميز في مجال التمويل والاستثمار، اذ ينسب اليه الفضل في ابتكار نظرية المحفظة المالية عام 1952م، وتعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار، وتكمن أهمية النظرية في أنها تساهم في امكانية قياس مخاطر الاستثمار كميًا، وبالتالي لم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع فقط كأساس لاختيار الاستثمار، بل أضيف اليه عامل المخاطرة.¹¹⁷

وتبنى نظرية المحفظة المالية على خمس فروض أساسية وهي:

- ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية محددة.
- يهدف المستثمر الى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحني المنفعة له يعكس تناقصا في المنفعة الحدية للثروة.
- ينظر المستثمر الى المخاطر باعتبارها تشير الى التقلب في العائد المتوقع.
- يبني المستثمر قراره على متغيرين أساسيين فقط، هما العائد والمخاطر.
- جميع المستثمرين يكرهون المخاطر، وعليه إذا كان المستثمر يفاضل بين بديلين لهما ذات العائد فانه سيختار أقلهما مخاطرة، وفي المقابل إذا كان يفاضل بين بديلين على ذات الدرجة من المخاطر، فانه سيختار البديل أعلى عائدا.

¹¹⁷ . Markowitz , Harry , **Portfolio Selection** , Journal of Finance 7 , 1952 , p 77-88 ;

المحور العاشر:

المحفظة المالية المثلى واستراتيجية

التنوع

المحفظة المالية المثلى واستراتيجية التنوع

هناك مجموعة من البدائل أما المستثمر ليستثمر أمواله، وبناء على أولويات المستثمر واحتياجاته وأهدافه تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار المالي التي تشكل المحفظة المالية لذلك المستثمر، وعادة فإن المستثمر يقوم باختيار المحفظة المثلى من مجموع المحافظ الكفاء، كما يسعى الى اتخاذ استراتيجية تنوع تساعد على تحقيق ذلك.

1. مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة¹¹⁸

يقوم تكوين المحافظ الاستثمارية على استعداد المستثمر لتملك أوراقا مالية ذات درجة عالية من المخاطرة بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، أو اعتماده أسلوبا متحفظا في الاستثمار حتى لو حصل على عائد أقل.

وهناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يأخذها بعين الاعتبار عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيل أوراق مالية ناجحة، ومن أهمها ما يلي:

- مبدأ القياس الكمي: ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، التي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.

- مبدأ الشمول: ويقصد به اشتمال المحفظة المالية المثلى على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات، سندات حكومية ... وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

- مبدأ الارتباط: ويهدف هذا المبدأ الى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية

¹¹⁸ يوسف سعداوي، أساسيات في الاسواق المالية وادارة المحافظ، مرجع سبق ذكره، ص: 257-258.

لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشككة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية.

- مبدأ الجودة: والمقصود بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أي عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول ان توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

- مبدأ التنوع: ان التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكال أهمها:

- تنوع قطاعي (تنوع قطاعات، النشاط الاقتصادي)
- تنوع سوقي (أسواق حاضرة، مستقبلية، أسواق محلية، أجنبية)
- التنوع في الأوراق المالية (أسهم، سندات، ...)
- التنوع في نوعية الورقة المالية (أسهم عادية، أسهم ممتازة، ..)

2. تعريف المحفظة المالية المثلى

هناك العديد من التعاريف للمحفظة المالية المثلى والتي تختلف من منظور مستثمر لآخر كل حسب أهدافه وغاياته، لكن يمكن تعريفها على سبيل العموم على أنها: تلك المحفظة التي توفر عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع.¹¹⁹

وعليه يمكن القول أن لاختيار محفظة مالية مثلى يجب اتخاذ قرارين هما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفاء: إذا افترضنا أننا ندرس عدد من الاستثمارات فان ذلك معناه أنه يمكن تكوين عدد كبير من المحافظ المالية، ويكون لكل محفظة عائد متوقع وخطر، والمستثمر يقوم باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق له أحد الشرطين:¹²⁰

¹¹⁹ محمد الصالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:275.
¹²⁰ حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص:73.

المحور العاشر: المحفظة المالية المثلى واستراتيجية التنوع

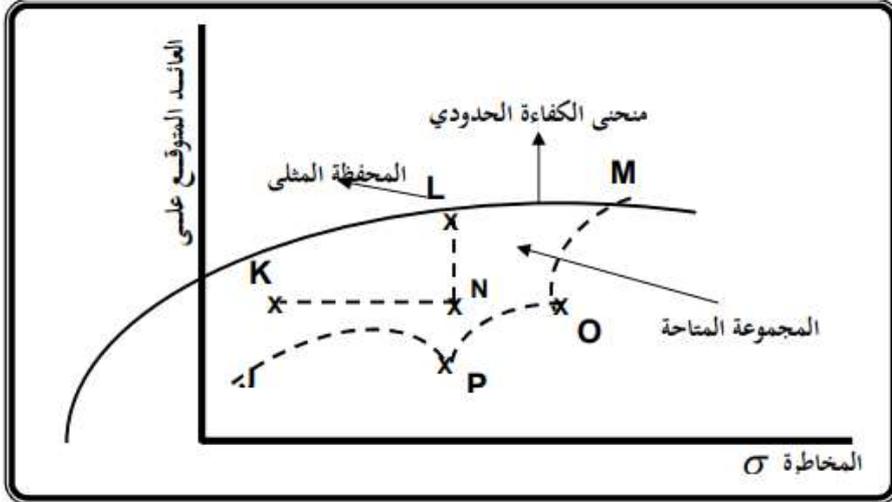
▪ أعلى عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخاطر.

▪ أعلى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.

ويطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذين الشرطين مجموعة المحافظ الكفاء أو الحد الكفاء لمجموعة الفعالة أو الحد الفعال.

- تحديد اختيار المحفظة المالية المثلى: بعد معرفة مجموع المحافظ الكفاء يقوم المستثمر باختيار المحفظة المثلى التي تلائم تفضيلاته الشخصية تبعاً لميوله ولدرجة المخاطر التي يمكن تحملها، ويقوم المستثمر باختيار محفظته باستخدام دالة المنفعة، حيث نجد أنه يختار المحفظة التي تحقق له أقصى منفعة متوقعة، والشكل الآتي يمثل منحنى الكفاءة لمجموعة من المحافظ الاستثمارية:

الشكل رقم (16): منحنى الكفاءة لمجموعة من المحافظ الاستثمارية



المصدر:

-Chong, yen, yee, **Investment Risk management**, John Wily and sons Ltd. 2004: P 33.

من الشكل السابق نلاحظ أنه لا توجد محفظة ذات عائد أعلى من المحفظة M، ولا توجد محفظة ذات مخاطرة أدنى من مخاطرة المحفظة J، ولذلك فإن الحد الكفاء أو منحنى الكفاء الحدودي سيمثل المفتوح (JKLM)، ولغرض المقارنة بين المحافظ المتاحة ومحافظ الحد الكفاء، فإننا نلاحظ أن المحفظة N في الشكل السابق على الرغم من أنها

تساوى مع المحفظة K في العائد، إلا أن مخاطرها أكبر من مخاطر المحفظة k ، وكذلك فإنها تتساوى مع المحفظة L من حيث المخاطرة، ولكن المحفظة L تتفوق لأنها تعطي عائداً أعلى، وبناء على ذلك فإن كل المحافظ التي تقع على يمين الحد الكفاء لا تستحق الاهتمام، والمحافظ التي تقع على يسار الحد الكفاء هي غير متاحة بسبب شرط توازن السوق، لأن في حالة وجودها فإن الطلب عليها سيزداد، لأنها تقدم عائداً أعلى لأي مستوى من المخاطرة، ومخاطرة أقل لأي مستوى من العائد، وأن الطلب عليها سوف يؤدي إلى انخفاض العائد الذي تقدمه، وزيادة مخاطرتها إلى أن تحصل حالة التوازن في السوق.¹²¹

والمستثمر بعد مفاضلته للمحافظ المتاحة فإنه يختار حسب ميوله ومدى استعداده لتقبل درجة المخاطرة.

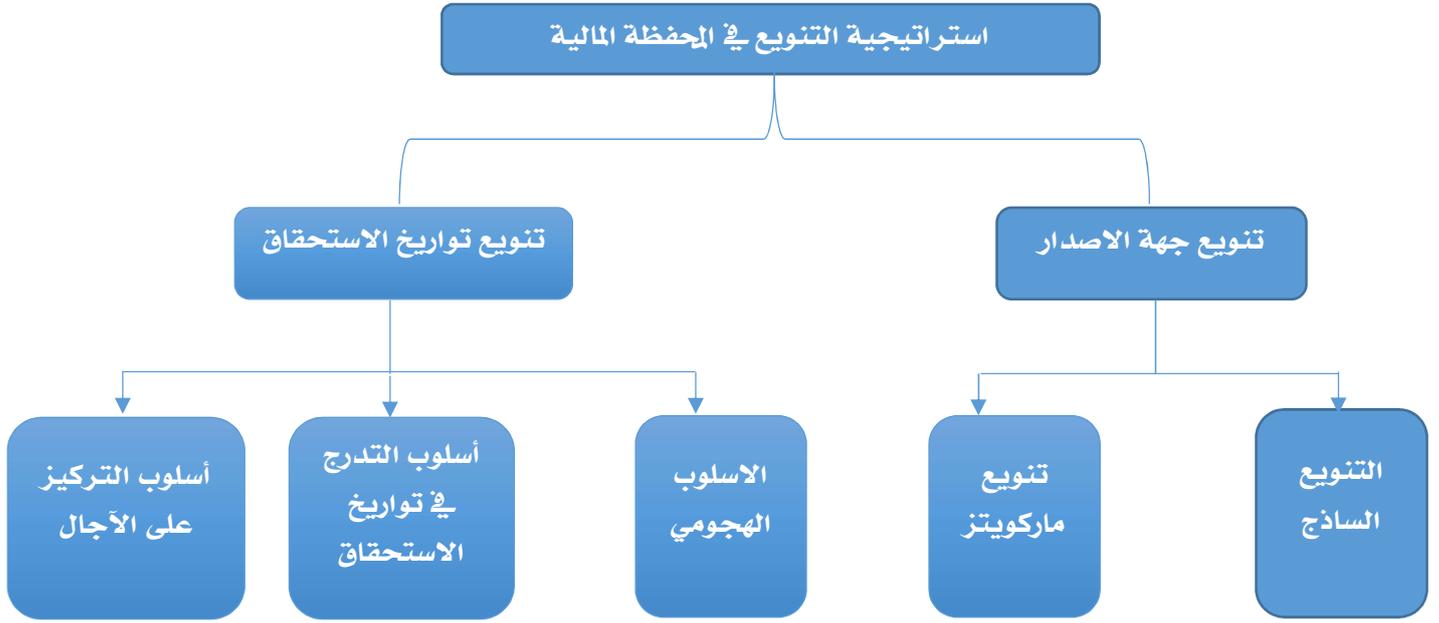
3. استراتيجية التنوع في المحفظة المالية

يعد التنوع أهم ميزة أساسية لتكوين أو لتشكيل محفظة الأوراق المالية، أي تمكن المستثمر من اختيار تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تقليل المخاطر، فالتنوع يقوم على مبدأ تقسيم المخاطر على عدد من الأصول المالية بهدف تخفيض المخاطر وذلك دون التضحية بالعائد.

يمكن توضيح استراتيجيات التنوع في المحفظة المالية في الشكل الآتي:

¹²¹ هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، 2010، ص: 258.

الشكل رقم (17): استراتيجية التنوع في المحفظة المالية



المصدر: من اعداد الباحث.

يظهر من خلال الشكل رقم (16) أن استراتيجية التنوع في المحفظة المالية تنقسم الى استراتيجيتين أساسيتين وهما:

1.3 تنوع جهة الاصدار

أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة من شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الاوراق المالية وفي هذا الصدد نميز بين:

- التنوع الساذج: هو زيادة في عدد الاوراق المالية التي تحتويها المحفظة المالية بشكل عشوائي، فليس بالضروري أن يؤدي هذا التوزيع لتخفيض خطر المحفظة، فقد يؤدي الى زيادته عند اختيار ورقة عشوائية غير مناسبة، فهو لا يأخذ بعين الاعتبار التغير والارتباط بين الاستثمارات.

- تنوع ماركويتز: يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن مخاطر المحفظة المالية لا تتوقف على مخاطر الاوراق المكونة بهل فحسب وانما على الترابط بين عوائد هذه الاوراق أي بالاعتماد على معامل

الارتباط،¹²² فهي استراتيجية تهدف الى تقليل المخاطرة الى أقل حد ممكن عن طريق تكوين محفظة استثمارية يكون معامل الارتباط بين كل زوجين أقل من الواحد.

فنظرية ماركويتز تعطي اهتمام بالغاً لمشكلة توزيع المبالغ والثروة على الاستثمارات المختلفة فالجزء المستثمر في كل استثمار فردي داخل المحفظة لا يتم تحديده بطريقة عشوائية بل يخضع لطريقة علمية بحثه، يتم حلها بالتزامن مع مشكلة تقليل المخاطر الى أقل حد ممكن وهذا يعتمد على أسلوب البرمجة الخطية والتي أصبحت شائعة الاستخدام لدى شركات المالية الكبرى خاصة باستخدام الحاسوب والبرامج.

2.3 تنوع تواريخ الاستحقاق

تنقسم بدورها الى ثلاث اساليب وهي:

- الأسلوب الهجومي: أي قيام المستثمر بالتحول من الاستثمار في السندات القصيرة الاجل الى الاستثمار في السندات طويلة الاجل وفقاً لاتجاهات المتوقعة.

- أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ الاستحقاق متدرجة ومختلفة، وأفضل طريقة لتطبيق هذا الأسلوب هو وضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعة المستثمر قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة الى اجزاء متساوية.

- أسلوب التركيز على الآجال: أي التركيز على الاوراق قصيرة الاجل (الاوراق التجارية وشهادات الايداع والقبولات المصرفية...) والاوراق الطويلة الاجل (الاسهم والسندات) دون الاستثمار في الاوراق المالية متوسطة الاجل وهذا كون الاوراق المالية قصيرة الاجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، والاوراق طويلة الاجل فهي مخصصة لزيادة الارباح، بينما الاستثمارات متوسطة الاجل فلا تساهم لا في السيولة ولا في الارباح.¹²³

¹²² سليمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق راس المال الاسلامي دراسة حالة ماليزيا، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بيسكرة، الجزائر، 2014، ص: 123-124.

¹²³ عوض شبيب، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الاسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، 2015، ص: 34-35.

4. نماذج تقييم أداء المحفظة المالية

قد يكون من الملائم ليكتمل إطار بناء وتسيير محفظة الاوراق المالية التعرض لكيفية تقييمها، وتعتبر عملية تقييم الاداء من الاساليب الرقابية التي قد تؤدي الى تحسين أداء المحفظة وتتم هذه العملية عن طريق تقييم المحفظة ككل وعناصرها على حدة وذلك بهدف المحافظة دوما على حالة الاستقرار المستهدفة مع زيادة معدلات العائد ان أمكن، ويعبر ذلك عن متابعة مستمرة لاتخاذ قرارات الملائمة خاصة في حالة عدم استقرار السوق والتي تعبر عن الدور الديناميكي للإدارة بهدف التأكد من تحقيق الاهداف.

وفي تقييم أداء محفظة الاوراق المالية لابد من مراعاة المبادئ الآتية بعين الاعتبار:¹²⁴

- أن تتم مقارنة الاداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية مكونات المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة المالية بعين الاعتبار.
- يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساسا لتقييم أداء تسيير المحفظة وهو عائدها الاجمالي والذي يشمل دخل أو ايراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافا اليها مكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة، والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.
- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطرة معا وهو الانتقاد الموجه الى أحد المقاييس التي سوف نتناولها حيث يعتمد في التقييم على العائد فقط.
- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها اطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.

وستعرض في هذا العنصر لخمس نماذج أساسية بالإضافة الى النموذج البسيط:

1.4 النموذج البسيط

¹²⁴ محمد مطر فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص: 119-120.

ويسمى بنموذج العائد على الاموال المستثمرة، ومن السهل تقييم أداء مدير المحفظة في حالة كون الاستثمار لفترة واحدة وذلك على أساس المعادلة الآتية:¹²⁵

$$R_t = \frac{D_t + b_t + (V_t - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

حيث:

R_t : تمثل العائد في الاستثمار في المحفظة للفترة الواحدة.

D_t : التوزيعات النقدية الجارية.

b_t : الارباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة الواحدة.

V_t : القيمة السوقية للمحفظة نهاية الفترة.

V_{t-1} : القيمة السوقية للمحفظة بداية الفترة.

ما يعاب على هذا النموذج أنه لا يأخذ في الحسبان التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات والضرائب المفروضة على فائض القيمة، وكذلك تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان فقد تحقق محفظة مالية عائدا أكبر من العائد الذي تحققه محفظة أخرى، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار منها.

2.4 نموذج شارب sharps model

وضع (وليم شارب) مقياسا لأداء محفظة الأوراق المالية وهو مقياس مركب يقوم على أساس قياس العائد والخطر، ويقاس نموذج شارب العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، ويستخدم نموذج شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية ويستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، والتي تخضع لقيود متماثلة.

¹²⁵ هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2006، ص:438-444.

وكلما كان هذا المؤشر مرتفعا كلما كان أفضل ويمكن الحصول على هذا المقياس من خلال استخدام المعادلة الآتية:¹²⁶

$$sharpe = \frac{R_P - R_F}{\sigma_p}$$

حيث:

R_P : العائد الكلي المتوقع على استثمارات المحفظة.

R_F : العائد الخالي من المخاطرة.

σ_p : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

وتجدر الإشارة الى أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه الا في المقارنة بين المحافظ ذات الاهداف المتشابهة وتخضع الى قيود مماثلة مثل محفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات.

3.4 نموذج ترينور Trynor model

يعتمد هذا النموذج في تقييم المحفظة على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد، وعليه لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة أي مخاطر خاصة، يعني أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة (المخاطر العامة) فقط، وذلك باستخدام بيتا (β) كمقياس لمخاطرة المحفظة المالية، وذلك كما توضحه المعادلة الآتية:

$$T_P = \frac{R_P - R_f}{\beta_p}$$

حيث:

β_p : معاقل بيتا للمحفظة (معامل المخاطر المنتظمة).

وتتم مقارنة ترينو للمحفظة مع مقياس ترينو لمحفظة السوق، فاذا كانت قيمة ترينو للمحفظة أكبر من قيمة ترينو للسوق فان أداء المحفظة يفوق أداء السوق، والعكس صحيح.

¹²⁶ موصلي، اخرون، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2012، ص:362.

كما نلاحظ أن الفرق بين مقياس شارب وترينو هو في مقام المعادلة، إذ أننا نجد أن شارب قد استخدم الانحراف المعياري لقياس المخاطرة الكلية، بينما أن ترينو استخدم معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة فقط، حيث أنه قد افترض أن مدير المحفظة سوف يتخلص من المخاطر غير منتظمة عن طريق التنويع البسيط في استثمارات المحفظة.

4.4 نموذج جنسن Jensen model

يعتمد هذا النموذج في قياس أداء محفظة الاوراق المالية على معامل ألفا (α)، ويقوم على فكرة ايجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الاول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار العائد الاضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن يطلق عليه علاوة مخاطر السوق، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة الآتية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

R_m : متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق).

α : معامل ألفا.

ومن خلال المعادلة يتضح أن نموذج جنسن يشير الى حقيقة هامة وهي أن كلما كانت المحافظ متنوعة تنوعا كاملا، يسهل تفسير معامل ألفا حيث إذا كانت:

- $\alpha > 0$ هذا يعني أداء سيئ للمحفظة.
- $\alpha < 0$ هذا يعني أداء جيد للمحفظة.
- $\alpha = 0$ معناه هناك توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

5.4 نموذج فاما Fama model

قدم فاما نموذجا لتقييم المحافظ المالية يقوم أساسا على المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطر، ويقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع الذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر المصاحبة له.¹²⁷

ويقوم هذا النموذج على فرضية السوق الكاملة ويمكن تجزئته الى ثلاث مكونات أساسية هي:

- تقييم الانتقائية: وهو يعبر عن مقياس لكيفية اختيار المحفظة وذلك باستخدام عائد الانتقائية والذي يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة متنوعة تنوعا جيدا.

- تقييم التنوع: وهو مقياس يقيس العائد المضاف كنتيجة لعملية التنوع وينقسم لنوعين من العوائد هما:

▪ العائد الناتج عن الانتقائية الصافية.

▪ العائد الناتج عن التنوع.

- تقييم المخاطرة: وهو مقياس لمخاطر المحفظة، فاذا فرضنا أن المستثمر يهدف لتحمل مستوى معين من المخاطرة في محفظة الأوراق المالية، فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضا عن مستوى المخاطرة يمكن قياسه كالآتي:

$$\text{المخاطرة} = \text{مخاطر المدير} + \text{مخاطر المستثمر}$$

¹²⁷ عبد الغني علي، ادارة المخاطر في البورصة، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، مصر، ص: 128.

الخاتمة العامة

خاتمة عامة

قدمت هذه المطبوعة من أجل تقديم معارف تمكن الطالب من إدراك ومعرفة أهم المفاهيم النظرية حول المؤسسة والاسواق المالية، فشملت هذه المطبوعة على عشرة (10) محاور أساسية اعتمادا على دفتر شروط المقاييس المعتمد من طرف الوزارة الوصية، الى جانب مقدمة عامة وخاتمة عامة.

حيث تم التطرق من خلال المحور الاول للمطبوعة الى مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها وذلك التعرض لمفهوم المؤسسة وأنواعها وكذلك أهم الوظائف الأساسية لها ليتم أخيرا بتوضيح علاقة المؤسسة بالأسواق المالية.

أما المحور الثاني والذي تطرقنا فيه الى مفهوم الاسواق المالية من النشأة الى تقسيمات الاسواق المالية حتى يتم فهم تقسيمات الادوات المالية فيما بعد، وفي المحور الثالث فقد تم التطرق الى أهم العناصر الأساسية اللوجستية والمادية التي يجب أن تتوفر فكل سوق مالي. والمحور الرابع والذي تعرض الى تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي من خلال التطرق الى اليات عمل الاسواق ثم ذكر كل الاطراف التي تدخل ضمن نمط التشغيل، وفي المحور الخامس فقد تم التطرق الى كفاءة الاسواق المالية من خلال المفهوم والشروط.

أما المحور السادس والذي تطرق بالتفصيل الى كل أنواع الاوراق المالية المتداولة في سوق المالي بشقيه النقدي ورأس المال صم التعرض الى مفهوم وأنواع المشتقات المالية، ليرز المحور السابع أهمية الاستثمار في الاوراق المالية من خلال تعريف الاستثمار المالي وتوضيح أهميته واهدافه ليتم التطرق بعد ذلك الى عائد ومخاطر الاستثمار اللذين يعتبران المحددين الاساسيين لأي استثمار مالي، وفي المحور الثامن تم التعرض الى التحليل الفني والاساسي للأسواق المالية الذي يعتبر مهم لكل مستثمر قبل دخول أي سوق مالي.

وفي المحورين التاسع والعاشر تم التطرق الى المحفظة المالية من التكوين الى الادارة الى اختيار المحفظة المثلى، ليتم بعدها عرض استراتيجيات التنوع في تكوين المحفظة ثم تقييم أدائها وفق النماذج المتعارف عليها.

المراجع والمصادر

1. سمير أحمد عسكر، مدخل الى إدارة الاعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1984.
2. شباكي سعدان، تقنيات المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية.
3. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993.
4. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، 1998.
5. أحمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
6. عبد الكريم أحمد قندوز، الاسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (21)، صندوق النقد العربي، 2021.
7. يوسف سعداوي، أساسيات الاسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.
8. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الابراهيمية، مصر، 2001.
9. جمال لعمارة وحدة رايس، تحديات السوق المالي الاسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة معسكر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.
10. حيدر حسين آل طعمة، الاسواق المالية: المنشأة، المفهوم، الادوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، أبريل 2014.
11. عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
12. السيد المتولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، الأردن، 2010.
13. اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة -، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة واسط، العراق، العدد الخامس بمؤتمر الكلية.
14. مروان عطوان، الاسواق المالية والنقدية " البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال "، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
15. مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
16. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
17. محمد مطر، ادارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر، الاردن، 2004.
18. منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2002.

19. مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسة النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، 2007.
20. علي عباس، ادارة الاعمال الدولية، دار حامد، الاردن، 2007.
21. عصام عبد الهادي أبو النصر، طبيعة أسواق الأوراق المالية، على الموقع: www.Fiefpedia.com, le 12/06/2021. a 22.30
22. خالد عبد السلام أحمد، البورصات (أسواق مالية-المؤشرات-أنواع الاوراق المالية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2018.
23. محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل وتقييم الاوراق المالية، دار الجامعة الاسكندرية، ط3، 2002.
24. ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2005.
25. وليد أحمد صافي، الاسواق المالية العربية: الواقع والافاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.
26. هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الصفاء للنشر، عمان، الاردن، 2009.
27. محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، دار الجامعة الاسكندرية، مصر، 2002.
28. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، المسيرة للنشر، الاردن، 2004.
29. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية: "أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
30. هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003.
31. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وادارة)، عمان، 2004.
32. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، الاردن، 1999.
33. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2001.
34. عبد رية ومحمد محمود، طريقك الى البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
35. صبح ومحمود، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
36. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وادارة)، دون دار نشر، عمان، 2004.
37. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي، دار وائل، عمان، 1989.
38. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة.
40. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 2007.

41. العارضي وجليل كاظم مدلول، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقية عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
42. محمد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 2005.
43. أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
44. فيصل محمود الشوورة، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
45. عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وادارة الاستثمار في الاسهم بين العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2010.
46. يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطر للاستثمارات باستخدام نمذج توازن الاصول المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012/2011.
47. طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
48. حسين بن هاني، الاوراق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002.
49. حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999.
50. فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، ادارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل، عمان، 2000.
51. حسني علي خربوشو وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999.
52. محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير علوم تسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000.
53. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1999.
54. محمود يونس وآخرون، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
55. يوسف سعداوي، أساسيات في الاسواق المالية وادارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.
56. أسامة كامل، مبادئ في المالية (شركات الاموال)، مؤسسة لورد العالمية بشؤون الاجتماعية، البحرين، 2006.
57. عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ظل الازمات والجرائم، المكتب العربي الحديث، مصر، 2012.
58. رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق، رأسمال، مؤسسات، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
59. محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق عمان، الأردن.

60. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
61. ابو زيد كمال السيد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق، العدد الثاني، 1997.
62. محمد صالح الحناوي و جلال العبد، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
63. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الاول، 1994.
64. محمد صالح الحناوي وآخرون، أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
65. عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار بعنابة، 2009-2010.
66. بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الاساسي في تقييم الاداء- دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006 الى 2010-، رسالة ماجستير، جماعة متوري قسنطينة، 2010.
67. هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007.
68. حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من الاسواق العربية (الاردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
69. محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، الاستثمار في الاوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2012.
70. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
71. بديوي ومحمد ابراهيم، تداول الاسهم، انظر الرابط الاتي: www.sandroses.com، سبتمبر 2003.
72. المهيلي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006.
73. ربابعة عبد الرؤوف وخطاب سامي، التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية، هيئة الاوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، 2006.
74. فرحات أم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية ببنغازي، ليبيا، 2019.
75. الهندي منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، منشآت المعارف، الاسكندرية، 1999.
76. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة الجزائر، 2004.
77. ملاك وسام، البورصات والاسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان، 2003.
78. الحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية -البورصة والبنوك التجارية-، الدار الجامعية، 2000.

79. مفلح، ادارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، جامعة حماه، سوريا، 2019.
80. معروف هوشيار، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003.
81. صافي البكري وآخرون، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الاردن، 2009.
82. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة-، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
83. حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999.
84. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، 2010.
85. هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2006.
86. سليمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق راس المال الاسلامي دراسة حالة ماليزيا، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بيسكرة، الجزائر، 2014.
87. عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الاسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المردجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، 2015.
88. محمد مطر فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 1999.
89. موصللي، آخرون، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2012.
90. عبد الغني علي، ادارة المخاطر في البورصة، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، مصر

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Aimé Scannavine, Les marché Financiers Internationaux, France : Dound ; 1999.
2. Bodie Z. Kane et Marcus A, essentials of investments, times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA.
3. BERTROND JAQUILATE et BRUNO SOLNIK, Marche Financiers " Gestion de portefeuille et des risques", Dunod, Paris, 3^{eme} edition, 1997.
4. JACQUES HAMON, Bourse et gestion de portefeuille, Economica, Paris, 2000.
5. JACQUES TELILIE et PATRICK TOPSACALIAN, Finance, Vuibert, Paris, 3^{eme} edition, 2000.
6. L. Macdonald, Robert: Derivatives Markets, 2nd edition, Addison Wesley, 2006.
7. SURESH A.S, A STUDY ON FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS, International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 5, May 2013.
8. Achelis, S. B. Technical analysis from A to Z, online edition, Equis International, 2003.
9. Murphy, John J: Technical Analysis of The Financial Markets, A comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, United States of America: New York Institute of Finance 1999
10. Murphy, John J: The Visual Investor, How to spot market Trends, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Son, 2009.

11. Edwards, Robert D.& Magee, John, (2007). Technical Analysis OF Stock Trends, Ninth Edition, United States of America: Taylor & Francis Group, 2006.
12. Romeu, Rafael and Serajuddin, Umar: Technical Analysis FOR Direct Access Trading, A Guide to Charts, Indicators, and Other Indispensable Market Analysis Tools, New York: McGraw-Hill., 2001.
13. John J Murphy, Technical Analisis of the financial markets, institute of finance, london, 1999
14. Chen, James: Essentials of Technical Analysis for Financial Markets Hoboken: John Wiley & Son., 2010.
15. PMI, P. M. I. Project Management Institute (PMI): The Standard for Portfolio Management (U. Project Management Institute, Inc, USA,2013.
16. Lawrenle Gitman & Michael Joelink , Investissement et marches financiers , person education , Paris , 2005.
17. Markowitz , Harry , Portfolio Selection , Journal of Finance 7 , 1952.
18. Chong, yen, yee, Investment Risk management, John Wily and sons Ltd. 2004.