

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير
تخصص : مالية الأسواق

بعنوان :

محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية

حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009

إعداد الطالب:

عبد الغفور دادن

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ يوسف قريشي	(أستاذ محاضر – جامعة ورقلة)	رئيسا
أ.الدكتور/إبراهيم بختي	(أستاذ التعليم العالي- جامعة ورقلة)	مشرفا ومقررا
الدكتور/هوارى سويسي	(أستاذ محاضر – جامعة ورقلة)	مناقشا
الدكتور/عبد اللطيف مصيطفى	(أستاذ محاضر- المركز الجامعي غرداية)	مناقشا

السنة الجامعية : 2010/2011

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى والدي الكريمين وإلى جميع
أفراد عائلتي.

إلى من سهل الطريق أمام محبي العلم والمعرفة.

شكر

لا يسعنا في هذا المقام إلا أن نشكر

الأستاذ الدكتور : إبراهيم بختي

بإشرافه على هذا البحث ومتابعته له.

نشكر السادة أعضاء اللجنة

المناقشين.

نشكر كل من ساهم وأعان في إنجاز

هذا الموضوع.

ملخص:

يعتبر التمويل من بين الاهتمامات البحثية لدى المنظرين في ميدان المالية فهو بذلك أحد الجوانب التي لا زالت مطروحة للنقاش، فالأسواق المالية إحدى أشكال التمويل التي تلجأ إليها

المؤسسات، بهدف نقل التدفقات المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز اعتمادا على الأوراق المالية، سواء كانت أسهم أو سندات...الخ.

فالدخول إلى بورصة الأوراق المالية بهدف الحصول على التمويل الضروري لتغطية الاحتياجات أو بهدف الاستثمار يتوقف على مجموعة من القواعد والمبادئ ، سيما تلك المتعلقة بالمستثمر بحد ذاته وطبيعة الأوراق المالية المتعامل بها والوسطاء الماليين الذين هم على دراية أكثر بظروف السوق المالي وما يحيط به، ناهيك عن الهزات التي تتعرض لها الأسواق المالية العالمية يوميا وأسبوعيا وشهريا .

إن الاستثمار في الأوراق المالية يحتاج إلى استراتيجيات واضحة يجب إتباعها أثناء اتخاذ القرار حتى لا تفاجئ المستثمرون بالآزمات وتذبذبات الأسعار صعودا ونزولا ولهذا جاء هذا الموضوع ليحاول بناء نموذج رياضي بهدف ترشيد قرار الاستثمار في بورصة الأوراق المالية مبتدئين بالنظرية المالية وواقع الأسواق المالية ووقع اختيارنا على الأسهم المسعرة في بورصة الكويت باعتبار هذه الأخيرة أحد نماذج البورصات العربية الأكثر تطورا وتقدما.

الكلمات المفتاح: المستثمر، القرار، البورصة، الأوراق المالية، المؤشر، بورصة الكويت.

الفهرس

- I.....الإهداء
- II.....الشكر

III.....	ملخص البحث
VII.....	قائمة الجداول
VIII.....	قائمة الأشكال البيانية
أ.....	المقدمة
02.....	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للاستثمار في البورصة
03.....	تمهيد
03.....	المبحث الأول: مفهوم الإستثمار في البورصة
06.....	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
06.....	المطلب الثاني: التقنيات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية
18.....	المطلب الثالث: التخطيط الاستراتيجي للاستثمار في البورصة
31.....	المطلب الرابع: المستجدات في نظرية الاستثمار
33.....	المبحث الثاني: القرار الاستثماري
33.....	المطلب الأول: تعريف القرار الاستثماري وخصائصه
34.....	المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية
35.....	المطلب الثالث: أساسيات الاستثمار
37.....	المطلب الرابع: دور و أهمية المعلومة المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري
40.....	المطلب الخامس: أهم السياسات التي يجب على المستثمر مراعاتها
43.....	المبحث الثالث: عائد ومخاطر الاستثمار
43.....	المطلب الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار وقياسها
45.....	المطلب الثاني: مفهوم عائد الاستثمار وقياسه
46.....	المطلب الثالث: مصادر مخاطر الاستثمار
48.....	الخلاصة
49.....	الفصل الثاني: البورصة والأوراق المالية
50.....	تمهيد
51.....	المبحث الأول: مفهوم البورصة

51.....	المطلب الأول: تعريف البورصة
66.....	المطلب الثاني: المتعاملون والمتدخلون في البورصة
69.....	المطلب الثالث: تقنيات التعامل في البورصة
75.....	المطلب الرابع: أهم المؤشرات البورصية وطرق قياسها
85.....	المطلب الخامس: كفاءة البورصة
93.....	المطلب السادس: تقييم البورصة
95.....	المطلب السابع: أنواع السلوك في البورصة
96.....	المبحث الثاني: الأوراق المالية
96.....	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية
100.....	المطلب الثاني: قيم الأوراق المالية
105.....	المطلب الثالث: تقييم الأوراق المالية
111.....	المبحث الثالث: الحافظة المالية وأنواعها
111.....	المطلب الأول: مفهوم الحافظة المالية
114.....	المطلب الثاني: ضوابط وقيود تكوين الحافظة المالية
115.....	المطلب الثالث: مواصفات والعوامل الرئيسية لاختيار الحافظة المالية المثلى
116.....	المبحث الرابع: الأزمة المالية أحد أشكال عدم الدقة في اتخاذ القرار
116.....	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية وأسبابها
122.....	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة على الأسواق المالية
123.....	المطلب الثالث: الحلول المقترحة للخروج من الأزمة
124.....	الخلاصة
125.....	الفصل الثالث: دراسة حالة بورصة الكويت
126.....	تمهيد
127.....	المبحث الأول: تقديم بورصة الكويت
128.....	المبحث الثاني: المقارنة السوقية للمتغيرات
149.....	المبحث الثالث: المقارنة القطاعية للمتغيرات
167.....	المبحث الرابع: المقارنة التحليلية للمتغيرات
	المبحث الخامس: تحليل نشاط لسوق
174.....	الكويت

180.....	خلاصة
181.....	الخاتمة
186.....	قائمة المراجع
190.....	الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
-------	---------	--------

14	يوضح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وسوق الأسهم	1
39	العوامل المؤثرة على سعر السهم والعوامل غير المؤثرة	2
58	أوزان أسواق الأوراق المالية العربية	3
60	نسبة الرسملة البورصية إلى PIB	4
85	نسبة التغير في مؤشر صندوق النقد العربي	5
134	العوامل المختبرة في النموذج	6
137	نتائج البرنامج بناء على النموذج الأول	7
142	النتائج الإحصائية المتحصل عليها	8
143	نتائج البرنامج بناء على النموذج الثاني	9
145	النتائج الإحصائية	10
150	يوضح BPA لسنة 2005	11
151	يوضح : BPA لسنة 2006	12
152	يوضح : BPA لسنة 2007	13
153	يوضح BPA لسنة 2008	14
154	يوضح : BPA لسنة 2009	15
155	يوضح: معدل BPA خلال 2005-2009	16
156	يوضح: PER لسنة 2005.	17
157	يوضح: PER لسنة 2006	18
158	يوضح: PER لسنة 2007	19
159	يوضح: PER لسنة 2008	20
160	يوضح: PER لسنة 2009	21
161	تطورات BPA خلال 2005-2009	22
162	يوضح: DPA لسنة 2005	23
163	يوضح: DPA لسنة 2006	24
164	يوضح: DPA لسنة 2007	25
165	يوضح: DPA لسنة 2008	26
166	يوضح: DPA لسنة 2009	27
174	أهم المؤشرات خلال 2008-2009	28
175	مؤشرات التداول في سوق الكويت 2005-2009	29

الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
32	العلاقة بين عائد السهم والرقم القياسي لعائد السوق	1
36	منحنى التفضيل الاستثماري	2
55	دور وأهمية البورصة	3
61	القواعد الإجرائية للسوق الأولي	4
65	مكونات سوق المال	5
83	تطور مؤشر بورصة بيروت (2006-2007)	6
84	تطور مؤشر بورصة بيروت (2007-2008)	7
99	بعض الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال	8
102	كيفية تحديد أسعار الأسهم في السوق	9
167	كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2006	10
169	كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2007	11
170	كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2008	12
171	كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2009	13
176	تطور حجم التداول (2005-2009)	14
177	تطور معدلات دوران الأسهم في السوق خلال السنوات 2005-2009	15
178	عدد الصفقات المنفذة شهريا في كل قطاع خلال سنة 2009	16
179	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال سنة 2009	17

المقدمة

1 طرح إشكالية البحث :

يعتبر التمويل من الأهمية بمكان، ولا يمكن للأعوان الاقتصاديون بأي حال من الأحوال الاستغناء عنه؛ ذلك أن الاقتصاد الوطني يعتمد بشكل أساسي على الأعوان الاقتصاديون الذين ينقسمون بدورهم إلى وحدات ذات الفائض و وحدات ذات العجز، فالتدفقات المالية الناجمة عن الوحدات ذات الفائض تتجه صوب الوحدات ذات العجز بهدف تلبية احتياجات التمويل.

نتطرق في هذا الصدد إلى الجانب التاريخي للتمويل، ففي نهاية الستينات وبداية السبعينات كان الواقع يتميز بوجود اقتصاديات الاستدانة أين كانت المفاضلة بين القروض قصيرة الأجل، قروض متوسطة وطويلة الأجل، أما حاليا انتقل الإشكال إلى المفاضلة بين التمويل عن طريق اقتصاديات الاستدانة أو التمويل عن الطريق ما يعرف باقتصاديات الأسواق المالية.

مكنت اقتصاديات الأسواق المالية (البورصات) من استحداث الوساطة المالية، حيث تقوم الوحدات ذات العجز بإصدار أوراق مالية تطرحها في البورصة، وتقوم الوحدات ذات الفائض بشراء هذه الأوراق المالية وبالتالي عن طريق هذه العملية يتم انتقال التمويل إلى الوحدات ذات العجز.

يمكن من تحليل الأوراق المالية ملاحظة ظهور نواتج مالية جديدة جد متسارعة ومتنامية مع مرور الزمن، إلى درجة أن الكثير من الخبراء، البائعين و المستهلكي هذه المنتجات، يجدون صعوبة متزايدة في التعامل بها، علاوة على ذلك، المشكلة المتعلقة بالتنوع في الأوراق المالية المتداولة الممثلة أساسا في (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات المتحولة... الخ)، بالرغم من أن المؤسسات لا تحتاج إلى كل هذه الأنواع من الأوراق المالية في نفس الوقت قبل عملية الاستثمار.

تتوقف عملية الاستثمار في الواقع على عنصرين أساسيين: رأس المال والزمن، بحيث يضحى المستثمر بأموال آنية أملا في الحصول على تدفقات أو عوائد أكبر في المستقبل، ومادامت عملية الاستثمار مرتبطة برأس المال نجد بأن المستثمر بشكل عام وخاصة في مجال الأوراق المالية يعرضون رؤوس أموالهم للمخاطرة خاصة وأن الأسواق المالية تتميز بعدم الاستقرار في الأسعار سواء صعودا أو نزولا، زيادة على ذلك أنواع القرار، التي تنقسم بدورها إلى نوعين: قرار في ظل ظروف التأكد التي تعتمد أحيانا على طرق البرمجة الخطية، وقرار في ظل ظروف عدم التأكد التي تتميز بعدم وجود معطيات سابقة تفاجئ المستثمر بوقوعها، إذ تعتمد على تحديد الاحتمالات بشكل ذاتي والتي لا تعبر عن اليقين، وعادة ما نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين، مستثمر متفائل، مستثمر متشائم، مستثمر حذر.

فإذا أراد المستثمر أن يعظم معدل المدودية لا بد أن يعظم معه معدل المخاطرة، ذلك أن معدل المدودية في علاقة طردية مع معدل المخاطرة، وعليه مما سبق يمكن القول بأن المستثمر على تحويف دائم من عملية الاستثمار في الأوراق المالية، خاصة في ظل العلاقة التشابكية بين المسيرين والمقرضين والمساهمين بالإضافة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات .

انطلاقاً من هذه المعطيات تتضح معالم الإشكالية على النحو التالي :

كيف يمكن للمستثمر في السوق المالي أن يقوم بترشيد قراره الاستثماري في ظل تعدد المؤشرات ؟

2-الإشكالية الفرعية:

- ما هي السبل التي من شأنها إزالة المخاطر لدى المستثمرين في الأوراق المالية ؟
- ما هي المؤشرات التي يعتمد عليها قبل اتخاذ قرار الاستثمار ؟
- هل يمكن اعتبار الحافطة المالية أحد أساليب ترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية ؟
- ما هي القواعد والاستراتيجيات الواجب اتخاذها أثناء اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية ؟

3-فرضيات البحث:

- توجد مجموعة من المؤشرات يمكن الاعتماد عليها أثناء اتخاذ القرار كسبيل لتوليد الأرباح، والتقليل من المخاطر.
- هنالك مجموعة من القواعد والشروط يجب مراعاتها قبل الشروع في عملية الاستثمار في الأوراق المالية،(شروط الدخول إلى البورصة، إتباع نصائح السماسرة وبنوك الاستثمار الذين هم على دراية أكثر من غيرهم بظروف السوق، واختيار التوقيت المناسب للاستثمار...الخ).
- يمكن اعتبار النماذج الرياضية إحدى الطرق التي تحقق التوليفة المثلى لمؤشرات الاستثمار.
- تتمثل مؤشرات الاستثمار في متغيرات السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي.

4-أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى :

- توضيح ومعرفة وزن كل مؤشر في عملية اتخاذ قرار الاستثمار في السوق المالي.
- إبراز الآليات والأساليب المساعدة على اتخاذ القرار.

محاولة بعث نوع من الرشادة و الأمثلة أثناء التعامل في السوق المالي.
الضبط والتحكم في السلوكيات التي يتحلّى بها السوق المالي من جهة ومن جهة أخرى بناء وإرساء القواعد والقوانين التي يعتمد عليها المستثمر.

5- أهمية الموضوع :

- يمكن إدراك أهمية هذا البحث من خلال الجوانب التالية:
- هذا البحث يتضمن المحاولات الجديدة من ناحية استخدام الأدوات الكمية.
- محاولة الاطلاع على واقع الأسواق المالية.
- إدراك مدى حساسية الأوراق المالية للتقلبات المالية والاقتصادية.
- تعزيز القدرة الاستثمارية للمستثمر في البورصة.
- تقليص حجم بين القيم الحقيقية والقيم المقدرة.

6- حدود الدراسة :

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على واقع الاستثمار في الأوراق المالية، مع التطرق السوق المالي مشيرين بذلك للبورصة فقط، ذلك أن السوق المالي بوجه عام تشمل السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال، تجرى الدراسة في بورصة الكويت كميدان وفقا لمعطيات سنوية للفترة الممتدة 2005 إلى 2009، أما عن اختيار فترة الدراسة فقد تم وفقا للمعطيات المتاحة.

7- مبررات اختيار الموضوع :

يأتي في مقدمة المبررات التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع إلى مبررين أحدهما ذاتي والآخر موضوعي.

أ-المبررات الذاتية :

تعتبر الأسواق المالية المحرك الأساسي لطرق التمويل الحديثة، فالمستثمر المالي له دور محوري في ذلك، إلا أنه بالرغم من تزايد أهمية الاستثمار في الأوراق المالية فإنه ثمة عدة تساؤلات، تتعلق بحجم الخطورة التي يمكن أن تزامن الاستثمار ، إضافة إلى ذلك الرغبة في التوصل إلى قرارات رشيدة في الاتجاه المرغوب فيه، وبالتالي اقترحنا هذا الموضوع بهدف التقليل من حجم المخاطر.

ب) المبررات الموضوعية :

- محاولة التحكم بأكبر عدد ممكن في الظواهر المالية باستعمال الطرق والنماذج الرياضية، بهدف تحقيق أعلى معدلات من الربحية عند أدنى مستوى ممكن من المخاطر
- إبراز الدور الإيجابي للأسواق المالية وما يمكن أن يقع في هذه الأخيرة من مخاطر .
- توجيه القرارات المالية نحو الأمثلية.

8-منهج الدراسة :

بناء على ما يتطلبه الإشكال المطروح وقصد التماس الأهداف المرجوة، ومحاولة الإلمام بأهم الجوانب الموضوعية ويهدف رصد أهم الوقائع التي تحدث في السوق المالي سواء كانت على مستوى السوق بحد ذاته أو على مستوى المستثمر المالي، نستخدم إحدى المناهج التي تتطلبها الدراسات الاقتصادية ، وعليه فإن المنهج المستخدم يكون وصفيًا، في ما يخص تحليل ظروف وسلوك السوق المالي، بما فيها المستثمر المالي والتطرق إلى أهم النظريات التي أشارت إلى ذلك، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى نحاول استخدام أسلوب دراسة حالة معتمدين في ذلك على أحد النماذج الرياضية والتحليلية.

9-الدراسات السابقة :

في حدود علمنا هناك العديد الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا النوع من المواضيع ولكن ما وقع بين أيدينا من الدراسات ما يلي :

- M.S.Mendi M.Guertler (أساتذة بجامعة برنول) تحت عنوان تعظيم المحفظة: النموذج المتوسط -
- تباين ماركوفيتز من المنظور التقني "قسم العلوم الرياضية"، جامعة برونل إكسبردج، بريطانيا، نوفمبر 2001 .
- دراسة " Bouine Moez et Ouchem Skander" بعنوان "تسيير المحفظة تطبيق على المؤشر BVMT" (جامعة قرطاج 2001/11/07)

- توجد كذلك بعض الدراسات بشأن بورصة القيم المنقولة على غرار أطروحة الدكتوراه : محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، المدرسة العليا للتجارة -الجزائر- 1998-1999.

- عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالة بورصتي الجزائر وباريس - جامعة الجزائر، 2006-2007.

- عبد الحميد البوحدي (أستاذ مساعد في المالية - جامعة مراكش-المغرب) تحت عنوان: التطاير الشرطي للقيم الأكثر نشاطا في بورصة الدار البيضاء، جامعة مراكش المغرب.

10- الأدوات المستعملة في الموضوع:

اعتمدنا في هذا البحث على التقارير السنوية لبورصة الكويت ابتداء من سنة 2005 إلى غاية 2009، وتمت معالجتها ببرنامج EVIWS، وبهدف اختبار مدى صلاحية النموذج للاختبار عند مستوى الدلالة استعملنا جملة من الاختبارات الإحصائية سترد في الفصل التطبيقي.

11- هيكل البحث:

تم تناول الموضوع من خلال ثلاثة فصول، فصلين نظريين والثالث تطبيقي على النحو التالي:

الفصل الأول : الإطار المفاهيمي للاستثمار

أشار هذا الفصل بوجه عام إلى مفهوم الاستثمار وبوجه خاص تعرض إلى الاستثمار في الأوراق المالية، مبرزا أهم القواعد والاستراتيجيات المتعلقة بترشيد القرار.

الفصل الثاني : ماهية البورصة

يكرس هذا الفصل، لعرض مفهوم البورصة، باعتبارها مناخا للاستثمار المالي، كما تم التطرق إلى خصوصيات السوق المالي معتمدين في ذلك على استعراض أهم المؤشرات التي تساعد على ترشيد القرار، حتى يكون في الاتجاه المرغوب فيه، مع التعرض إلى الأزمة المالية العالمية كأحد النماذج الناتجة عن سوء اتخاذ القرار.

الفصل الثالث : دراسة حالة

تناول هذا الفصل واقع سوق الكويت للأوراق المالية كنموذج للدراسة من ناحية المقاربة السوقية للمتغيرات اعتمادا على نموذج رياضي، يبرز العلاقة بين متغيرات السوق ومتغيرات الاقتصاد الكلي، مع صافي الأرباح التي يحققها المستثمر، إلى جانب المقاربة القطاعية انطلاقا من المؤشرات المالية والمحاسبية الناتجة عن كل قطاع مدرج في السوق خلال فترة الدراسة 2005-2009.

تمهيد:

تتعلق ظاهرة الاستثمار في الأوراق المالية بعنصرين أساسيين : العائد المنتظر والمخاطرة، إذ يسعى المستثمر إلى تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تحقيق مستوى معين من العائد عند أقل مستوى من المخاطرة. فهدف المستثمر من خلال توظيف أمواله الآنية دائما هو الحصول على تدفقات أكبر مستقبلا، فما عليه إلا أن يقوم بعملية شراء الأوراق المالية عند انخفاض أسعارها والقيام بعملية البيع عند ارتفاع أسعارها، وفي هذا الأثناء عرفت النظرية المالية تطورا هاما مع زيادة التحديات التي تواجه المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، كزيادة حدة المنافسة، ارتفاع معدلات التضخم، التقدم التكنولوجي، التكلفة العالية للمعلومات، زيادة التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي... الخ.

إذن انطلاقا من المعطيات السابقة ارتأينا أن نخصص هذا الفصل للتعريف بالاستثمار وظروفه، مراحلها، الاستراتيجيات المناسبة، أهم القواعد والمبادئ المساعدة على اتخاذ القرار، بالإضافة إلى إبراز دور وأهمية المعلومة المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري من خلال أهم السياسات الواجب على المستثمر مراعاتها عند الاستثمار، مع التطرق إلى المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ومصادرها.

المبحث الأول : مفهوم الاستثمار في البورصة.

المطلب الأول : مفهوم الاستثمار.

يعتبر مفهوم الاستثمار واسع، فهو بذلك يشمل عدد كبير من الأنشطة. وكثيرا ما يشير هذا المصطلح إلى استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الاستثمار، وكما يمكن القول بأن الاستثمار في بعض الأوراق المالية تساعد المستثمر على التحوط ضد المخاطر الناتجة عن التقلب في أسعار الأوراق المالية مثل اختيارات البيع والشراء Puts and calls والعقود المستقبلية وعقود المبادلة، إضافة إلى ذلك الاستثمار التقليدي في الأصول الحقيقية الملموسة.

إذن يمكن تعريف الاستثمار بأنه: " استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائدا في المستقبل، معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر".¹

كما قدم عبد الغفار حنفي مفهوم الاستثمار بأنه : "إرجاء الاستهلاك لفترة مستقبلية".²

و يمكن تعريفه أيضا بأنه التضحية بأموال آنية أملا في الحصول على تدفقات مستقبلية.

يشمل الاستثمار نوعين من الأصول تتمثل في: أصول حقيقية و أصول مالية، التي تعبر عن الحقوق لحاملها اتجاه مصدر هذه الأوراق المالية (مثل الجهات الحكومية أو مشروعات الأعمال)، ونستنتج من خلال ذلك بأن الورقة المالية هي دليل الملكية للمستثمر بحيث تحدد الحقوق القانونية للملكية في إجمالي أصول الجهة المصدرة لها.

تتوقف عملية اتخاذ قرار الإستثمار على اختيار الأوراق المالية المتعددة وكمية الأموال المستثمرة والتوقيت المناسب.

تشير الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار إلى أن بيئة الاستثمار تتميز بالعديد من الخصائص من شأنها أن تؤثر على اتخاذ القرار.

تتميز بيئة الاستثمار في أغلب الأحيان بدرجة جد مرتفعة من عدم التأكد، فعادة ما يقوم المستثمر بشراء أصول مالية مختلفة أملا في الحصول على تدفقات وعوائد معينة مستقبلا، إلا أن ذلك قد لا يتحقق بالمرّة الواحدة، لأن مجال الاستثمار يحتمل فيه أن يكون العائد الفعلي على الأصول ذات الخطورة مختلفا عن العائد المتوقع.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007 ، ص15.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص18.

وقد يعود السبب في ذلك إلى عدم دقة التوقعات والتقديرات، الأمر الذي يجعل بعض المستثمرين يلجئون إلى الاعتماد على نماذج كمية معقدة بهدف التنبؤ بالإيرادات المتوقعة، ويلجأ البعض الآخر إلى الخبرات السابقة التي تتمتع بالتجربة في الميدان، إلا أن توقعات جميع المستثمرين، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات تكون في كثير من الحالات غير سليمة وخاطئة، خاصة أن الجميع يبنون قراراتهم الاستثمارية اعتماداً على البيانات التاريخية للتنبؤ بالمستقبل.

يتضح مما سبق بأن مناخ الاستثمار تسوده ظروف عدم التأكد، تحكمه خصائص سياسية واجتماعية واقتصادية، ذلك أنها تؤثر جميعاً إما في نفس الوقت أو في أوقات مختلفة على القرار الاستثماري، لذا يجب التحكم الجيد في هذه الظروف والخصائص، والجدير بالذكر هنا أنه من بين التقنيات الحديثة في مجال اتخاذ قرارات الاستثمار ما يعرف بالشبكات العصبية والنظم الخبيرة.

1- الاستثمار في الأسواق المالية العالمية

لقد فرضت العولمة الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية، بحيث انتشر الاستثمار العالمي أو الكوني بدرجة كبيرة مع نهاية القرن العشرين.

إذ ظهرت فرصة الاستثمار في أسواق تختلف باختلاف خصوصية اقتصاد البلد، ولم يعد المستثمر محصوراً فقط في الاستثمار المحلي، في الوقت الذي تشهد فيه الأسواق المالية الأجنبية نمواً متسارعاً، وفر الكثير من المستثمرين فرص زيادة العائد والتقليل من المخاطرة في ميدان الاستثمار الدولي.

فعلى سبيل الذكر، يمكن القول بأن الأسواق المالية العالمية تتوزع حسب الدول المنشئة لها، فهناك أسواق الدول المتقدمة مثل: اليابان والدول الأوروبية المتقدمة، إضافة إلى ما يعرف بالأسواق الناشئة مثل: أسواق سنغافورة و أندونيسيا، تايلاندا وأسواق دول أوروبا اللاتينية، حيث تتميز هذه الأسواق بارتفاع العائد والمخاطر المرتفعة في ذات الوقت.

2- أسباب تطور ونمو الاستثمار في الأسواق العالمية :

يرجع تطور ونمو الاستثمار في الأسواق العالمية إلى مجموعة من الأسباب نورد البعض منها في ما يلي³ :

أ - اهتم المستثمر وبالذات المستثمر الأمريكي بالأسواق العالمية لأن العديد من الشركات الأمريكية الكبرى التي يتكون منها مؤشر ستاندرد أند بور Standred and Poor (وهو أحد أهم المؤشرات الأمريكية) تحقق نسبة كبيرة من أرباحها نتيجة لنشاط الاستثمار الأجنبي مثل شركات كوكاكولا وموبل... الخ، وبالتالي فإن المستثمر الذي يعتقد أنه قام بشراء أسهم شركات أمريكية يجد أن أرباحه قد تأثرت بشكل كبير بما حدث في الأسواق الأجنبية التي تعمل فيها هذه الشركات.

ب - شهدت أسواق المال الأمريكية تدفق عكسي من رؤوس الأموال الأجنبية التي اتجهت نحو شراء الأوراق المالية الأمريكية حيث أظهرت الدراسات أنه خلال عام 1998 وحده كانت حوالي 30% من سندات الخزانة الأمريكية القائمة في ذلك العام مملوكة لمستثمرين أجنبى تؤثر قراراتهم بالطبع على البورصات الأمريكية.

ت - حققت أسواق المال الأجنبية معدل عائد أعلى من العائد المحقق في الأسواق الأمريكية مما مثل دافعا قويا لاتباع المستثمرين نحو هذه الأسواق.

ث - يساعد إضافة أوراق مالية أجنبية إلى محفظة المستثمر على تقليل مخاطر المحفظة وهو ما يعرف بالتنوع.

3- الاستثمار عبر الانترنت :

لقد ساهمت شبكة الانترنت بشكل كبير في تغيير مناخ الاستثمار في زمن جد قياسي، لذلك يجب أخذ قيد الانترنت بعين الاعتبار أثناء اتخاذ القرار الاستثماري، بحيث يستطيع المستثمر الحصول على كم هائل من المعلومات المتنوعة والمتعلقة بالورقة المالية والأسواق المالية التي تتداول فيها هذه الأخيرة، إضافة إلى ذلك إمكانية المتاجرة في الأوراق المالية بيعة و شراء بشكل سريع وبأقل تكلفة ممكنة مع متابعة التغيرات في الأسعار لحظة بلحظة.

إذن يمكن القول بأن الانترنت قدمت الكثير و لا زالت في شأن المعلومات المالية المتاحة للجميع، إذ بذلك أتاحت فرصة الاستثمار للمستثمر حيث ما كان وحيث ما وجد.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق ذكره ص، ص27-28 .

4- ظاهرة المستثمر المؤسسي :

يوجد في الواقع مجموعتين من المستثمرين، فالمجموعة الأولى تتمثل في المستثمرين الأفراد والمجموعة الثانية في شكل مستثمر مؤسسي، هذه الأخيرة تشمل أقسام الاستثمار في البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين ويقع على رأس هذه المؤسسات فئة متميزة من مديري الاستثمار الذين يتمتعون بالكفاءة والخبرة.

يسيطر المستثمر على نسبة كبيرة من إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية، فصناديق الاستثمار تمثل الأهم في مجموعة المستثمرين المؤسسين، خاصة في مجال الاستثمار في الأصول المالية.

يرتبط المستثمر الفردي بالمستثمر المؤسسي من جانبيين، بحيث يكون المستثمر الفردي هو المستفيد الأول من نشاط وقرارات المستثمر المؤسسي، مادام يوجد عدد كبير من المستثمرين الأفراد يستثمرون بشكل غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية ولكن الجانب الآخر يتنافس فيه كل من المستثمر الفرد مع المستثمر المؤسسي متمثلاً في امتلاك وإدارة المحافظ الاستثمارية⁴ ضف إلى ما سبق المستثمر المؤسسي في الحقيقة ما هو إلا مستثمر محترف يمتلك موارد ذات حجم كبير وخبرات متعددة، بإمكانه احتكار معلومات لا يستطيع المستثمر الفرد الحصول عليها عادة، لذلك يرى البعض بأن فرصة المستثمر الفرد عادة ما تكون محدودة إلا إذا تميز السوق بنوع من الكفاءة.

إن منطق الاستثمار في الأوراق المالية لن يكون سليماً إلا إذا تم عن طريق مجموعة من المراحل وهي موضوع المطلب الثاني.

المطلب الثاني : التقنيات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية

1- مراحل الاستثمار في الأوراق المالية :

لقد بينا في ما سبق مفهوم الاستثمار مشيرين في ذلك إلى العوامل المتحكمة في هذا الأخير، فيمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى مراحل نورد أهمها في ما يلي⁴ :

أ - تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية؛

ب- تحديد مستوى الخطر الملائم؛

ج- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حده؛

⁴ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص16.

د- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية؛
هـ- تقييم ما تم تحقيقه.

أ- تحديد الأهداف :

إن تحديد الأهداف من عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعد أولى الخطوات، ذلك أنها تساعد توجيه عملية الاستثمار في الاتجاه المرغوب فيه، الأمر الذي يؤدي إلى تركيز كل الجهود على جانب واحد وبالتالي تفعيل النتائج المحققة.

ب- تحديد مستوى الخطر الملائم :

يعتبر تحديد الهدف من الاستثمار بدقة من أعقد المسائل، طالما أنها تتميز بدرجة كبيرة من الحساسية، بحيث يتوقف القرار على تشكيلة الأصول التي تكون حافظة الأوراق المالية، بحيث يرى البعض بأن المستثمر الذي يرغب في تجنب المخاطر يسعى إلى تشكيل المحفظة أغلبيتها سندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر يشكل محفظة أغلبيتها أسهم.

ولهذا يمكن للمحفظة المالية أن تحوي أكثر من نوع من الأوراق المالية في سبيل تحقيق أكبر عائد ممكن عند مستوى ملائم من الخطر.

ج- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية :

يجب إلقاء الدراسة التحليلية و التقييمية على الورقة المالية المراد الاستثمار فيها سواء كانت سندا أو سهما، بهدف معرفة العائد والخطر الذي تحويه الورقة.

د- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية :

تعتبر هذه المرحلة تعد من أصعب المراحل وأعقدها، بحيث أن المستثمر الذي وفق فيها يمكن القول عنه مستثمر يتميز بنوع من الرشادة والعقلانية في الاختيار، ذلك أن الأمر يتطلب نوعا من الذكاء الاستثماري، بحيث يتم إدخال الأوراق التي تتميز أسعارها نوعا ما بالاستقرار والثبات.

هـ- تقييم ما تم تحقيقه :

يتم في هذا السياق مقارنة النتائج المحققة مع النتائج المقدرة بهدف معرفة حجم الانحراف، فكلما كان حجم الانحراف ضئيلاً كلما كان الأمر جيداً.

يتضح مما سبق فإن الموقف الشخصي للمستثمر، له دور محوري ورئيسي في شأن اتخاذ القرار، وهو أحد اهتمامات المالية السلوكية التي تبحث في الجانب السلوكي والنفساني للمستثمر باعتباره أحد قيود المسألة الاستثمارية.

تتضمن سياسة الاستثمار أولاً تحديد الأهداف وتعيين قيمة الثروة التي يمكن توجيهها لعملية الاستثمار، بحيث يوجد دليل رياضي يشير إلى أنه يوجد ارتباط موجب بين الخطر والعائد، إذ يجب تعريف المجموعات المرتقبة من الأصول المالية.

في هذا الصدد يجب القيام بتحليل الأوراق المالية، بحيث يتم تحديد الأوراق التي تتعرض أسعارها للتذبذب من إجمالي الأصول المالية.

2- تحليل الأوراق المالية :

في الواقع توجد عدة مداخل لتحليل الأوراق المالية ولكن في هذه الحالة سنركز على مدخلين :

أ - التحليل الفني :

يتضمن دراسة الأسعار السوقية للسهم بهدف التنبؤ بتحركات السعر مستقبلاً، بمعنى ذلك ينطلق من معلومات تاريخية سابقة بهدف التنبؤ بالمستقبل.

في بداية الأمر يتم معاينة وفحص الأسعار السابقة، محاولاً بذلك التعرف على الأنماط المتكررة لتحركات الأسعار، بعد ذلك يتم تحليل الأسعار في الأزمنة القريبة إلى الحاضر، بهدف تعيين الاتجاهات التي تتقارب وتتشابه مع الاتجاهات في الفترات السابقة، وهذا يستند إلى فرضية أساسية مفادها أن الأحداث التي حدثت في فترة سابقة ستكرر نفسها مستقبلاً.

فموضوع التحليل الفني يشير إلى النقاط التالية :

- القيمة السوقية للسهم تحددتها قوى العرض والطلب.
- يتحكم في قوى العرض والطلب عوامل متعددة منها ما هو رشيد والآخر غير رشيد.
- المتغيرات التي تتحكم في العرض والطلب يعطي لها السوق لكل منها وزناً.

- سلوك أسعار الأسهم عادة ما تميل إلى التحول في اتجاه معين وتبقى على ذلك لفترة طويلة من الزمن، باستثناء التذبذبات الطفيفة التي تحدث في الأسعار من وقت إلى آخر.
- إن التغير في قوى العرض والطلب يسبب أساسا في تغير اتجاه أسعار الأسهم.

إن هذا النوع من التحليل يحتوي على مجموعة من الأدوات تدعى بـ :

أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق⁵ :

تمكن هذه الأدوات من قياس القوة النسبية للسوق ومن خلالها يمكن تحديد اتجاه الأسعار.

وتوجد ثلاثة مقاييس نوردتها كما يلي :

مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين: وهو مؤشر عن اتجاه الحركة المستقبلية لأسعار الأسهم فعلى سبيل الذكر:

* مؤشر بارون :

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \dots\dots\dots (1)$$

فإذا كانت قيمة مؤشر الثقة في زيادة، فإن ذلك يعني أن الحالة الاقتصادية بشكل عام جيدة وأن أسعار السوق مستقبلا سوف تتجه نحو الارتفاع ويؤكد على الوقت الملائم للشراء قد حان، أما إذا كانت قيمة المؤشر في تناقص فإن ذلك يعني بأن الحالة الاقتصادية العامة غير جيدة وأن أسعار العوامل الأخرى، مثل حجم السيولة المتوفرة.

* مؤشر المستويات العليا والدنيا :

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{R}{R + R^*} \dots\dots\dots (2)$$

R: يمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى لم تصل إليه من قبل.

R*: يمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

فإذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح، فإن ذلك يدل على أن عددا كبيرا من الأسهم ارتفعت أسعارها بشكل لم تصل إليه من قبل.

⁵ سعيدة تلي، التنبؤ بالمرردية لتسيير الحافظة المالية دراسة قياسية للأسهم المسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص25 .

أما في حالة ما إذا كانت قيمة المؤشر أقل من 100% فذلك يعني بأن مرحلة التدهور في الأسعار قيد الانتهاء، وإذا كانت قيمة المؤشر أكبر من 90% فإن ذلك يشير إلى بلوغ حالة الارتفاع في الأسعار إلى أقصى قيمة بعد هذا الحد مباشرة تؤول إلى الانخفاض.

إذن يمكن القول بأن المؤشر يوفر للمستثمر المعلومات المتعلقة بشأن التوقيت المناسب لاتخاذ قرار الاستثمار سواء تعلق الأمر بالشراء أو بالبيع.

***مؤشر الارتفاع والانخفاض :**

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عائد الأسهم التي حققت صعودا}}{\text{عائد الأسهم التي حققت صعودا أو نزولا}} \dots\dots\dots (3)$$

عندما تكون النسبة أكثر من أو تساوي 60% فإن ذلك يعبر عن قرب الاتجاه الصعودي للسوق من نهايته، أما إذا كانت النسبة مساوية لـ 35% فإن هذا يدل على قرب الاتجاه النزولي وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع.

-مقياس وجهة النظر المضادة :

ينطلق هذا المقياس من نظرية اعتقاد مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية غير صائبة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في مرحلة التحول، وللخروج من هذا المشكل يجب معرفة قرارات المستثمرين وعلى ضوءها تسن قرارات عكسية.

ويعتبر مؤشر توازن الكميات الكسرية كمقياس من مقياس وجهة النظر المضادة.

$$\text{توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}} \dots\dots\dots (4)$$

فإذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد الصحيح، فإن ذلك يدل على أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم.

كما أن صغار المستثمرين تصلهم المعلومات متأخرة، ومن ثم اتخاذ لقرارات استثمارية خاطئة يصبح أمرا محتملا، بحيث لا يستجيبون بالسرعة المطلوبة لورود المعلومات.

فاتخاذ قرار الشراء عادة ما يكون عندما تكون الأسعار وصلت أو على الأقل اقتربت إلى أعلى مستوى ممكن لها.

-مقياس المستثمر المحترف : يشير هذا المقياس إلى نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين بحيث تقيس

المبيعات على المكشوف للمتخصصين إلى إجمالي المبيعات على المكشوف.

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}} \dots\dots\dots (5)$$

يبلغ المتوسط التاريخي لهذه النسبة 55 % ، وفي حالة ما إذا وصلت هذه الأخيرة إلى ما يقارب 66 % فإن هذا يشير إلى احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما إذا بلغت النسبة 65 % فإن الأسعار ستخضع بشكل مؤكد وعندما تكون 44 % فإن الأسعار ستؤول نحو الصعود.

إذن يمكن القول بأن هذا المؤشر يفيد في معرفة التوقيت المناسب للاستثمار.

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}} \dots\dots\dots (6)$$

إن هذا المؤشر تتراوح قيمته ما بين الصفر والواحد فكلما اقترب المؤشر من الصفر دل على أن الأسعار ستخضع، أما إذا كانت قيمة المؤشر تقترب من الواحد الصحيح فإن الأسعار ستتحج نحو الصعود.

كما أن راسمي الخرائط يعتقدون بأن التغير في سعر السهم عادة ما يأخذ طابعا خاصا أو مميزا يمكن من خلاله التنبؤ بوضعية الأسعار مستقبلا من خلال :

- مؤشر القوة النسبية : التي يعبر عنها بسعر السهم إلى مؤشر الصناعة الذي تنتمي إليه المؤسسة.
- خرائط الأعمدة البيانية.

-نظرية داو والتحليل الفني :

يمكن تصنيف نظرية " داو " ضمن النظريات الكلاسيكية للتحليل الفني، ومرد اسم هذه النظرية إلى صاحبها " جارلس داو " الذي نسب إليه داو جونز لمتوسط الصناعة، واشتهرت النظرية بفضل صاحبها حين قام بالتنبؤ بأزمة سوق رأس المال الواقعة في 29 أكتوبر 1929 التي انبثقت عنها أزمة الكساد العالمي، ويتمثل فحوى النظرية بأن الورقة المالية تكتسي ثلاث مستويات من الأسعار وهي⁶ :

المستوى الأول التقلبات اليومية : تقلبات سعرية تقع من يوم إلى آخر.

المستوى الثاني حركة سعرية ثانوية : وهي تغيرات سعرية متوسطة، تطرأ من أسبوعين إلى شهر، أو أكثر، ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بعض الشهور، إلى غاية حدوث تغير ثانوي آخر.

⁶ عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007، ص190.

المستوى الثالث الاتجاه الأساسي والجوهري : وهي تغيرات سعرية، تمثل جميعا لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية، على مدار أربع سنوات و أكثر، لإصدار حكم على السوق أنها سوق صعودي أو نزولي.

ب- التحليل الأساسي :

إن هذا النوع من التحليل مبني على فرضية أن القيمة الحقيقية أو القيمة الذاتية لأي أصل مالي تكون مساوية للقيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية التي يتوقعها حائز الأصل. وانطلاقا من ذلك يحاول المحلل الأساسي أن يتنبأ بقيمة ووقت التدفقات النقدية ثم بعد ذلك يقوم بتحويل هذه الأخيرة إلى القيم الحالية المقابلة باستعمال معامل الخصم بحيث يكون مناسباً لخصم التوزيعات، وهذا مع ضرورة قيام المحلل بالتنبؤ بتوزيعات السهم مستقبلا. بعد تحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم مقارنتها بسعر السهم السوقي بهدف معرفة ما إذا كان السهم تم تسعيره بطريقة عادلة أم لا ، فإذا كان سعر السهم أكبر من القيمة الحقيقية للسهم يمكن القول بأن هناك مغالاة في سعر السهم أو قيمة السهم، أما في الحالة العكسية يمكن القول بأن هناك قصور في سعر أو قيمة السهم.

يعتبر اتجاه الاختلاف بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية من المعلومات الهامة التي يستند عليها المحلل في الوصول إلى اقتناع بأن هناك خلل في تسعير السهم، ويؤمن المحللين الأساسيين بأن مثل هذا الخلل يتم تصحيحه بواسطة السوق في المستقبل بمعنى أن أسعار السهم ذات السعر القاصر سترتفع بدرجة كبيرة، في حين أن أسعار الأسهم ذات السعر المغالى فيه سيتم انخفاضها بدرجة كبيرة من خلال حركة وحجم التعامل في السوق.⁷

نلاحظ بأن التحليل الأساسي يقوم بتحليل البيانات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بأرباح المؤسسة مستقبلا، وتعتبر المعلومات الأساس في تحديد سعر الورقة المالية.

نلجأ إلى التحليل الأساسي في حالة الإطلاع على المستقبل، إذ نسعى إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية. وفي هذا السياق، يستحسن ويفضل المحللون الانطلاق من تحليل الظروف والوضعية الاقتصادية للبلاد متجهين نحو ظروف ووضعية المؤسسة مجد ذاتها، ويطلق على هذا الأسلوب بالتحليل الكلي الجزئي أي من الكل إلى الجزء ويتميز هذا التحليل بتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، معدلات الفائدة، أسعار الصرف، الناتج الإجمالي الداخلي... إلخ) وآثارها المتوقعة والمحتملة على السوق المالي، وآثارها أيضا على الجانب القطاعي بهدف معرفة الصناعات الواعدة من غيرها، وفي هذا الجانب وبشكل تفصيلي أكثر ودقيق يتم معرفة المستقبل الواعد للمؤسسات المدرجة في القطاع، ومن ثم يتم اتخاذ القرار بشأن اختيار الورقة المالية المراد الاستثمار فيها، كما يستعمل أيضا بعض المحللين التحليل الجزئي الكلي أي من الجزء إلى الكل في حين أن أغلبية الباحثين يميلون إلى

⁷ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 1997، ص13

المدخل الأول بحجة أن معرفة القطاع الواعد ضرورة بالغة الأهمية نحو تحقيق الهدف المرسوم، بعد ذلك يتم اختيار أحسن المؤسسات داخل القطاع.

ينتقد المدخل الأول من طرف أنصار المدخل الثاني، بحجة أنه هي حالة اتخاذ المدخل الأول يمكن أن تتخطى و يهمل مؤسسة ما، قد يكون مستقبلها واعد وأدائها ممتاز، لكن لظروف خاصة جعلت هذه المؤسسة تنتمي إلى قطاع لا يقع في خانة الاختيار بسبب منهج التحليل المتبع، وبالمقابل ينتقد المدخل الثاني في تحليله كون أن المؤسسة التي يكشف التحليل عنها، ربما لا تكون هي الأفضل نظرا لوجود مثيلتها . وعلى العموم نجد بأن لكل مدخل خصائصه ومميزاته، وكلاهما مكمل للآخر.

يتضح من خلال ما سبق بأن التحليل الأساسي يهتم بالتحليل الاقتصادي، الذي يركز على تحليل السياسة الضريبية والمالية كسبيل للمساعدة على التقدير واتخاذ القرار ويمكن اللجوء إلى الجدول أدناه بهدف توضيح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وسوق الأسهم.

الجدول رقم (1) : يوضح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وسوق الأسهم

سوق الأسهم	المتغيرات الاقتصادية
تأثير إيجابي على سوق الأسهم بينما الانخفاض له تأثير سلبي على سوق الأسهم.	نمو في الناتج القومي الحقيقي
يعبر هذا المؤشر على انخفاض مبيعات النشاط مما يؤثر بالتالي على سوق الأسهم.	زيادة البطالة
لمعدل التضخم المرتفع تأثير ضار على سوق الأسهم لأنه يؤدي إلى تآكل وانخفاض مضاعف السعر/الربحية للسهم.	معدل التضخم

.../...

.../...

يعتبر مؤشرا على أن النشاط يتحرك نحو التوظيف الكامل ويعتبر لهذا تأثير إيجابي على سوق الأسهم.	انخفاض البطالة
---	----------------

أرباح الشركة	الزيادة في أرباح الشركة يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
معدل الفائدة	توجد علاقة ارتباطية قوية بين معدلات الفائدة وسوق الأسهم. فانخفاض معدل الفائدة له تأثير إيجابي على سوق الأسهم بينما زيادة معدل الفائدة يؤدي إلى تأثير سلبي على سوق الأسهم.
العرض من النقود	زيادة العرض النقدي له تأثير إيجابي على الاقتصاد وعلى سوق الأسهم. بشرط ألا يؤدي إلى حالة تضخمية. بينما نقص المعروض من النقود له تأثير سلبي على الاقتصاد وسوق الأسهم.
مدى قوة العملة المحلية	متانة أو قوة العملة المحلية له تأثير إيجابي على سوق الأسهم مما يكون له تأثير على الاستثمارات الأجنبية، بينما ضعف العملة المحلية له تأثير سلبي على سوق الأسهم لأن ذلك لا يشجع على الاستثمارات الأجنبية.

المصدر : عبد الغفار حنفي، مرجع سابق الذكر، ص 219

يتضح جليا من خلال الجدول بأن سوق الأسهم يمكن أن تتحكم فيه مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، إذ يجب على أصحاب اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم أخذها بعين الاعتبار وخاصة عند إرساء النماذج الرياضية.

وبالتالي يمكن القول بأن عملية تقدير اتجاه الظروف الاقتصادية مرحلة مهمة في عملية اتخاذ قرار الاستثمار واختيار الأسهم.

3- التحليل على مستوى الصناعة أو النشاط :

من المحتمل أن تمر الصناعة بفترات الكساد وفترات الراج، ولا شك بأن تكون المؤسسات داخل القطاع متباينة ومختلفة من ناحية مستوى الأداء، ففي حالة ما إذا اتجهت أسعار الأسهم نحو الانخفاض في مجال صناعة معينة فمن المعقول أن يكون الاستثمار في الأسهم عندما تظهر بوادر تَوَشُر وتدل على زوال الكساد أين تكون معدلات الفائدة في أدنى مستوياتها⁸.

⁸ لأن تكلفة الاقتراض (معدل الفائدة) للحصول على السيولة يشجع على شراء الأسهم.

أثناء مرحلة النمو والرواج فإنه من باب الأمثلة و الرشادة الاستثمار في الأسهم الصادرة عن المؤسسات المنتجة للسلع الاستهلاكية المعمرة، أو المؤسسات المنتجة للسلع الرأسمالية، ذلك أن حجم المبيعات يزداد أثناء حالات التوسع والنمو.

في الواقع يتعين على المستثمر دراسة وتحليل النماذج الخاصة بدورات النشاط ومميزات كل دورة بهدف تمكينه من معرفة الوقت المناسب لشراء الأسهم الصادرة عن مختلف الصناعات.

4- التوجه نحو الصناعات المستقرة :

يمكن تقسيم الصناعة إلى نوعين، صناعة موسمية وصناعة غير موسمية فيعتبر مؤشر التقلب في الأسعار معيارا للتمييز بينهما، فالصناعة الموسمية أقل تقلبا في أسعار أسهمها.

5-تحليل المؤسسة :

انطلاقا من أن التحليل الأساسي مبني على فرضية أساسية، هي أن سعر السهم للمؤسسة يتأثر بمستوى أداؤها، بعدما يتم تحديد الصناعات الأكثر استقطابا للاستثمار في أسهمها، يقوم المحلل المالي بتشخيص وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة بهدف اختبار الراحة المالية للمؤسسة المصنفة في القطاع، فأى توقع للتغير في ربحية المؤسسة على المدى الطويل من شأنه أن تكون له بصمات على مستوى سعر السهم ومنه على قرار الاستثمار في هذا الأخير، فإذا أشارت الاحتمالات والتوقعات إلى ارتفاع ربحية المؤسسة إلى أعلى مما هو مطلوب عن طريق مؤشر السهم، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع حجم الطلب على اسهم المؤسسة، الأمر الذي يدفع إلى ارتفاع الأسعار.

6-التحليل المقارن :

يخطأ بعض المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم ناتجة عن قطاع صناعي معين، شهد نمو معتبرا . فنمو القطاع لا يعني بالضرورة نمو جميع المؤسسات المدرجة فيه، وعليه يجب على المستثمر قبل اتخاذ قرار الاستثمار إجراء تحليل مقارن بين المؤسسات المنافسة داخل القطاع الصناعي، بهدف معرفة المؤسسات ذات الربحية العالية من غيرها.

7- اختبار مدى قوة المركز المالي للمؤسسة :

تعد إحدى الطرق المساعدة على القرار السليم للاستثمار، وفي هذا الصدد توجد مجموعة من المؤشرات والمصادر تقوم بنشر معلومات حول الوضعية والمركز المالي للمؤسسة.

فعلى سبيل الذكر لا الحصر نجد مجموعة من المصادر نوردتها كما يلي⁹:

-قائمة المركز المالي؛

-قائمة الدخل؛

-قائمة التغير في الأرباح المحتجزة.

هذه المصادر تعطي للمستثمر صورة معمقة عن الوضعية المالية للمؤسسة، إذ تجعله يقبل على شراء الأسهم الصادرة عنها أو يحجم عن الشراء.

تعتبر هذه المصادر المرآة العاكسة لوضعية الأصول والخصوم، آخذة بعين الاعتبار حجم المداخيل والأرباح المحتجزة لدى المؤسسة.

ومن بين الأساليب الأخرى المستعملة في تحليل الأوراق المالية حسب بعض وجهات النظر :

- مؤشر أو خريطة القوة النسبية :

يستعمل هذا المؤشر لاكتشاف مدة القوة النسبية للسهم، و يشير إلى أن درجة التقلب في أسعار الأسهم مختلفة، فهناك بعض الأسهم ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع نتيجة لارتفاع السوق، إلا أن أسعارها تستجيب ببطء باتجاه الانخفاض في حالة نزول السوق، فيطلق على هذا النوع من الأسهم المتميزة بهذا السلوك بأسهم ذات القوة النسبية، كما يمكن استعمال بعض الأساليب الأخرى لتحليل كمعدل المردودية على الاستثمار، واستعمال الرسوم والخرائط التي توضح المؤشرات المستعملة.

- حساب المتوسط المتحرك :

⁹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق الذكر، ص225.

هذه الطريقة مبنية على فرضية اعتقاد الفنيون بأن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لهذا يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لمدة كافية تمكنهم من إصدار الحكم على اتجاه حركة الأسعار على المدى الطويل، فإذا تم تشخيص ذلك تمكنوا من تحديد الوقت المناسب لا اتخاذ القرار.

-الخرائط :

إن استعمال الخرائط له دور كبير في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، وكثيرا ما يقوم الفنيون باستخدامها، مما يوضح لهم بشكل أدق أوقات الارتفاع والانخفاض والمدة.. الخ، والخرائط أنواع إما على شكل أعمدة أو شكل أو نقطة، ويستعمل كل نوع حسب الهدف الذي يسعى المحلل للوصول إليه.

المطلب الثالث : التخطيط الاستراتيجي للاستثمار في البورصة

1- استراتيجيات الاستثمار :

يشير الواقع إلى ضرورة ترشيد الاستثمار وتفصيله، ولتحقيق ذلك لا بد من رسم خطة مساعدة على اختيار الاستثمار واتجاه أسلوب في الشراء وتحديد المدة الزمنية اللازمة للاحتفاظ بالاستثمارات ضمن المحفظة الخاصة مع الأخذ بعين الاعتبار موعد البيع المناسب، هذا ما يطلق عليه بإستراتيجية الاستثمار.

بخلاف ذلك و إهمال الإستراتيجية فإنه يعتبر عمل بدون خطة ، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار الأموال بطريقة عشوائية دون إدراك لكيفية توظيف استثماراتك هدف تحقيق العائد المتوقع، فإستراتيجية الاستثمار تساعد على التقليل من حدة المخاطر التي يواجهها المستثمر وتشير الدراسات إلى أن تحقيق النجاح ذو الأجل الطويل للاستثمار على أسلوب تخصيص الأصول أو توزيعها على مجموعة من سبل و أدوات الاستثمار .

يمكن وضع إستراتيجية خاصة بمستثمر معين، بل للاختيار والبيع والشراء، فبمجرد أن تدرك وتفهم طريقة عمل هذه يجب تطوير الأساليب الأساليب، يمكن اختيار الأسلوب الأكثر ملائمة وتوجيه بالطريقة التي تناسب مع الأسلوب الخاص بالاستثمار.

يضع الخبراء و مستشارو الاستثمار في مؤسسات إدارة المحافظ عادة إستراتيجية الاستثمار من الأولويات ضمن قائمة الخدمات، بحيث يقوم المستشار بتوضيح عمل استراتيجيات الاستثمار المتعددة والمختلفة وغالبا ما يصاحب القرارات الإستراتيجية تبعات طويلة الأجل، ويشير أداء أسواق المال عبر التاريخ إلى أنه من الأفضل الاستثمار في الأسهم بدلا من الاستثمار في السندات والأدوات الاستثمارية الأخرى في الأجل الطويل، وكذلك يعتبر التنوع في الأصول إحدى الآليات التي تحمي المستثمر ضد المخاطر غير المرتقبة والمتوقعة.

توجد العديد من التوجهات في شأن الاستثمارات قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها كسبيل لزيادة معدلات الأرباح، إلا أنها في ذات الوقت تزيد من درجة احتمال المخاطر المكبدة للخسائر، وتتمثل تلك التوجهات في بيع الأوراق المالية المقترضة والشراء الهامشي والتداول في نفس الجلسة.

تعتمد على دراسة تقييمية لما قد سيحدث من تغيرات في أسواق الأوراق المالية خلال الأيام والأسابيع القليلة الماضية.

وحسب الدراسات المشار إليها بخصوص الاستثمار في المواقع الإلكترونية نجد¹⁰:

أ- الشراء الهامشي :

حينما يقوم بالشراء الهامشي، فإنه يفتح حسابا خاصا مع مؤسسة السمسرة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط الشراء الهامشي. وحينما يقوم بشراء أسهم جديدة من خلال هذا الحساب، يمكنه توفير جزء من المبلغ واقتراض الباقي إلى ما قيمته 50% من مؤسسة السمسرة الخاص بك ويطلق على المبلغ المقترض قرض هامشي وتسدد الفائدة المستحقة عليه، وإذا ما ارتفع سعر أسهمه الجديدة، يقوم ببيعها وسداد القرض الهامشي والحصول على الباقي، بعد خصم رسوم السمسرة وفائدة القرض.

تسمح هذه الطريقة بإمكانية تعظيم العائد إلى أقصى ما يمكن، في حالة ما إذا كان تسديد التكلفة من الأموال الخاصة، وفي حالة ما إذا انخفض سعر السهم، فيجب الانتظار بهدف التعرف على ما إذا كان سعر السهم سوف يرتفع مرة أخرى أم لا، أما من ناحية تكلفة القرض الهامشي فكلما طالت مدة الانتظار كلما ارتفعت تكلفة القرض، الأمر الذي يؤدي إلى اغتنام أي أرباح مستقبلية، أما إذا انخفضت قيمة الأسهم عن الحد الأدنى لنقطة معينة، بما يقابل نسبة مئوية محددة مسبقا من حقوق الملكية يمكن المؤسسة السمسرة المطالبة بإضافة مبلغ كافي إلى الحساب الهامشي بهدف رفع القيمة مرة أخرى إلى الحد الأدنى وهذا يعرف بطلب زيادة الضمان، وتتمثل حقوق الملكية الخاصة في الفرق بين القيمة السوقية للسهم ومبلغ القرض الهامشي.

تتم عملية بيع الأوراق المالية المقترضة عندما يشعر عملاء الشراء الهامشي بالتفائل، بحيث يتوقعون ارتفاع في الأسعار مستقبلا، وعندما يتوقعون انخفاض في الأسعار فإنهم يشعرون بالتشاؤم.

بهدف الاستفادة من الانخفاض المتوقع في حالة بيع الأوراق المالية المقترضة، يجب اقتراض حصص السهم من خلال آلية المقاصة والقيود المركزي والإيداع، بعد ذلك يتم بيع الأسهم المقترضة والحصول على المبالغ المالية التي يتم تحقيقها من خلال عملية البيع، وإذا حدث انخفاض في السعر وفقا للحسابات الخاصة فإنه من الممكن إعادة

¹⁰ Le 20/06/2010, <http://www.iinvest.org.eg>

شراء السهم بأقل سعر وإعادة الأسهم المقترضة إلى مؤسسة السمسرة، وبعد القيام بعملية تسديد الفائدة والعمولات، يتوقع تحقيق أرباحا كبيرة من خلال عملية البيع المبدئية للأسهم.

على الرغم من ذلك يمكن أن يكون للإستراتيجية تأثيرا عكسيا في حالة ما إذا ارتفع سعر الأسهم بدلا من الانخفاض أو حتى ولو حدث استقرار في أسعار الأسهم لفترة زمنية طويلة.

ب- طريقة التداول :

يقوم بعض المستثمرون باستخدام إستراتيجية التداول في ذات الجلسة سعيًا وراء شراء الأسهم نظرا لارتفاع سعرها خلال الجلسة، ويعتمد نجاح الإستراتيجية على اتخاذ القرار في الوقت المناسب، بحيث يتطلب التداول في ذات الجلسة اهتماما مستمرا، الأمر الذي يؤدي إلى استقرار النتائج المقدرة، لا سيما في الأسواق المتميزة بالتقلب أين يكون تحديد اتجاهات الأسعار جد صعبا.

يشير أحد المحللين إلى أن خطط الاستثمار ذات الأجل الطويل من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الأرباح مع التقليل من حجم الخسائر، كما يدافع العديد من الخبراء عن إستراتيجية الاستثمار التي تتمثل في الشراء والاحتفاظ بالأسهم والسندات الصادرة عن المؤسسات المحققة للربحية المرتفعة إضافة إلى صناديق الاستثمار التي تستثمر في هذه الأسهم والسندات إذ يجب إدراج هذه الأخيرة في محفظة الأوراق المالية للأجل الطويل وبمرور الزمن يمكن أن يزداد سعر الأسهم ، مما يؤدي إلى دعم قيمة المحفظة كما يتوقع أن تدر السندات عائدا بشكل منتظم، ربما يكون هناك حتى أرباح أو توزيعات أسهم مجانية إضافية، مع إمكانية تجزئة الأسهم على مدار 15 سنة أو 20 سنة ، فيزداد معها حجم وقيمة المحفظة ويفيد ذلك في حالة انخفاض أسعار الفائدة بحيث تباع السندات القديمة بسعر أعلى.

ج- الاستثمارات ذات المعدلات الثابتة (حساب متوسط التكلفة النقدية) :

يعتبر ضخ الاستثمارات بمعدلات ثابتة كإستراتيجية استثمارية طويلة الأجل، تمكن المستثمر من استثمار نفس المبلغ في إطار محدد تبعا لجدول منتظم ومن خلال الالتزام بهذا الجدول الخاص سواء ارتفعت القيمة السوقية أو انخفضت، يكون متوسط السعر الذي يمكن تسديده مقلب الأسهم أو وثائق صناديق الاستثمار أقل من متوسط تكلفة الأسهم خلال نفس المدة.

يرجع ذلك إلى إمكانية شراء المزيد من الأسهم حينما ينخفض السعر، الأمر الذي يؤدي إلى خفض متوسط السعر، ولكن يجب أن نعلم بأن الاستثمار وفقا لهذه الإستراتيجية لا يضمن لنا تحقيق الأرباح أو الحماية من

الخسائر التي يمكن أن تحدث في أي وقت في السوق، وبالرغم من ذلك تبقى كوسيلة اقتصادية لبناء قاعدة الأصول.

د- تنويع السيولة :

إن خطة تنويع السيولة من شأنها أن تفصح عن استراتيجيات مخفية يمكن أن تكون أكثر تركيزاً لصالح فئة معينة من الأصول، من بينها السندات وشهادات الإيداع متنوعة السيولة، فبدلاً من تخصيص مبلغ كامل للاستثمار في السندات في شكل إصدار واحد في تاريخ استحقاق محدد، يمكن توزيع الاستثمار على ثلاثة أو أربعة إصدارات مختلفة في آجال الاستحقاق، من أجل استحقاق لمدة سنتين، يليه أربع سنوات ثم ست سنوات، وعند حلول أجل استحقاق كل سند، يمكن إعادة استثمار أصل رأس المال بهدف المحافظة على نمط تواريخ الاستحقاق ووفقاً لهذه الخطة يصبح كل سند مستحق السداد كل عامين، ولكن الفترات البينية قد تكون أطول أو أقل.

إن عملية تنويع السيولة حسب وجهة نظرنا لها بعدين أساسيين :

- البعد الأول :

إذا كنا أمام حالة انخفاض في أسعار الفائدة عند حلول تاريخ استحقاق السند في حين أننا قمنا بإعادة الاستثمار في السندات، فسوف نلجأ حتماً إلى قبول بالحد الأدنى لسعر العائدة والحد الأدنى للعائد الذي يدره. ولكن إذا كان لدينا سندات متعددة آجال الاستحقاق، فإنه يظهر جزء واحد فقط من محفظة السندات مستحقاً ويجب إعادة استثماره مرة أخرى، وبناءً على هذا الأسلوب نكون قد خفضنا من مخاطر انخفاض العائد وبالتالي يكون الخطر مس جزءاً واحداً فقط من محفظة السندات.

- البعد الثاني :

يمكن أسلوب تنويع السيولة من توظيف إحدى السندات المستحقة في إجراء نمط آخر من أنماط الاستثمار، أو التنازل عن سند بهدف تغطية نفقات غير متوقعة ، دون اللجوء إلى اللجوء إلى بيع كل ما نملك من سندات وتعتبر هذه الخاصية ممتازة في حالة ارتفاع أسعار الفائدة واضطرنا إلى التنازل عن السندات بنسبة معينة من الخصم أو بأقل من قيمتها الاسمية.

هـ - أسلوب فتح حساب لدى صندوق الاستثمار :

تسمح هذه الإستراتيجية بتوزيع الأموال المعاد استثمارها، بحيث يمكننا الاختيار بين الحصول على عائدات وتوزيعات أرباح رأس المال أو إعادة استثمارها في إطار صندوق الاستثمار، ويستخدم البعض الآخر وخاصة فئة المتقاعدین توزيعات الأرباح ضمن الدخل الصافي الخاص بهم بهدف إعادة استثمارها، وذلك بشراء وثائق إضافية بالصندوق مع كل عملية توزيع للأرباح، بشكل شهري أو سنوي طبقاً لنظام الصندوق.

2 - الاستثمار العقلاني :

بالرغم من المعايير الكمية وتعدد نماذج اتخاذ قرار الاستثمار تبقى المالية السلوكية التي تهتم بدراسة الجانب الشخصي والنفسي للمستثمر أحد قيود مسألة الاستثمار.

يتسم كل فرد بوجود طابع شخصي خاص، فيمكن أن يكون اجتماعياً أو انطوائياً، يتميز بالتفكير والتدقيق وعدم التسرع في اتخاذ القرار، هذه الجوانب كلها تترك بصمات وآثار على سلوك الإنسان فيما يتعلق باستثمار الأموال.

فكل مستثمر لديه أسلوبه الخاص في الاستثمار، فمنهم من يرغب في مواجهة مخاطر عالية ويستثمرون مبالغ كبيرة في الاستثمارات التي تتميز بالمضاربة، ومنهم من يرغب في تحقيق السلامة والأمان بإيداع أموالهم في البنوك بالرغم من أن ذلك سوف يؤدي إلى تآكل القدرة الشرائية لأموالهم بسبب ارتفاع معدلات التضخم.

تندرج معظم الشرائح من الأشخاص ضمن الفئة الوسطى، راغبين في تحمل بعض المخاطر، مع توقع الحصول على أرباح أكبر من تلك التي يحصلون عليها مقابل إيداع أموالهم في البنوك.

نستنتج بأن حجم المخاطرة الذي نرغب في تحمله هو القيد الرئيسي والمحدد الأساسي في تحديد أسلوب الاستثمار.

توجد استراتيجيات يمكن إتباعها لتوليد مكاسب في سوق الأوراق المالية، إلا أنه يجب تذكر عدم إتباع أي إستراتيجية بطريقة عشوائية، وعلى المستثمرين أن يفهموا طبيعة الأوراق المالية التي يمتلكونها والأسباب الخاصة للإبقاء عليها في حوزتهم.

تركز هذه النظرة على النسبة الرياضية التالية: (P/E) وتمثل سعر السهم إلى مكتسبات السهم.

فقد أكدت البحوث والدراسات الأكاديمية أن انخفاض تلك النسبة تنتج باتساق عائدات أكبر في المدى الطويل عن الأسهم ذات النسب (P/E) العالية، ولقد أشار أحد الخبراء إلى يتوقع بأن سيكون لها نمو قوي لا تستوفي توقعات السوق من نمو العائدات، وأن المؤسسات المفترض فيها أسوأ الملاحظات، لا تعمل في غالب الأحيان

- بتلك الدرجة من السوء كما يتوقعها المستثمرون ، فهم الذين يتوقعون هذه الإستراتيجية، فحسب تحليلنا فإن المستثمرون يحتاجون إلى مراعاة النقاط التالية :
- باعتبار أن المركز المالي للمؤسسة قويا، فنسبة السعر إلى المكتسبات قد يبرر بالوضعية الحرجة للسوق بخصوص المخاطرة المرافقة لديون المؤسسة.
 - البحث عن نمو مؤكد للسنوات على الأقل بنسبة 15% سنويا على مدى السنوات الخمس الأخيرة.
 - يجب أخذ الحذر بخصوص المؤسسات ذات الدورات التجارية فالنسبة (P/E) المنخفضة قد تعكس حقيقة أن المكتسبات قد تكون في قمة دورتها.
 - البحث عن المؤسسات الصغيرة : فالقيمة السوقية للأسهم التي تعبر عن السعر مضروبا في عدد الأسهم المتداولة في المؤسسات الصغيرة بإمكانها أن تكون أكبر، مقارنة بقيمتها في المؤسسات الكبيرة، مع الأخذ بعين الاعتبار عامل المخاطرة، فالمكتسبات في المؤسسات الصغيرة يمكن أن تشهد معدلات في النمو أسرع من معدلات النمو في المؤسسات الكبيرة.
 - انطلاقا مما سبق وبهدف ترشيد الاستثمار حسب رأينا نلجأ إلى السبل التالية :
 - يجب أن يتراوح معدل النمو في المكتسبات ما بين 20% إلى 25% لمدة خمس سنوات.
 - تحليل وضعية المؤسسة هل بإمكانها المحافظة أو الزيادة في معدل النمو أم لا؟
 - التأكد من معقولية عبء المديونية، يجب أن نعلم بأن المؤسسات الصغيرة ذات الحجم الكبير من المديونية يمكن أن تقع في صعوبات مالية خطيرة، في حالة تدهور الأوضاع الاقتصادية.
 - مراعاة الملكية المنخفضة من مؤسسات: إن الأسهم التي ذات الإقبال الكبير من طرف المؤسسات، تميل نوعا ما إلى الانخفاض في الأداء الجيد، وأحسن وقت لشراء السهم هو قبل أن تنجذب إليه المؤسسات وتؤدي إلى الارتفاع في الأسعار.
 - تجنب الأسهم ذات القيمة المنخفضة: لأنه عادة ما تتميز أسواق هذا النوع من الأسهم بالتلاعب في الأسعار والاحتيال.
 - المعرفة الجيدة بالأدوات الاستثمارية المتوفرة في البورصة (الأسهم، السندات، صناديق الاستثمار...الخ).
 - اختيار الوسيط المالي بحكمة: إما شركة سمسة أو عن طرق شركة إدارة محافظ أوراق مالية أو في حالة الرغبة في الاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار فإن ذلك ممكن من خلال شرائها من احد البنوك التي قامت بإنشاء صناديق الاستثمار، ومهما كان الأمر فإنه يجب اختيار الوسيط الذي يقوم بتوفير أكبر عدد ممكن من المعلومات والبيانات المتعلقة بظروف السوق.
 - اختيار الاستثمارات بعناية: يتم اختيار أدوات الاستثمار على حسب الأهداف المرسومة، بالنسبة للمستثمرين المؤسسين كمؤسسات التأمين وصناديق يرغبون في الاستثمار في السندات أما بالنسبة للمستثمر الفردي تجده يرغب في الاستثمار في الأسهم وصناديق الاستثمار على حسب الأهداف.

إذا كان المستثمر من الذين يمضون وقتاً طويلاً في البحث وتحليل الأوراق المالية واتجاهات السوق، فإن الاستثمار في الأوراق المالية من خلال مؤسسة السمسرة مباشرة يكون أكثر السبل في ملائمة. أما إذا كان المستثمر من بين الذين لا يدركون ظروف السوق وليس له الوقت الكافي لاختيار ومتابعة الاستثمارات ولا يرغب في تحمل الكثير من المخاطر، فإن الاستثمار المناسب في هذه الحالة هو الاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار.

- القيام بإجراء الدراسات والأبحاث قبل الشروع في اتخاذ القرار: في حالة الاستثمار الفردي في الأوراق المالية عن طريق مؤسسة السمسرة فإنه يجب قبل الشروع في اتخاذ القرار إدراك كل المعلومات المتعلقة بالاستثمار بحيث يجب تحليل التقارير السنوية للمؤسسة المصدرة وتحليل القوائم المالية وتحليل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

أما إذا كنا أمام حالة الاستثمار في أحد صناديق الاستثمار، فإنه يجب علينا قراءة نشرة الاكتتاب بشكل جيد بهدف التأكد من السياسة الاستثمارية للصندوق هل هي مطابقة للأهداف الاستثمارية أم لا؟ - الاستثمار إلا في القدر الذي يزيد عن الاحتياجات المعيشية: بحيث يجب توفير الحد الأدنى من السيولة ما يكفي من 3 إلى 6 أشهر لمواجهة الطوارئ، ويجب تجنب اقتراض الأموال لانطلاق الاستثمار.

- يجب التفكير في الاستثمار على المدى البعيد: فهناك هدفين من الاستثمار في البورصة أولها استثمار المدخرات على المدى الطويل من أجل مستقبل أفضل والثاني هو اللجوء إلى البورصة لغرض المضاربة على الأسعار في المدى القصير، فالتركيز على الهدف الثاني سيأثر سلباً على سيرورة الاستثمارات، فأبى بورصة يمكن أن تتعرض لانخفاضات مفاجئة وهبوط في الأسعار، خاصة إذا كان من المألوف استقرار الأوضاع الاقتصادية، ولا يجب التسرع حينئذ في التنازل عن الاستثمارات، لأن سرعان ما تتعافى البورصات وتعود الأسعار إلى الارتفاع مجدداً، ولكن في حالة اتخاذ قرار الدخول للبورصة بهدف المضاربة قصيرة الأجل، يجب الأخذ بمبدأ الحيطة والحذر ولا يمكن فعل ذلك بأموال نحن بحاجة إليها أو بأموال مقترضة.

- تحديد المبلغ الدوري للاستثمار: هذه الطريقة تجعل تقلبات السوق لصالح المستثمر، لأن الاستثمار في كمية محددة من الأموال تقدم تأثير صافي لمدة طويلة على تقليل متوسط التكلفة لكل ورقة مالية يتم شرائها، كما أنها تتيح الفرصة لشراء أوراق مالية أكثر عند انخفاض الأسعار، وفي حالة صعود السوق يصبح متوسط سعر الورقة المالية أقل من السعر الذي تم شرائها به، وعليه نكون قد حققنا المنفعة عند انخفاض السوق وعند ارتفاعه.

- تجنب وضع الاستثمارات في نطاق واحد: طبقاً للمبدأ الذي ينص على عدم وضع البيض في سلة واحدة، فإن مبدأ التنويع يعتبر أحد هذه الأساليب، فالتنويع في الأدوات الاستثمارية ضروري ومهم فالحسارة التي حدثت في إحدى الأدوات يمكن تعويضها في أدوات أخرى.

- مراقبة الاستثمارات : إذ يجب تسليط الرقابة على الاستثمارات بشكل مستمر، بهدف التأكد مما إذا كان البرنامج الاستثماري يسير في الاتجاه المرغوب فيه أم أن هناك ضرورة لإعادة هيكلة الاستثمارات، كما يجب إعطاء أوامر واضحة للسماح لتجنب الغموض، و لا ننسى مراجعة كشوف الحسابات.

- الحيلة والحذر من محاولات الغش والخداع والاستغلال: فلا ننخدع من الوعود بالأرباح السريعة والمضمونة، ويجب أن نعلم بأنه كلما زاد الربح المتوقع زادت معه احتمالية وقوع الخسائر.

- معرفة الحقوق والالتزامات: إدراك كل القواعد واللوائح المتعلقة بظروف السوق، لأن ذلك حتما سيساعد على حماية الاستثمارات ومن خلال ذلك لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين.

3- العوامل المتحكمة في أسلوب الاستثمار :

في الواقع يتولد أسلوب الاستثمار في الأوراق المالية عن مجموعة مختلفة من العوامل منها¹¹:

- العمر**: فإذا كان المستثمر صغيرا في السن و يحظى بقدرات مالية ودخل مرتفع في حين لم يواجه تقلبات اقتصادية على مدار حياته، فإنه سيرغب في المزيد من المخاطرة، سعيا وراء تحقيق أكبر عائد.
- أما إذا كان المستثمر موشك على التقاعد و لا يستطيع تحمل مسؤوليات مالية ضخمة، فمن المستحسن أن يكون من المستثمرين المتحفظين، ويتفادى الخوض في تحمل مخاطرة كبيرة.
- الجانب الشخصي**: كما للشخصية كذلك دور كبير في توجيه وتحديد أسلوب الاستثمار، ذلك أن شخصية المستثمر المغامر تختلف كثيرا عن شخصية المستثمر الذي لا يغامر فمن المؤكد أن لكل منهما أسلوبه الخاص في الاستثمار.
- القدرات المالية**: تعتبر القدرة المالية و المداخيل المرتفعة من إحدى أهم أركان تحديد الاستثمار فأصحاب المداخيل المرتفعة يمكنهم تحمل المخاطر المرتفعة بشكل بسيط، لماذا؟
- لأن لديهم ما يكفيهم من تغطية نفقات المخاطرة والتقلبات، نتيجة لقدراتهم المالية المرتفعة وارتفاع حجم مداخيلهم.

¹¹ <http://www.iinvest.org.eg> بتاريخ 20/06/2010.

إن التنوع في أساليب الاستثمار، حتما يتبعه التنوع في أنماط المستثمرين، إلا أنه يمكن تصنيف أغلبيتهم ضمن فئة واحدة من بين أربع فئات فمنهم: المتحفظ، المعتدل، المخاطر، المعاكس.

أ- المستثمر المتحفظ :

المستثمرون المتحفظون بشكل عام، يعطون الأولوية لحماية ما يملكونه من أموال و ثروات، وهذا ما يسمى بالمحافظة على رأس المال، هادفين من خلال هذا المبدأ إلى تجنب المخاطرة، خاصة بفقدان أصل من الأصول والأموال المدخرة، حتى إذا كان ذلك على حساب تعظيم العائد.

يقوم المستثمرون المتحفظون بتخصيص معظم محافظهم الاستثمارية للسندات مثل : (أذونات الخزانة، السندات المحلية المتسمة بالعائد المرتفع، شهادات الإيداع، حسابات الادخار..).

عادة ما يرفضون الاستثمار في الأسهم، نظر لاحتمالية انخفاض قيمتها، لاسيما في الأجل القصير، و إذا حدث أن خاطر المستثمرون المتحفظون بالاستثمار في الأسهم، فإنهم غالبا ما يقع اختيارهم على الأوراق المالية من الدرجة الأولى أو الأسهم الصادرة عن المؤسسات الكبيرة والتي تكون معروفة العائد نظرا لتغير قيمتها بصورة بطيئة مقارنة بالأنماط الأخرى من الأسهم.

في أغلب الحالات يقبل المستثمر المتحفظ بالعائد المتواضع من الاستثمارات، مما الأهداف ذات الأجل الطويل صعبة التحقيق.

ولكن في بعض الأحيان، قد يكون أسلوب التحفظ ملائما، في حالة استثمار مبالغ مالية كبيرة في الشركات ذات الطابع الخاص، فقد يكون من المناسب أن نواجه مخاطر أقل في محفظة الاستثمارات، أو في حالة التقاعد، قد يكون من غير الملائم أن نخاطر بحجم كبير من الأموال في الأوراق المالية، التي تتغير قيمتها في المدى القصير بمعدلات متسارعة مثل الأسهم لأن في مرحلة التقاعد قد لا يكون لنا الوقت الكافي لاستعادة قيمة المحفظة في حالة انخفاض أسعار الأسهم.

ب- المستثمر المعتدل :

يتسم المستثمرون المعتدلون برغبتهم في زيادة قيمة المحفظة الاستثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار حماية الأصول من المخاطر والخسائر.

يلجئون إلى تخصيص جزء كبير من المحفظة بهدف تحقيق العائد بشكل منتظم مع المحافظة على قيمة الأصول.

فقد يستخدم هذا النوع من المستثمرين نموذجاً للتخصيص يضم أسهما تمثل ما قيمته 60%.

من المحفظة، في حين تمثل قيمة السندات 30%، ومبالغ نقدية تقدر بـ 10% فيلجأ المستثمر إلى تفضيل الاستثمار في الأوراق المالية ذات الأداء الجيد، الصادرة عن أسهم المؤسسات الكبيرة، وقد يرغب المستثمر في استثمار جزء متواضع من أصوله في الأوراق المالية ذات المعدلات المرتفعة من المخاطر، مثل أسهم المؤسسات المتميزة بالتقلب في الأسعار بشكل دوري وسريع على سبيل المثال الأسهم الصادرة عن قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال، بهدف إمكانية تحقيق عائدات كبيرة.

فإذا لم نغامر بطبيعتنا، فقد يكون أسلوب الاستثمار المعتدل ملائماً لنا في ظل أي ظروف أو موقف مالي.

ج - المستثمر المخاطر :

يركز هذا النوع من المستثمرين على الاستثمارات التي تحقق نمواً كبيراً، راغبين في تحمل المخاطرة بفقدان جزء كبيراً من الأصول، مقابل احتمال تحقيق أكبر عائد.

يقوم المستثمر المخاطر بتخصيص ما قيمته 75% إلى 75% من المحفظة الاستثمارية للأسهم الفردية ووثائق صناديق الاستثمار، بحيث يمكن أن تمثل هذه الأخيرة في المؤسسات الصغيرة والكبيرة أساس محفظة المستثمر المخاطر، إلا أنه يحتفظ بأكثر حصة من تلك الاستثمارات في شكل أسهم تتسم بالمضاربة.

إن مبدأ المخاطرة هو التركيز على النمو في الاستثمارات، وعادة ما يكون المستثمر في هذه الحالة أقل اهتماماً بالاحتفاظ بالأوراق المالية ذات العائد المرتفع، مثل السندات وبالرغم من ذلك قد يتخذ موقفاً معتدلاً في ما يتعلق بالسندات بهدف خفض التقلبات في المحفظة.

تجدر الإشارة إلى أن أسلوب المخاطرة لا يتلاءم مع أولئك الذين لا يتميزون بالشجاعة في شأن اتخاذ القرارات والقدرة على مواجهة التقلبات في الأسعار، بل يتناسب مع المستثمرين الذين لهم أهداف طويلة المدى، التي تزيد عن 15 سنة.

أشارت الدراسات السابقة إلى أن التوجه نحو الاستثمار المخاطر، يتطلب الصبر على الالتزام، في حالات التدهور في الأسواق.

د- الاستثمار المعاكس :

وفقا لهذا الاتجاه يتسم المستثمر بالسلبية في عالم الاستثمار، أين تراوده الشكوك تشكل كبير وعدم الثقة.

يقوم هذا من المستثمرون بشراء الاستثمارات غير المرغوب فيها من طرف المستثمرين الآخرين، أو من السوق بشكل عام.

يعتمد هذا النوع من الاستثمار على مبدأ، هو أن الأسهم التي يتم تقديرها حاليا بأقل من قيمتها الحقيقية من طرف السوق قد تستعيد قيمتها في مرحلة لاحقة.

نجاح هذا الأسلوب يتطلب التمسك في رأي واحد، رغم تدهور حالة السوق، ولكن هذا التوجه يتميز بالخطورة مقارنة ببقية أساليب الاستثمار الأخرى، ذلك أن الأمر يتطلب الخبرات الكافية والبحوث الشاملة بهدف التعرف على وضعية المؤسسات التي تم تقدير أسهمها بأقل من قيمتها الحقيقية. وعليه فإن الخبراء ينصحون بتطبيق هذا الأسلوب على جزء ضئيل فقط من محفظة الاستثمارات.

4- الوسائل المساعدة على تحديد التوقيت الصحيح لشراء وبيع الأوراق المالية¹²:

أ- الأدوات الفنية؛

ب- الشراء المنتظم؛

ح- توقيت العمل طبقا لخطة.

أ- الأدوات الفنية :

تعتمد على تحليل الظروف والعوامل التي تؤثر في مناخ البورصة، ورواد هذا الأسلوب يرون بأن تحرك السوق، يعتبر مرآة عاكسة لكل ما يحتاجه المستثمر من المعلومات والبيانات، ولهذا فإن النشرات الخاصة بسعر الإقفال وحجم التداول من أهم المتغيرات التي تؤثر على قرارات المستثمرين، ووفقا لهذا الاتجاه يجب وضع جميع البيانات في صورة بيانية، مما يؤدي إلى توضيح الاتجاه العام للأسعار، فمضمون هذا الأسلوب أن المستوى العام لأسعار الأسهم يرتفع أو ينخفض على شكل أمواج، وتستمر في اتجاه معين إلى أن يظهر ما يشير إلى احتمال التغيير، ففي السوق الصاعدة يمكن التنبؤ بتغير الاتجاه عندما تفشل الموجة الصاعدة أكثر من الموجة السابقة.

¹² جلال البنا، الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، الطبعة الأولى، 2007، ص187.

ب-ال شراء المنتظم :

تسمح هذه العملية للمستثمر بتجنب شراء الأسهم العادية حين يكون سعرها مرتفعا إلى أقصى ما يمكن، ويهدف هذا النوع من الوسائل إلى المساعدة على الشراء المنتظم للأوراق المالية بكميات متساوية من الموال بغض النظر عن سعر الورقة، إذ تسمح هذه الطريقة كذلك بجعل متوسط تكلفة الأسهم التي تم شرائها أقل من متوسط سعر الشراء على المدى الطويل.

ج- توقيت التعامل تبعا لخطة :

تضم هذه الوسيلة، المستثمرون الذي حققوا بعض الثروات راغبين في المحافظة عليها وتنميتها مع مرور الزمن ويريدون تجنب الأحكام التقديرية المتعلقة باتجاه وحالة السوق واستعمال التوقيت تبعا لخطة معينة.

وبالرغم من اختلاف الخطط إلا أنها تساهم جميعا في تقسيم المبلغ المستثمر إلى قسمين :

أ- إستراتيجية هجومية يمكن استخدامها في الأوراق المالية التي تتميز بالتقلب في قيمتها الناتجة عن تقلبات السوق.

ب- إستراتيجية دفاعية يمكن استخدامها في الأوراق المالية التي تتسم بالاستقرار في قيمها نوعا ما، مثل السندات الحكومية أو الودائع لدى البنوك.

- مواطن البحث عن المعلومة الإستراتيجية¹³ : في الواقع توجد ثلاث أماكن بهدف الحصول على المعلومة الإستراتيجية

1-محيط المؤسسة بشكل عام؛

2-القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة؛

3-المؤسسة.

المطلب الرابع : المستحدثات في نظرية الاستثمار.

¹³ Gérard Garibaldi. L 'analyse stratégique, Achevé d'imprimer jouve Paris .Troisième édition.2002.p105

يسعى المستثمرون إلى معرفة أثر السوق ، بحيث إذا الاتجاه تصاعديا فإن أسعار الأسهم الأخرى والعكس صحيح إذا كان الاتجاه نحو النزول، مؤشر على أن أسعار الأسهم الأخرى سوف تحقق عوائد سالبة، ونستنتج من خلال ذلك أن التغيير في الأسعار الفردية سوف يؤدي حتما إلى التغيير في القيمة الإجمالية للأصول.

يؤول هذا التوجه إلى حد ما إلى المنطقية نظرا لوجود متغيرات متعددة، ذات التأثير على تقويم الأصول، فعلى سبيل المثال علاقة المستوى العام لأسعار الفائدة بأسعار السندات، فإذا كان الاتجاه العام لمعدلات الفائدة يؤول إلى الزيادة، فإن قيمة السند المتداول حاليا ستتجه نحو الانخفاض، وهذا راجع إلى وجود فرق بين معدل الفائدة السائد في السوق ومعدل الفائدة الاسمي للسند، أما بالنسبة للأسهم تقارن عوائد السهم بمعدل العائد المطلوب، فإذا كنا أمام حالة كساد فإن الأمر سينعكس سلبيا على أسعار الأوراق المالية.

في الواقع توجد عدة عوامل و متغيرات ذات التأثير على اتجاه الأسعار ومنه التأثير على واقع السوق

وفي هذا الصدد يمكننا التطرق إلى نموذج السوق :

يبين هذا النموذج أن واقع السوق يمكن معرفته من خلال العلاقة بين عائد السهم ومحفظة السوق، ذلك توجد علاقة بين أسعار الأسهم والعائد المطلوب في السوق.

إن درجة حساسية عائد السهم للتغير في محفظة السوق، أي مدى استجابة التغير في عائد السهم للتغير في عائد السوق يمكن قياسها من خلال المعامل β أو ما يسمى بمعامل الحساسية.

يعتمد نموذج السوق على فرضيتين¹⁴ :

1- توجد علاقة بين عوائد السهم وعوائد غيره من الأسهم وتظهر هذه العلاقة من خلال الرقم القياسي لعوائد السوق، كأن يتم الربط بين هذه العوائد والنتائج القومي.

2- أن العلاقة خطية بين عائد السهم والرقم القياسي للسوق وبذلك يمكن التعبير عن هذه العلاقة جبريا كما يلي :

$$r_{it}=a_i+b_i r_{mt}+e_{it}.....(7)$$

حيث :

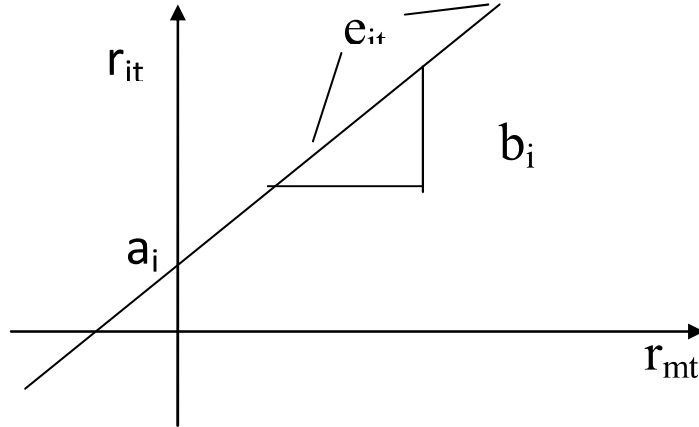
r_{it} : مردودية السهم خلال الفترة فهذا العائد يتوقف على r_{mt} : مردودية السوق خلال تلك الفترة (معدل

المردودية المطلوب)، والتغير في الرقم القياسي للسوق b_i

¹⁴ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق الذكر، ص156.

e_{it} : الخطأ العشوائي، a_i : معدل المردودية بدون خطر.

الشكل رقم (1) يوضح : العلاقة بين عائد السهم والرقم القياسي لعائد السوق



المصدر: عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ص 157

إن هذه العلاقة عبارة عن دالة خطية تمثل خط مستقيم لا يمر بالمبدأ معادلته من الشكل :

$$y=a+\beta X+u.....(8)$$

حيث β يمثل الميل من الناحية الرياضية وبإجراء عملية المطابقة بين العلاقة (7) و(8) نجد بأن :

β تمثل b_i ويمكن حسابها من خلال خط ميل الانحدار، هذا من الناحية الرياضية.

المعامل بيتا (b_i) :

من الناحية الاقتصادية عبارة عن مقياس إحصائي لقياس المخاطر النظامية، فهو يقيس درجة حساسية مردودية السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها).

يتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة ستين شهر، فإذا كانت قيمة بيتا تساوي الواحد فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من الواحد، فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من الواحد فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمة بيتا تساوي الصفر، فإن مخاطر السهم غير مرتبط

بمخاطرة السوق، وفي حالة ما إذا كانت قيمة بيتا تساوي الواحد فإن مخاطرة السهم مساوية لمخاطرة السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

تفسر الحالات المشار إليها ر قيمة المعامل بيتا بالنسبة للسهم، وهي نفس التفسيرات عند الحديث عن قيمة بيتا بالنسبة للمحفظة أو لقطاع ما، مقارنة بمعامل بيتا لمحفظة السوق والذي يساوي الواحد.

حيث أن المعامل بيتا يوضح بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{Beta}_i &= b_i = \frac{\text{Covariance}(r_i, r_m)}{\text{Variance}_m} \\ &= \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} \end{aligned}$$

تقدير بيتا:

ذكرنا سابقا بأن بيتا يعتبر مؤشرا مناسباً لمخاطر السوق، أو ما سمي بالمخاطر العامة لذلك نرى بأن المستثمرين كثيرا ما يهتمون به سواء تعلق بالسهم الفردي أو بالمحفظة وبصفة عامة يوجد ثلاث طرق لتقدير β وهي¹⁵:

1- التقدير التاريخي لبيتا من خلال العوائد التاريخية؛

2- تقدير بيتا على أساس التوزيعات الاحتمالية أي المتوقع بقيمة بيتا في المستقبل؛

3- تقدير بيتا المستقبلية من خلال تعديل بيتا التاريخية بالاعتماد على العوامل المؤثرة على قيمة بيتا للسهم.

ولكن بالرغم مساهمة نموذج السوق في حل الكثير من الصعوبات المتعلقة بظروف الورقة المالية أو ظروف السوق إلا أن لديه قصور، ذلك أنه يعتمد على عوامل تتعلق بالسوق فقط و يهمل العوامل الأخرى مثل معدلات الفائدة، معدل النمو في الناتج الإجمالي المحلي، معدل التضخم، أسعار الصرف..... إلخ.

المبحث الثاني: القرار الاستثماري

المطلب الأول : تعريف القرار الاستثماري وخصائصه

القرار الاستثماري، هو ذلك القرار الذي يعتمد على اختيار البديل الاستثماري، الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بديلين على الأقل، ولا يتم اتخاذ القرار إلا بعد إجراء جملة من الدراسات و التطرق إلى مراحل تنتهي باختيار قابلية البديل للتنفيذ، وفقا لأهداف وطبيعة الاستثمار.

¹⁵ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص159.

يشير التعريف إلى وجود العديد من البدائل الاستثمارية، إذ يجب على متخذي القرار اختيار البديل الأمثل بناءً على مؤشرات تتسم بالموضوعية، ولكن عادة ما يكون متخذي القرار أمام بديل واحد يراودهم خيار أستمّر أم لا؟

يتميز القرار الاستثماري بنوع من الصعوبة والخطورة كونه يتعلق برهانات المستقبل، و لا يقتصر الاستثمار على الأصول الثابتة فقط، بل يمس كذلك الزيادة في الأصول المتداولة.

فموضوعنا هو تسليط الضوء على الاستثمار في الأوراق المالية بحيث نكون أمام أكثر من نوع من الأوراق المالية : الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، السندات المتحولة، أذونات الخزانة... الخ، فمتخذ القرار في هذا الشأن يمر على مجموعة الدراسات والتحليلات، حتى لا يفاجئ بالأزمات والاتجاه غير المرغوب فيه.

المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية

تنوع القرارات الاستثمارية في رأينا على حسب نوع العملية كما يلي:

1- قرار الشراء :

نلجأ إلى هذا السلوك، عندما نلاحظ بأن قيمة الورقة المالية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها، تم حسابها في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أو بتعبير آخر عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الورقة الاستثمارية، الأمر الذي يشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء بهدف تحقيق أكبر عائد. إن العملية السابقة يتولد عنها إقبالا واسعا على طلب الورقة المالية مما يؤدي إلى رفع سعرها في السوق.

2- قرار عدم التداول :

إن الحالة السابقة المترتبة عن الضغوط الشرائية يؤدي إلى استجابة آلية السوق لتلك الضغوط، مما يؤدي إلى الارتفاع في السعر السوقي بشكل مستمر حتى يصل إلى نقطة أين يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الورقة المالية، وهذه الحالة تدعى بحالة التوازن في السوق، تفرض على من كان لديهم الاتجاه نحو الشراء التوقف عن الشراء، وحتى على أولئك اللذين كانوا راغبين في البيع التوقف عن البيع، ويسمى هذا القرار الاستثماري في هذه الحالة بقرار عدم التداول.

3-قرار البيع :

الوصول إلى حالة التوازن التي يشهدها السوق أين يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الورقة المالية تتحرك معها ديناميكية آلية السوق فتولد رغبات جديدة لشراء الورقة المالية من طرف مستثمرين جدد، وفي هذا النطاق يرى المستثمر بأن السعر السوقي في تلك اللحظة لا يزال أقل من قيمة الورقة، وبالتالي يجب عليه أن يعرض سعرا جديدا للورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر عن القيمة تاركا وراءه حافزا لدى غيره للبيع.

هذه الحالة لها انعكاس على آلية السوق ليصل هذا الأخير إلى نقطة يصبح فيها عرض الورقة المالية أكثر من الطلب عليها وعليه يتجه سعر السوق للورقة نحو الانخفاض مرة أخرى وهكذا تكون الدورة.

ومن خلال ما سبق يمكننا استنباط خصائص القرار الاستثماري :

- إن القرار الاستثماري يتولد عنه تكاليف ثابتة ليس من السهولة تصحيحها أو التخلي عنها؛
- أنه قرار استراتيجي، يحتاج إلى وسائل وأدوات التنبؤ بالمستقبل؛
- أنه قرار يتميز بدرجة كبيرة من التعقيد، فغالبا ما يصعب الحصول على المعلومات المتعلقة بالأرقام بكل شفافية ووضوح وما يقتضيه الإفصاح المالي؛
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية و بالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة؛
- يبنى على قيم احتمالية، وتتحكم فيه ظروف التأكد وظروف عدم التأكد.

المطلب الثالث : أساسيات الاستثمار

أولاً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري.

إن القرار الاستثماري الجيد يقوم على ثلاث مقومات أساسية هي¹⁶:

1- تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار؛

2- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار؛

¹⁶ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ص 19.

3-مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية. وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية :

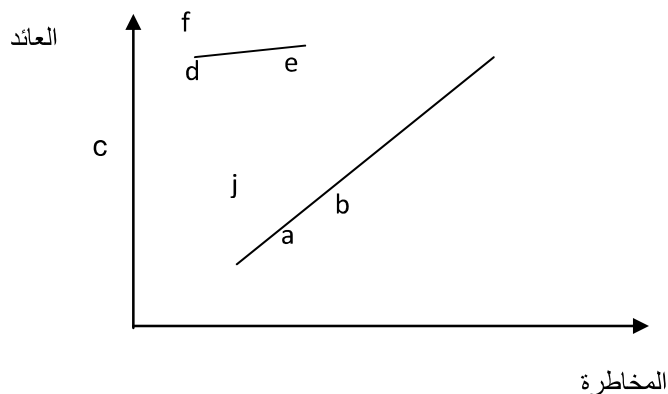
أ-الربحية.

ب-السيولة.

ج-الأمان.

يعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الأخيرين(السيولة،الأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. و على هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما، " هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة Trade-Off بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى"، وذلك كما يوضح الشكل التالي :

الشكل رقم (2) يمثل : منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: محمد مطر، فايز ثيم، مرجع سبق ذكره، ص20

يعبر المنحنى عن العائد بدلالة مستوى المخاطرة بحيث تعتبر كلا من الأدوات الاستثمارية (a.b.c.d.e) مفضلة لدى المستثمر، ذلك أنها تقع على منحاه التفضيلي، أما بالنسبة لكل من f.j لا تقعان على المنحنى التفضيلي، فالأداة j غير مقبولة لأنها تحقق عائد أقل مقارنة بالنقطة d بالرغم من أن هذه الأخيرة تتساوى مع النقطة j من ناحية مستوى المخاطرة.

ثانيا: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

إن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد حسب تحليلنا يستند إلى ما يلي :

الأمر الأول : في شأن اتخاذ القرار يجب مراعاة ما يعرف بالمخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي عادة يقوم على مراحل تسمى بمراحل اتخاذ قرار الاستثمار تم التطرق إليه من قبل.

الأمر الثاني : جدير بمتخذي القرار الاستثماري أن يعتمدوا على بعض المبادئ والمعايير الموضوعية في اتخاذ القرار، ومن بين هذه المبادئ:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية؛
- مبدأ الخبرة والتأهيل؛
- مبدأ الملائمة من ناحية نوعية الورقة المالية والوقت الملائم والمجال الاستثماري؛
- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية، بحيث يجب أن تكون التدفقات النقدية المنتظرة من الاستثمار مؤكدة تماما من ناحية القيمة، كما يجب أن هذه التدفقات مؤكدة أيضا من ناحية التوقيت.

ثالثا : مراعاة العلاقة الموجودة بين العائد والمخاطرة

إن تركيز المستثمر على هذه العلاقة يعتبر عاملا من الأهمية بمكان في شأن اتخاذ القرار، فالعلاقة بين الشائتين طردية فكلما كان حجم المخاطرة كبيرا كلما أدى ذلك على تعظيم العائد.

المطلب الرابع : دور وأهمية المعلومة المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري

إن البعد الدولي لنشاط المؤسسات أسفر عنه مجموعة من النتائج منها اتساع الفرص الاستثمارية وتنوع مصادر التمويل للمؤسسات، ولكن هذا التوسع يستوجب معه مجموعة من الضوابط في أسس ومضمون القوائم المالية المصرح بها من قبل المؤسسات، فالجانب الدولي للظواهر المالية كان له التأثير المباشر على الجانب العملي والأكاديمي للمؤسسات وعلى وجه الخصوص نموذج إبلاغ مخرجات النظام المحاسبي إلى المهتمين به بشكل صحيح

ومضمون، من خلال إعطاء قراءة موحدة للقوائم المالية من خلال تطبيقات محاسبية تتلائم مع المعايير المحاسبية الدولية، بتوفر هذه الأخير إلى حد بعيد بقدر من المصدقية لتوثيقها واعتمادها.

فمن بداية الستينات ازدادت درجة الاهتمام بموضوع الإفصاح، باعتبار أن العديد من الجهات في قراراتها تعتمد على ما تنشره المؤسسات من البيانات والمعلومات، ذلك أن هذه الجهات لا تملك سلطة الحصول على المعلومات من المؤسسة بشكل مباشر، وهذا ما أدى إلى ظهور آليات ووجهات نظر مختلفة حول مفهوم وحدود الإفصاح في القوائم المالية التي تعود بالفائدة على متخذي القرار، فالأمر لم يعد يقتصر على الإفصاح عن المبادئ المحاسبية المعروفة وإرشادات الاتصال المحاسبي بل تجاوز إلى تزويد الإعلاميين ومتخذي القرار بالمزيد من المعلومات سواء كانت كمية أو وصفية أو كانت فعلية أو تقديرية.

في الواقع توجد مجموعة من السبل يمكن استخدامها لغرض عملية الإفصاح عن المعلومات المالية، مع إبراز أثر المتغيرات الاقتصادية والمالية على القوائم المالية، بحيث يعتمد استخدام إحدى هذه السبل على طبيعة ونوعية ودرجة أهمية المعلومات، إذ يجب التمييز بين المعلومات الهامة وغير الهامة فهناك معلومات تعتبر من الأهمية بمكان ويجب إظهارها ضمن المكونات الأساسية للقوائم المالية، ومعلومات أخرى ذات أهمية أقل يجب الإفصاح عنها في ملحق القوائم المالية، فالمعلومة المالية والمحاسبية ليست لها قيمة إذا لم تتسم بالشفافية والموضعية فهي بذلك تعد أحد ركائز اقتصاد السوق من خلال وضع المعلومة تحت تصرف المساهمين، أصحاب الحصص، المتعاملين في السوق، ولكن للمؤسسة الحرية في الاحتفاظ بالمعلومة التي تتعلق بالسرية، بحيث إذا تم الإفصاح عنها يلحق ضرر بالمؤسسة.

إن صغار المستثمرين أثبت الواقع هم القاعدة الأساسية لديناميكية الأسواق المالية، نظرا ما يحتلون من مكانة وأهمية في تنمية وازدهار هذه الأسواق.

من الناحية الواقعية في نهاية شهر فيفري من سنة 2006 م لوحظ انهيار حاد في جميع الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، أسفر ذلك عن تحقيق خسائر غير مرغوب فيها في محافظ المستثمرين وعلى وجه الخصوص صغار المستثمرين، فكانت الخسائر تتراوح ما بين 50% و70% مما أدى إلى كبح نشاط هذه الشريحة من المستثمرين في السوق.

أغلب الدراسات وخصوصا منها العربية تطرقت إلى كافة شرائح المستثمرين في السوق بشكل عام دون إعطاء الاهتمام لصغار المستثمرين، في حين أنهم يعتبرون الركيزة الأساسية للأسواق وخصوصا الأسواق الناشئة.

طلما أنه ازداد عدد صغار المستثمرين، مع تنامي درجة الوعي لديهم يجب الاهتمام بهم وتوفير المعلومات المحاسبية المناسبة والإفصاح عنها، حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات الصائبة وبشكل أكثر دقة.

تعتبر مشكلة تسعير الأسهم من أهم المشاكل التي يعاني منها المستثمر ، فيجب الاعتماد على مجموعة من المؤشرات، المساعدة في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم، ولهذا يجب تحديد أهم المعطيات المحاسبية ذات التأثير على قرار المستثمرين حتى يتم التركيز عليها أثناء إعداد التقارير السنوية والربع سنوية لمؤسسات المساهمة المدرجة في السوق، والتعرف على أهم المتغيرات المستقلة المؤثر على أسعار الأسهم.

ويمكن استخدام النموذج أدناه بهدف المساعدة على اتخاذ القرار

$$\hat{Y} = b_0 + \sum_{i=1}^n b_i X_i$$

تمثل المتغير التابع ويعبر عن القيمة السوقية للسهم عند نهاية السنة وهي عبارة عن سعر الإقبال للسهم في نهاية السنة.

تعبر عن المعاملات المراد تقدير قيمتها لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

تمثل المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع وهي كما يلي:

العائد على السهم- مكرر الأرباح- مكرر السعر- الربح الموزع للسهم- معدل دوران الربح الموزع - القيمة الدفترية- معدل العائد على حقوق المساهمين- معدل العائد على الأصول - معدل دوران الأصول - نسبة التداول - نسبة السيولة السريعة - نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

يحاول النموذج التمييز ما بين العوامل المؤثرة على سعر السهم والعوامل غير المؤثرة، فالدراسات تسفر عن ذلك من خلال الجدول أدناه :

الجدول رقم (2) : يوضح العوامل المؤثرة على سعر السهم والعوامل غير المؤثرة

العوامل المؤثرة	العوامل غير المؤثرة
العائد على السهم	معدل العائد على الأصول
مكرر الأرباح	معدل دوران الأصول
مكرر السعر	نسبة التداول
الربح الموزع على السهم	نسبة السيولة السريعة
معدل مردود الربح الموزع	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
القيمة الدفترية	—
معدل العائد على حقوق المساهمين	—

المصدر: عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمان باشيخ، أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، ص 10.

يعبر الجدول عن أهم المتغيرات المحاسبية فمنها ما يؤثر على القيمة السوقية للسهم ومنها ما لا يؤثر، و عليه فإن كل من القيمة الدفترية للسهم، مكرر السعر، الربح الموزع للسهم، مردود الربح الموزع، معدل العائد على حقوق المساهمين كلها متغيرات محاسبية ذات التأثير على القيمة السوقية للسهم، إذن يجب:

- تكثيف حجم الاهتمام بالمعلومة المحاسبية، مع ضرورة قيام المؤسسات بنشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية وإرفاقها مع التقارير السنوية ، حتى يتمكن صغار المستثمرين من تقييم أداء المؤسسات المصدرة للأسهم قبل اتخاذ قرار البيع أو الشراء.

- تفعيل سرعة مؤسسات الوساطة المالية، التي تسعى إلى تقديم الخدمة للمستثمرين، وخصوصا الصغار منهم.

- فرض الرقابة التامة من طرف هيئات المحاسبة على مراجعي الحسابات في ما يخص صحة الإفصاح ونشر البيانات والمعلومات المحاسبية المتعلقة بالنسب والمؤشرات التجارية، التي تعود بالفائدة على صحة القرار المتخذ.

- الاهتمام بالبعد الأخلاقي في التعليم والتكوين المحاسبي، ذلك أنه يلعب دورا هاما في بناء شخصية مراقبي الحسابات، التي تعتمد عليها جودة الأداء المهني.

- على الباحثين إعطاء الاهتمام والأولوية لمهنة المراجعة، على وجه الخصوص الجوانب المتصلة بتقرير مراقب الحسابات، مما يساعد في صنع قرار المراجعة، مع تحسين الدور الوكالي لمراقب الحسابات وجودة العرض والإفصاح في التقرير.

- دراسة محددات صنع قرار بناء المعايير المحاسبية المصاحبة لتجارب بناء المعايير المحاسبية ، وبيان علاقتها بنموذج الإفصاح المحاسبي المطبق ، والوصول إلى إطار يساعد في التنبؤ بنموذج الإفصاح المحاسبي المطبق متى توافرت محددات أو ظروف مصاحبة لتجارب بناء المعايير المحاسبية .

المطلب الخامس : أهم السياسات التي يجب على المستثمر مراعاتها

أولا: سياسة توزيع الأرباح

إن المستثمر أثناء اتخاذ القرار، يجب عليه التطرق إلى جانب سياسة توزيع الأرباح، ذلك أنها تؤثر على مصادر التمويل لأن الأرباح المحققة لا يتم توزيعها كلية وإنما يحتفظ بجزء منها في شكل احتياطات بهدف استعمالها في

إعادة الاستثمار، فسياسة توزيع الأرباح تهتم بنسب التوزيع ونسب الاحتفاظ، وبالتالي يحدد قرار توزيع الأرباح الدخل الصافي بعد عملية دفع أرباح الأسهم الممتازة إلى :

- حصص الأرباح التي يجب توزيعها على الأسهم العادية.
- تحديد العائد المتبقي والذي من الممكن إعادة استثماره قد يصل إلى $3/2$ من الربح بهدف تمويل برامج النمو.

فعند استخدام الأرباح المحتجزة كقرار للتمويل حسب وجهة نظر ما يجب مراعاة ما يلي :

- 1- التركيز على الاحتفاظ بالعائد وإعادة استثماره في المشاريع ذات الربحية؛
- 2- يعتمد رصيد الأرباح المحتجزة على احتياجات التمويل الداخلي؛
- 3- إذا حدث وأن تم توزيع الأرباح فإنها ستؤثر على أسعار الأسهم العادية.

في الواقع يلاحظ بأن المستثمر يدفع سعرا مرتفعا في اقتناء الأسهم ذات العائد العالي نتيجة لانخفاض عدم التأكد في العوائد الجارية عن المستقبل، فالمستثمر يمكن أن يحتاج الدخل الجاري عن المستقبل وبالتالي يفضل عدم الانتظار، فالأرباح الموزعة على الأسهم تشير إلى القدرة الدفعية ونسبة السيولة لدى المؤسسة، فالمستثمر يفضل بشكل أساسي الأسهم التي تتميز بالعائد المستقر، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح حسب تحليلنا، تتأثر بمجموعة من العوامل :

- 1- تعتبر تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية؛
- 2- الضريبة على الأرباح المحتجزة (الأرباح الرأسمالية) أقل من الضريبة على حصص أرباح الأسهم العادية؛
- 3- إن نسب الاحتجاز ونسب التوزيع لها تأثير على أسعار الأسهم؛
- 4- يتم دفع الأرباح مستقبلا من الأرباح المحتجزة، وبالتالي يتم تحديد نسبة الربح المدفوع للربح الفعلي وفق العلاقة¹⁷ :

الربح المدفوع للسهم العادي

(9).....

صافي الدخل – الحصص بعد دفع نصيب السهم الممتاز

فإذا كانت سياسة توزيع الأرباح تتأثر بمجموعة من العوامل فبالمقابل يمكن أن تؤثر في ما يلي :

- 1- مدى الاستقرار في المدفوعات؛

¹⁷ طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص218.

2- سياسة المؤسسة في توزيع العائد أو وضع نسبة نموذجية ثابتة يحددها مجلس الإدارة؛

3- تعدد فرص التمويل الخارجية؛

4- معدلات النمو؛

5- مدى تفضيل حاملوا الأسهم للأرباح.

ثانيا : السياسة الجبائية

في ذات السياق أثناء التوجه إلى اتخاذ قرار الاستثمار، يولي المستثمر الاهتمام بحيثيات السياسة الجبائية في شأن جباية المداخل المتأتية من جراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية.

فتفرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية نتيجة بيع الأوراق المالية، فأساس فرض الضريبة هو الربح الذي يمثل الفرق بين :

سعر الشراء وسعر البيع.

سعر الشراء أو القيمة السوقية للأوراق المالية المباعة.

متوسط سعر البيع والسعر المدفوع فعلا من جانب المشتري، بالإضافة إلى جميع المزايا الأخرى التي قدمت في عقد البيع، بما في ذلك الرسوم المدفوعة إلى الوسطاء أو الخبراء بشأن ظروف السوق.

فأثناء حساب الأرباح الرأسمالية من الأوراق المالية يجب إجراء تدقيق للخصائص الفردية للأوراق المالية، وبذلك يميز بين :

- المكاسب الرأسمالية المدرجة في البورصة؛

- رأس مال مكاسب مهنية؛

- الأرباح الرأسمالية ليست فقط المهنية.

كما يجب التمييز بين نوعين من الإيرادات إيرادات الاستثمار ذات الدخل الثابت، و إيرادات الاستثمار ذات الدخل المتغير.

1- إيرادات الاستثمار ذات الدخل الثابت :

إن الواقع العملي لمنتجات الدخل الثابت تعتمد على طبيعة المعاملات والأوراق المالية التي ينطوي عليها إعادة النظر في القواعد اللازمة لمعالجة فئات الدخل من الاستثمار وهي :

- عائدات السندات.
- الفوائد المكتسبة على المبالغ التي دخلت على دفاتر حسابات التوفير، أو لتحقيق وفورات.
- إيرادات ضمانات الودائع والحسابات الجارية.

2- إيرادات الاستثمار ذات الدخل المتغير :

إن متغير دخل المنتجات، في مقابل الدخل الثابت يقابل العمل أو المنتج للسهم والإيرادات التي يمكن أن تختلف وفقا لتقلبات الأرباح، فتحويل الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية تتألف من جانبين: مؤسسات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وصناديق الاستثمار المشترك فهذه المؤسسات تقوم بإدارة المحافظ الاستثمارية نيابة عن أصحابها سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات.

المبحث الثالث : عائد ومخاطر الاستثمار.

المطلب الأول : مفهوم مخاطر الاستثمار وقياسها.

إن المستثمر أثناء قيامه بعملية الاستثمارية، فإنه يتحمل في نفس الوقت درجة من المخاطرة، لقاء توقعه الحصول على عائد مقبول، ولهذا تعتبر المخاطرة قيما أساسيا، يجب أخذه بعين الاعتبار أثناء اتخاذ القرار الاستثماري، ويسعى المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن عند أقل درجة ممكنة من المخاطرة.

سيتم ففي هذا المبحث التعرف إلى مخاطر الاستثمار أولا من ناحية التعريف وإجراء الفرق بين ظروف التأكد وظروف عدم التأكد.

فإذا كنا على سبيل المثال أمام خيارين ناتجين عن الرغبة في استثمار مبلغ معين، فالخيار الأول يتمثل شراء السندات الحكومية ذات الأجل القصير بمعدل فائدة 6% فأمام هذه الحالة يكون من السهل تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار بحيث يكون مقدار العائد في تاريخ الاستحقاق على السندات مساويا لـ 6% وعليه يمكن القول بأن هذا الاستثمار مؤمن وخالي من عنصر المخاطرة، والخيار الثاني يتمثل في شراء أسهم صادرة عن مؤسسة حديثة التأسيس، ففي هذه الحالة يكون من الصعب تقدير معدل العائد المنتظر من الاستثمار، وبذلك يمكن أن يحقق المستثمر أكبر عائد وإما تلحقه خسارة كبيرة، لماذا؟

لأن الخطر المترتب عن احتمال وقوع الخسارة كبير، فالخيار الثاني تلازمه مخاطرة كبيرة نسبيا.

فمن خلال ما سبق يتضح جليا بأن عنصر المخاطرة في عالم الاستثمار مرتبط باحتمال وقوع الخسارة، فالعلاقة طردية بينهما، فكل زاد احتمال وقوع الخسارة، كلما ارتفعت درجة المخاطرة، ولكن الإشكال المطروح عدم قابلية عنصر المخاطرة للقياس، إضافة على ذلك غير قابل للاستخدام في تصنيف البدائل الاستثمارية طبقا لمستوى المخاطرة، ولذلك دعت الضرورة إلى إحلال بديل آخر يعطي إمكانية القياس، وطالما أن معدل العائد قيدا رئيسيا في العملية الاستثمارية يمكن تكميم المخاطرة بالربط مع معدل العائد المنتظر. وبناء على ذلك تعرف المخاطرة بأنها: "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع".

إن التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد ذو أكبر دلالة على درجة المخاطرة في الاستثمار، ولهذا يرى المنظرون بإمكانية قياس هذه الدلالة بمؤشر إحصائي يتمثل في الانحراف المعياري، حيث يقوم بقياس مدى التشتت في القيم حول وسطها الحسابي.

وتنقسم مخاطر الاستثمار على العموم إلى قسمين :

1 المخاطر النظامية

2 المخاطر غير نظامية

تتمثل المخاطر النظامية في مخاطر السوق، تتميز بأنها غير قابلة للتنوع، ولهذا تعطى عليها علاوة تسمى بعلاوة الخطر، فهذا النوع من المخاطر ينتج عن عوامل ذات التأثير على الأوراق المالية بشكل عام ولا تمس المؤسسة أو القطاع الذي تنتمي إليه الأوراق، وهذه العوامل مرتبطة أساسا بالمتغيرات الاقتصادية الكلية (معدلات أسعار الفائدة، معدل التضخم، أسعار الصرف... الخ)، إضافة إلى الظروف السياسية والاجتماعية.

- قياس المخاطر النظامية :

ويمكن قياس المخاطر النظامية عن طريق المعامل بيتا المذكور سابقا كما يلي :

$$\begin{aligned} \text{Beta}_i &= b_i = \frac{\text{Co variance } (r_i, r_m)}{\text{Variance } r_m} \dots\dots\dots(10) \\ &= \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} \end{aligned}$$

أما بالنسبة للمخاطر غير النظامية تتعلق بالأوراق المالية بحد ذاتها فهي بذلك قابلة للتنوع عن طريق المحفظة الاستثمارية ولهذا لا تعطى عليها علاوة الخطر، تترتب عن عوامل خاصة بالمؤسسة أو القطاع، وتتميز بالاستقلالية

عن العوامل ذات التأثير على النشاط الاقتصادي إجمالاً، يمكن أن تتمثل هذه العوامل في ظهور تكنولوجيا جديدة أو التغيير في أذواق المستهلكين، قوانين جديدة تؤثر على منتجات المؤسسة... الخ.

فالمؤسسات التي تتسم بهذا النوع من المخاطر هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية كمؤسسات إنتاج السجائر التي لا تعتمد مبيعاتها على مستوى النشاط الاقتصادي أو على وضعية سوق الأوراق المالية. إن المخاطر غير النظامية تتحكم فيها متغيرات منها طبيعة السلعة المنتجة من طرف المؤسسة أو التغيير في طبيعة الأصول أو مكونات الأصول للمؤسسة المصدرة، إضافة إلى حدة المنافسة في مجال النشاط ؛ في الواقع يمكن بأن نشير إلى أنه على حسب أنواع المخاطر تتعدد العوامل المتحكمة في كل نوع.

- قياس المخاطر غير النظامية :

يمكن تجنب المخاطر غير النظامية المتعلقة بالورقة المالية عن طريق متابعة تقلب (تشتت) عائد الورقة عن وسطها (الانحراف المعياري σ) تعبيراً عن مخاطر الورقة على انفراد، ويعتبر كلا من الانحراف المعياري و التباين σ^2 ، من المؤشرات الإحصائية المستخدمة في قياس تقلب معدل العائد حول وسطه المعبر عنه بالقيمة المستقرة لعدد من المشاهدات، ووفقاً لهذين المؤشرين (الانحراف المعياري σ ، والتباين σ^2) فإن تقلب العوائد سواء كانت سنوية، شهرية، فصلية،... إلخ بشكل كبير عن المتوسط يعطي إشارة للمستثمر، كون الورقة المالية محل الاستثمار تحمل معها معدل مخاطر مرتفع، بينما يعبر التقلب المنخفض عن المتوسط عن ورقة مالية أقل مخاطرة.

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}} \dots\dots\dots(11)$$

المطلب الثاني : مفهوم عائد الاستثمار في الأوراق المالية وطرق قياسه.

من أجل توضيح ذلك نفرض أن مستثمر مالي قام بتشكيل محفظة استثمارية تتكون من سهمين، وعليه يمكن تعريف العائد بأنه إجمالي أو مجموع عوائد الأوراق المالية مرجحة بأوزانها الاستثمارية ، وعليه يمكن الإشارة إلى معادلة العائد المتوقع كما يلي :

$$R^* = \sum_{r=1}^n k_r R_r \dots\dots\dots(12)$$

R^* : العائد المرجح للمحفظة

¹⁸ (وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري $(\sigma^2 = v)$)

k_T : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة منسوبا للقيمة الإجمالية لأصول المحفظة.

R_T : العائد المتوقع من كل سهم من أسهم المحفظة على حده

n : عدد أسهم المحفظة (عدد أدوات الاستثمار).

r : ترتيب أصول المحفظة

المطلب الثالث : مصادر مخاطر الاستثمار

1-مصادر المخاطر النظامية :

إن التغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومعدلات الفائدة والتغير في المعدلات الضريبية ومخاطر السوق يمكن أن تكون مصدرا للمخاطر النظامية.

أ- مخاطر التغير في معدلات الفائدة :

إن وجود الفارق بين معدلات العائد المقدرة ومعدلات العائد المحققة أو الفعلية يسبب حدوث تغير في شأن أسعار الفائدة السوقية زمن الاستثمار، فالواقع يثبت بأن أسعار الأوراق المالية خاصة السندات تتأثر بتقلبات معدلات الفائدة السوقية، فالعلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات عكسية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات ، إلى ماذا يرجع ذلك ؟

يعود السبب في ذلك إلى أن قيمة السند تتمثل في القيمة الحالية المتوقعة للدخل المنتظر من السند خلال مدة الاستثمار، وما دام أن سعر الفائدة السوقي يتمثل في معدل الخصم المستعمل في حساب القيمة الحالية للدخل فإن هذه الأخيرة ستنخفض في حالة ارتفاع سعر الفائدة السوقي، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة السند أي ينخفض سعره.

- العلاقة بين معدل الفائدة وقيمة الأصل :

يمكن استنباط ذلك من خلال،العلاقة التالية¹⁹ :

$$P = CF_i \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t} \dots\dots\dots(13)$$

¹⁹ Griffiths Degos. Gestion Financière. Édition d'organisation. Paris. Deuxième tirage 2001. p229

CF_i : التدفقات. t: معدل الفائدة في السوق. n: مدة حياة الأصل. p: السعر

ب- مخاطر التضخم :

تتمثل هذه المخاطر في احتمال وجود انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات بسبب وجود حالة تضخم، فإن ذلك له تأثير على القدرة الشرائية لوحدة النقد. وعادة ما يكون هذا النوع من المخاطر في حالة الاستثمار في حسابات التوفير والتأمين على الحياة أو الاستثمار في السندات طويلة الأجل ذات معدل الفائدة الثابت، فإذا حدث وإن ارتفع معدل التضخم يلازمه ارتفاع في معدل الخصم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند نظرا لانخفاض قيمته الحالية، وكوسيلة للحماية ضد هذا النوع من المخاطر يمكن استعمال الأسهم العادية، على أساس أن أسعار هذا النوع من الأسهم تستجيب غالبا للظروف التضخمية فيرتفع سعرها مما يؤدي إلى المحافظة على القيمة الحقيقية للاستثمار في هذا النوع.

خ -مخاطر السوق :

تميز الأسواق المالية عادة بعدم الاستقرار في وضعيتها، يصاحب ذلك أحداث غير متوقعة ويعتبر حملة الأسهم العادية أكثر تعرضا لهذا النوع من المخاطر.

2-مصادر المخاطر غير النظامية :

يمكن أن تتمثل هذه المصادر في مخاطر الصناعة والمخاطر الإدارية، مخاطر الرفع التشغيلي ومخاطر الرفع المالي.

أ-المخاطر الإدارية :

أحيانا يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين معدل العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب في انخفاض معدل العائد، مثلما حدث في أسهم شركة جنرال موتورز التي شهدت خسائر رأسمالية كبيرة بالرغم من سمعتها الطيبة وجودة منتوجاتها، إلا أن إدارتها لم تحسن التصرف مع حماية المستهلك.

ب- مخاطر القطاع الصناعي :

يمكن أن يحدث عدم توفر المواد الأولية اضطرابا في القطاع الصناعي، الأمر الذي يؤدي إلى إلحاق الضرر بالأرباح والقيمة السوقية لأسهم مؤسسات القطاع.

ج- مخاطر الرفع التشغيلي :

إن الرفع التشغيلي في المؤسسة يرتبط بهيكل التكاليف ويعبر عنه بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في إجمالي التكاليف، وبناء على ذلك ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، أي بينهما علاقة طردية، إن الخطر يتمثل في انعكاس درجة الرفع التشغيلي على مدى استجابة صافي الربح التشغيلي، أي خلل في المبيعات سيؤثر سلباً على صافي الربح.

د-مخاطر الرفع المالي :

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل لتمويل احتياجاتها، إلا أنه يمكن تصنيف هذه المصادر إلى نوعين إما عن طريق الأموال الخاصة أو عن طريق الاستدانة إلا أن النوع الأول من التمويل يتم عن طريق استخدام الاحتياطات والأرباح غير الموزعة.

أما عن النوع الثاني من التمويل يتم عن طريق الاقتراض من أطراف خارجية وينشأ عن هذا النوع من التمويل ما يسمى بمخاطر الرفع المالي، فكلما ارتفعت درجة ارفع المالي كلما ارتفعت درجة المخاطرة ويتم قياس درجة الرفع المالي بمدى استجابة عائد السهم للتغير الحادث في الربح الصافي قبل الضريبة، لأن التقلب في صافي الربح قبل الضريبة يؤدي إلى التقلب عائد السهم.

خلاصة الفصل الأول

يتضح مما سبق بأن اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية تتحكم فيه مجموعة من الضوابط والقواعد، إذا يجب إتباعها ذلك أن اتخاذ القرار لن يكون بالنمط العشوائي، نظراً لمخاطر الاستثمار الذي تتحكم فيه ظروف التأكد وظروف عدم التأكد.

إن السعي إلى تعظيم العائد أو الربح مع تخفيض مستوى المخاطرة، يتطلب مراحل واستراتيجيات واستشارة ذوي الخبرة والدراية بشؤون السوق باختيار نوعية الورقة المالية وتقديم معلومات صحيحة عن المركز المالي للمؤسسة المصدرة للورقة المالية مع اختيار الوقت والمكان المناسب للعملية الاستثمارية.

توصلنا في هذا الفصل إلى المعلومة المحاسبية والمالية التي تتصف بالمصداقية بأن لها دور كبير في اتخاذ القرار.

مع العلم أن البورصة تعتبر المناخ الملائم لعملية الاستثمار، لما توفره من معلومات وأدوات بشأن عملية الاستثمار وقبل التطرق إلى ذلك لابد من التعرض إلى البورصة بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة في الاستثمار المتمثلة في الأوراق المالية بمختلف أنواعها والتعرف على الضوابط والقيود المستعملة لتكوين الحافظة المالية .

تمهيد :

تعتبر البورصة المكان الذي يلتقي فيه الطالبون والعارضون للأوراق المالية، إذ يتحدد سعر الورقة المالية من خلال نقطة التقاطع بين قوى السوق (العرض والطلب)، يسعى هذا الفصل إلى إبراز دور و أهمية البورصة في الاقتصاد الوطني بشكل عام وأهميتها بالنسبة للمستثمر والمؤسسة كبديل حديث للتمويل، إنه من الضروري أن يكون المستثمر على دراية واسعة بكل ما يتعلق بشؤون السوق من مؤشرات و أنواع الأوراق المالية وقيمتها وحركات التداول و إتباع نصائح السماسرة، كما يجب أن تكون البورصة ذات مستوى مقبول من الكفاءة واستنطاق البيانات الإحصائية مع ضرورة الحصول على المعلومات بالكم والنوع في الوقت المناسب.

فالأسواق المالية لم ولن تسلم من الأزمات المالية ناهيك عن ما وقع في سنة 2007، ولكن لتفادي هذه التقلبات المالية والاقتصادية يتعين على المستثمر الاستعانة بنماذج للتنبؤ بالوضعيات المستقبلية للسوق المالي، إن دور النظام المالي هو تمكين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض من تحويل الموارد إلى الوحدات ذات العجز. إن ظهور البورصة ما هو إلا نتاج النظام الرأسمالي، وفق ما تمليه الظروف الاقتصادية بشكل عام والمالية على وجه الخصوص، للوقوف أمام احتياجات تمويل الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

فالبورصة تعتبر مقياسا لدرجة حرارة الاقتصاد الوطني، ولكن أحيانا تشهد البورصة أوضاع وموجات لعدم الاستقرار نتيجة لمجموعة من الأسباب، فشان هذه الأزمات شأن الإنسان المريض أحيانا يشعر بارتفاع درجة الحرارة عن الدرجة الطبيعية 37 دم فالطبيب المتفهم لا يعالج الحمى بحد ذاتها ولكن يعالج ويشخص الأسباب التي أدت إلى ارتفاع الحمى، فكذلك هو الحال بالنسبة لأزمات الأسواق المالية إذ نسعى إلى الإسراع بتشخيص أزمات عدم الاستقرار وإيجاد سبل نجاح عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الأول : مفهوم البورصة (مؤسسة البورصة).

المطلب الأول : تعريف البورصة

ظهر مصطلح البورصة في القرن الخامس عشر ميلادي، بسبب توافد التجار من فلورنسا، ويجمعون في فندق تملكه عائلة تدعى¹ Van Der Bourse الواقع في مدينة "بريج البلجيكية" حيث كان هذا الأخير مقصد التجار الوافدين من كافة المناطق بهدف إبرام الصفقات أساسه الثقة المتبادلة بين البائع والمشتري، واستمر المصطلح Bourse الذي يعبر عن المكان الذي تبرم فيه الصفقات بشكل دوري ومنظم، وبالتالي كان الميلاد الحقيقي

¹عبد الغني دادن، مرجع سبق ذكره ص173.

للبورصة في فلورنسا أواخر القرن الرابع عشر، وعلى الترتيب مدينة ليون عام 1459م، فرانكفورت وبرشلونة وفرنسا في القرن الخامس عشر، أمستردام عام 1608م وفي بال عام 1683م، لندن 1695م، فيانا سنة 1762م، نيويورك سنة 1792م، بروكسل عام 1801م، ميلانو عام 1808م، مصر عام 1904م، المغرب 1932م، أما بالنسبة لبورصة نيويورك New York Stock Exchange فهي أكبر بورصة للتداول في العالم، وتسمى بورصة "Wall Street" نظرا لمكان تواجدها.

بشكل عام تلجأ المؤسسات إلى اختيار الأوراق المالية ذات الأجل الطويل بهدف الحصول على مورد لتمويل الاحتياجات، بحيث تطرح الأوراق المالية في السوق المالي، فتنتقل الأموال من المؤسسات ذات الفائض إلى المؤسسات ذات العجز ومن ثم تسمى هذه الأخيرة بالمؤسسات المدرجة في البورصة.

كما أن تواجد البورصة في البلد يعتبر المرآة العاكسة للوجه الحضاري لاقتصاديات الدولة وتطورها، فالبورصة تمثل أهم أجهزة الأسواق المالية، ذلك أنها تسعى إلى تجميع وتأمين سيولة المدخرين بهدف المساهمة في قطاع الاستثمار والتنمية.

فظهر البورصة مرتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي شهدته مختلف دول العالم، نتج عن ذلك إصدار عدد كبير من الأوراق المالية.

إن نظام التمويل الاقتصادي تقليديا يتميز بوجود أسلوبين :

-نظام التمويل المباشر والذي اقتصاديات الأسواق المالية.

-نظام التمويل غير المباشر الذي يخص اقتصاديات المديونية.

بالنسبة لنظام التمويل المباشر الذي يهمننا: فوفقا لهذا النظام يتم كما ذكرنا تحويل الموارد من المؤسسات ذات الفائض إلى المؤسسات التي هي بحاجة إلى التمويل مباشرة من خلال إصدار الأوراق المالية يتم شرائها من قبل المؤسسات ذات الفائض، عن طريق آلية السوق.

يعرف HIKS² اقتصاديات الأسواق المالية بأنها الحالة التي تكون فيها المؤسسات والأفراد قادرة على تعبئة ادخار كاف لتمويل الاستثمار بشكل مباشر بواسطة الاكتفاء الذاتي أو عن طريق السوق المالية.

فلهذا النمط من التمويل مجموعة من الخصائص نوردتها كما يلي:

- يتم مباشرة التقابل بين قوى العرض والطلب على رؤوس الأموال دون اللجوء إلى الوسطاء الماليين؛

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية 2003، ص261

- تتميز فيه نسب التمويل الذاتي للمؤسسات بالارتفاع مما ينجم عنها القدرة على التمويل لهذه المؤسسات لاستثماراتها اعتماداً على مواردها الداخلية؛
- يتحقق سعر التوازن بين قوى العرض والطلب على رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية عن طريق معدلات الفائدة؛
- في ظل هذا النظام تقوم البنوك بتوجيه قروضها لتمويل الأعوان غير القادرين على الاقتراض من السوق المالي، أو لتمويل الاحتياجات ذات الأجل القصير؛
- تسعى البنوك في إطار هذا النظام إلى تنويع أنشطتها من خلال تسيير المحافظ على المردودية والتنويع في الأصول أملاً في زيادة العائد وتوزيع المخاطر؛
- في ما يخص للبنك المركزي يلجأ إلى ما يسمى بعمليات السوق المفتوحة بهدف تصحيح الاختلال النقدي. في الواقع تعددت وجهات النظر لتعريف السوق المالي أو ما يسمى بالبورصة، ومن أبرزها ما يلي³ :
السوق المالي⁴ : " المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية.
- ولقد عرفت بأنها⁵ : " شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي".
- ولكن المفهوم الحديث للسوق المالي تجاوز فكرة المكان أو الحيز، إذ أصبح يعتمد في تعريف السوق على تنفيذ الصفقة، مهما كان الأمر، سواء عن الطريق الشبكات مثل الانترنت أو الاتصال... الخ، فإذا تمت الصفقة يتولد السوق.
- على العموم، فإن مصطلح الأسواق المالية يعتمد على العلاقة الموجودة ما بين حجم الإنتاج وحجم السوق، باعتبار كبر حجم المشاريع واتساع نطاقها وظهر فكرة انفصال ملكية المشروع عن تسييره علاوة على ذلك ارتفاع الحاجة إلى رؤوس الأموال سواء من قبل المؤسسات أو المستثمرين أو هيئات الدولة ، كل هذا تولد عنه ظهور فكرة الأوراق المالية تزامن معها الاهتمام بأسعار الفائدة المفروضة على القروض والودائع لأجل كأسلوب للحد من الطلب على الأموال عن طريق تحريك معدل الفائدة بالزيادة أو بالنقصان.

⁴ Mondher Bellalah. Gestion des risques de taux d'intérêt et de change, de boegk .p21.

⁵ براق محمد، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية – الأوروبية 8-9 ماي 2004.

يتمثل دور السوق المالي في التمويل ذو الأجل الطويل بغض النظر عن الشكل الذي يأخذه هذا التمويل، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية دورها يتمثل في تكوين العلاقة المباشرة بين طرفي التعامل، ذلك أن الوحدات ذات العجز المالي تقوم بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور وتأتي السوق المالية بهذه الورقة لتأخذ معنى سوق الأوراق المالية.

1- أهمية الأسواق المالية :

إن التمويل عن طريق الأسواق المالية يحمل معه مجموعة من الإيجابيات من أبرزها :

- تمكن من توفير تمويل واسع نظرا لتوفر عدد كبير من المدخرين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية، الأمر الذي يدفع بالمصدرين إلى صنع أوراق تتصف بالمعيارية من حيث المدة والمبلغ ومعدل الفائدة.
- هذا النوع من التمويل ضئيل التكلفة، ذلك أن أسعار الفائدة تتحدد عند مستويات تسمح بالاكتتاب في الأوراق، مع الأخذ بعين الاعتبار قيد المنافسة الأمر الذي يسمح بتحركات أسعار الفائدة نحو الانخفاض باستثناء أثر الإبعاد (أثر الإزاحة) هذا ما يجعلها أقل دائما من المستوى الذي توجد عليه في الأسواق.
- توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية؛
- من خلال السوق المالي يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها بشكل سريع عند الضرورة بعيدا عن الشروط التي يفرضها الائتمان؛
- إمكانية توجيه المدخرات نحو الاستثمار ودفع وضعية الاقتصاد الوطني نحو النشاط؛
- يمكن استعمال الأوراق المالية كضمانات مقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها؛
- توسيع الطاقة الإنتاجية للمشاريع من خلال حصول أصحابها على رأس المال اللازم لإنجازها.

2- أهمية سوق الأوراق المالية⁶:

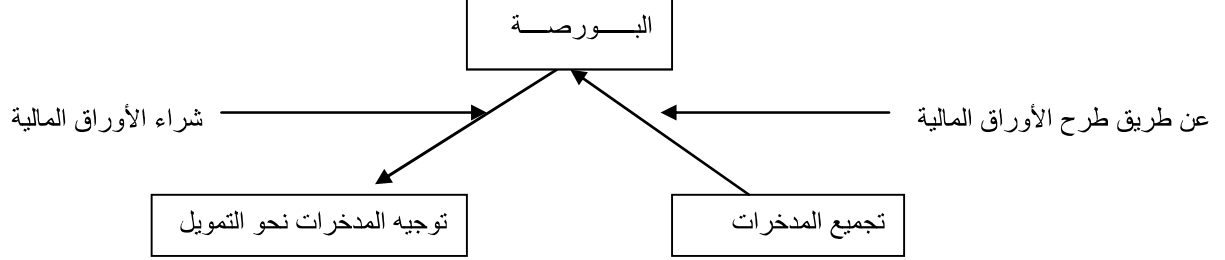
تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية كذلك فيما يلي :

- تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه؛
- تعتبر وسيلة لقياس أصول المؤسسات؛
- تعتبر وسيلة للتمويل المباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي؛

⁶ براق محمد، سبق ذكره، ص10.

- تعتبر وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل؛
- تعتبر أداة لتسيير المخاطر.

الشكل رقم (3) : يوضح دور وأهمية البورصة



المصدر : من تصور الباحث

بعد التطرق إلى تعريف و أهمية السوق المالي، نحاول توضيح مدى مساهمة السوق المالي (البورصة) في تنمية الاقتصاد الوطني و تطور الناتج الإجمالي الداخلي من خلال تجربة الدول العربية.

فإذا كانت القطاعات المشكلة للاقتصاد الوطني تتشكل من مجموعة من المؤسسات فالمؤسسات المدرجة في السوق المالي يمكن لها أن تحقق نمواً في القيمة البورصية (القيمة السوقية) من خلال السوق المالي فإن ذلك سينعكس بالإيجاب على مستوى القطاع مما يؤدي إلى رفع الطاقة الإنتاجية للمشاريع يترتب عن ذلك نمواً في الناتج الإجمالي الداخلي.

3- واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية⁷ :

تشارك أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في النقاط التالية :

- أ- دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصادياتها، ومعدلات نموها لا زالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات مثلاً ابتداءً من منتصف ثمانينات القرن الماضي - زيادة قدرت بأكثر من 11 مرة.
- وتعود هذه الفجوة المتسعة بين الأسواق المالية في الدول العربية والأسواق المالية العالمية إلى عوامل عديدة أهمها:
- حداثة إنشاء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية؛

⁷ سليم بن يوسف، واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة دراسات، العدد 07 جوان 2007 جامعة عمار تليجي الأغواط، ص174.

- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بالوساطة المالية؛
- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية، وهو ما يتعلق جزئياً بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئياً ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.

ب- بقاء تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات دون المستوى المطلوب.

ج- تركز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لا زالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات المالية.

د- نقص مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية.

هـ- تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة البنك المركزي وشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى، حيث تقوم هذه الهيئات بالمهام الآتية :

- رسم السياسات العامة للسوق؛

- إقرار شروط تسجيل شركات جديدة وخاصة بالنسبة لرؤوس أموالها وأوضاعها المالية التفصيلية وتنظيماتها الداخلية؛

- اعتماد الوسطاء والسماسرة.

و- سيطرة المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة.

ز- ارتفاع مخاطر الاستثمار بهذه الأسواق نتيجة التقلب الدائم في قيم الاستثمارات الكلية من فترة إلى أخرى.

4-إنشاء القيمة البورصية⁸:

إنشاء القيمة البورصية = الرملة البورصية + قيمة المديونية الصافية-المبلغ المحاسبي للأصل الاقتصادي

إنشاء القيمة البورصية = الرملة البورصية + المبلغ المحاسبي للديون - (المبلغ المحاسبي للديون+الأموال الخاصة)

إنشاء القيمة البورصية = الرملة البورصية - الأموال الخاصة.(14)

يكتسي تغير مؤشر الأموال MVA دلالة أكثر من كونه قيمة نقدية، نظراً لما يعكسه من ارتفاع في القيمة وكذا الأموال المستثمرة.

$$\text{إنشاء القيمة البورصية} = \sum_{n=0}^{\infty} \frac{\text{الإيراد الاقتصادي لسنة } N}{(CMP+1)^N} \quad \text{.....(15)}$$

⁸ عبد الغني دادن، مرجع سابق الذكر، ص54.

وعليه قيمة الأصل الاقتصادي = $\frac{\text{الإيراد الاقتصادي لسنة } N}{(CMP+1)^N}$ + المبلغ المحاسبي للأصل الاقتصادي هو معدل مردودية

الرافعة المالية، الذي يرضى به المساهم، من أجل شراء الورقة ويرتكز هذا المعدل على التدفقات النقدية التي يدرها السهم، بالإضافة إلى الزيادة الناجمة عن ارتفاع القيمة السوقية للورقة مقارنة بقيمتها.

علما أن الرسمة البورصية = عدد الأسهم × سعر السهم الواحد(16)

الجدول رقم (3) يوضح : أوزان أسواق الأوراق المالية العربية (عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية المتداولة،

نسبة السوق من إجمالي الأسواق العربية).

الترتيب	السوق	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية المتداولة (مليون دولار أمريكي)	نسبة السوق من إجمالي الأسواق العربية
1	السعودية	80	525.04	49.9
2	الكويت	172	105.863	10.1
3	أبوظبي	59	93.762	8.9
4	دبي	36	83.589	7.9
5	مصر	656	65.508	6.2
6	الدوحة	34	64.048	6.1
7	المغرب	55	37.497	3.6
8	عمان	214	31.837	3
9	البحرين	49	17.313	1.6
10	مسقط	124	12.034	1.1
11	بيروت	15	7.003	0.7
12	تونس	46	3.317	0.3
13	الخرطوم	51	3.563	0.3
14	فلسطين	27	1.613	0.2
15	الجزائر	2	0.091	0.01

المصدر: دراسات مجلة دورية محكمة، العدد 07 جوان 2007، ص 192 جامعة عمار ثليجي الأغواط.

إن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تحتل مكانة هامة في الاقتصاد العالمي نظرا لموقعها الجيو استراتيجي، فهي بذلك تظم أغلب الدول العربية، إذ بحوزتها موارد طبيعية ثمينة وراسخة وتضم قرابة ثلثي احتياطي النفط المكتشف عالميا.

إذن كل هذه الخصائص والمميزات بإمكانها أن تؤدي إلى التنوع الاقتصادي والمالي في دول المنطقة، وعليه يمكن القول بأن أن تحقق نمو اقتصاديا إلا بالاهتمام بالرفع في معدلات الاستثمار بكل أشكاله، يجب أن يتراوح ما بين 20% إلى 25% وهو المعدل المعياري المعتمد في دول آسيا الشرقية.

وقد ركزت الدول العربية على الإصلاح المالي خلال فترة التسعينات بالتوجه نحو اقتصاد السوق وذلك بإنشاء الأسواق المالية وإرساء كافة الإجراءات والتدابير الهادفة لجلب الاستثمار لأجنبي أو المتخصصة في تشكيل المحافظ المالية، فقامت بعض دول المنطقة ومنها الجزائر بتحرير أسعار الصرف والاحتفاظ بحجم كبير من الأصول الأجنبية والاهتمام بتقليص قيمة العجز الموازي وتصحيح الاختلالات المالية مع تحسين موعية الخدمات العامة والاهتمام بالادخار الخاص، فكان لكل هذه الإجراءات وخاصة فكرة الأسواق المالية الأثر الإيجابي على معدلات النمو الاقتصادي من خلال اعتماد مورد جديد لتمويل القطاعات الاقتصادية بعيدا عن القيود التي كان يفرضها الائتمان وطول مدة اتخاذ قرار منح الائتمان وبالتالي بلغ متوسط النمو السنوي للناتج الإجمالي الداخلي (PIB) 3.2% ما بين سنتي 1989 و1994 في منطقة الدول العربية.

5- نسبة الرسملة البورصية إلى PIB : بورصة بيروت

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي PIB مؤشرا هاما تقارن به الرسملة البورصية، و تدل هذه النسبة على أهمية السوق في الحياة الاقتصادية العامة و التي تعطي دلالة على تصرفات المستثمرين تجاه الأصول المالية⁹

الجدول رقم (4) : يوضح نسبة الرسملة البورصية إلى PIB

السنوات	الرسملة البورصية بالمليون دولار	PIB	نسبة الرسملة البورصية إلى PIB
1996	2.500	12.997	19%
1997	3.260	14.865	22%
1998	3.670	16.168	22%
1999	3.020	16.491	18%
2000	2.240	16.679	14%

.../...

⁹ محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، 1999، ص 125.

.../...

7.3%	17.065	1.248	2001
7.45%	18.712	1.395	2002
7.6%	19.798	1.502	2003
10.7%	21.768	2.331	2004
22.29%	22.050	4.917	2005
35.6%	23.285	8.304	2006
44.3%	24.600	10.894	2007
33.36%	28.800	9.609	2008

المصدر: بناء على معطيات صندوق النقد العربي www.amf.org.ae و النشرة الأسبوعية لبنك بيلوس¹⁰

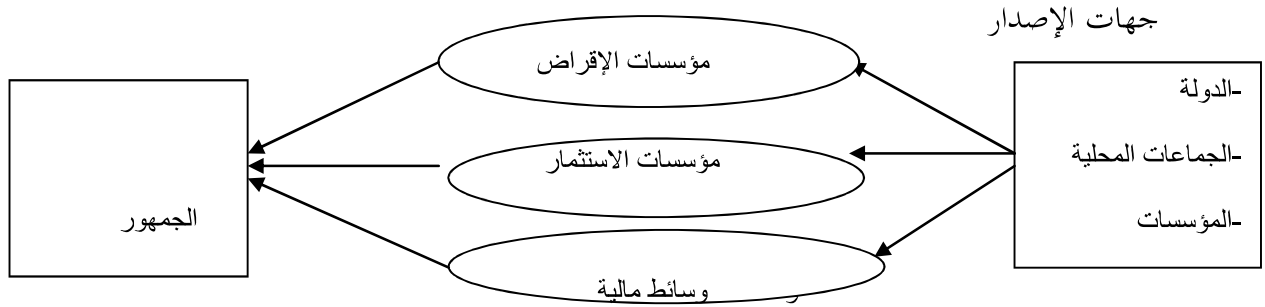
يمكن التمييز بين أنواع الأسواق المالية من خلال وظيفتي التسعير والتمويل، بحيث تصنف هاتين الأخيرتين السوق إلى نوعين السوق الأولي والسوق الثانوي، فإذا كان هدف السوق المالي هو التمويل وتكوين رأس المال نكون أمام حالة السوق الأولي أو ما يسمى بسوق الإصدار، أما إذا كان هدف السوق هو التسعير نكون أمام حالة السوق الثانوي، إذ من خلال ذلك تتغير الملكية دون التأثير على عملية الإنتاج.

1-السوق الأولية :

يتميز هذه السوق بأنها المكان الذي تطرح فيه الورقة المالية لأول مرة، من طرف الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة إلى تمويل انطلاقاً من المستثمرين الذين لديهم فائض مالي، من خلال الاكتتاب في الأسهم التي تعبر عن سند الملكية لحاملها أو الاكتتاب في السندات التي تعبر عن القرض، بحيث يصبح حاملها دائماً للجهة المصدرة لها.

¹⁰ نقلاً عن الموقع :

الشكل رقم (4) يوضح : القواعد الإجرائية للسوق الأولي



الاكتتاب أو عدم الاكتتاب

نوعية الورقة المالية

(سهم - سند)

سعر الإصدار

طريقة الاكتتاب

المصدر: من تصور الباحث

وبالتالي تتولى هذه السوق مهمة إصدار القيم المتداولة بمختلف أشكالها سعياً لتحقيق مجموعة من الأهداف¹¹:

- إصدار الأسهم بغرض تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسات الاقتصادية للتوسع في نشاطها من خلال الاستثمارات؛
 - إصدار السندات التقليدية لتوفير الأموال للدولة بغية مواجهة العجز في موازنتها بالدرجة الأولى من جهة، وللمؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة بهدف توسيع استثماراتها من جهة أخرى؛
 - إصدار القيم المهجنة: من سندات قابلة للتحويل، شهادات استثمار، أوراق مساهمة وغيرها؛
- تتولد السوق الأولية بواسطة مؤسسة متخصصة تسمى بنك الاستثمار من خلال قيامها بإصدار الأوراق المالية لصالح المؤسسات الاقتصادية أو الحكومة بعد ذلك يتم عرضها لجمهور المستثمرين لأول مرة.

¹¹ هواري سويسي، عبد القادر دبون، مداخلة حول الخصوصية والسوق المالية في سياق التحولات الاقتصادية في الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 22-23 أبريل 2003.

2-السوق الثانوية :

تسمى ببوصة القيم المنقولة حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد أن تم طرحها في السوق الأولي بين أولئك الذين يرغبون في الحصول على السيولة وبين المستثمرين الجدد، وكذا المضاربين الذي يسعون إلى تحقيق فوائض مالية من خلال الفروقات الموجودة سعر الشراء وسعر البيع للورقة المالية، بناء على توقعات التغير في سعر الورقة المالية الذي تتحكم فيه عدة متغيرات منها أسعار الفائدة بالنسبة للسندات والمعطيات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة بالنسبة للأسهم.

إذن السوق الثانوي يضمن إقبال المستثمرين على العروض الجديدة التي تم إصدارها في السوق الأولية، وعليه فالبورصة لها دور محوري في عملية تسعير الأوراق المالية من خلال العرض والطلب، فيتم تقييم أصول المؤسسات المسعرة.

6-أقسام أسواق التداول(الأسواق الثانوية)

1- أسواق حاضرة :

يتم التعامل في هذا النوع من الأسواق في الأوراق المالية ذات الأجل الطويل مثل الأسهم والسندات ويتم استلامها عقب إتمام الصفقة وتنوع هذه الأسواق إلى :

أ- أسواق منظمة :

تتمثل في البورصات، يلتقي فيها المتعاملون في عمليات البيع والشراء، تحت راية مجموعة من القوانين والإجراءات بشكل رسمي ويسهر على تسييرها هيئات متخصصة، فيتم تداول الأوراق المالية المسجلة والمستوفية للشروط الضرورية، فتتحدد أسعار الأوراق المالية وفقا لقوى العرض والطلب.

ب-أسواق غير منظمة :

يطلق على هذا النوع من الأسواق بالسوق الموازي أو ما يسمى بالمعاملات على المنضدة، فهي بذلك أسواق عرفية لا تتصف بالرسمية، يشرف على إدارتها مجموعة من الوسطاء يتوزعون على أنحاء مختلفة، ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية التي هي موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات متمثلة في الحاسبات الآلية أو الخطوط الهاتفية دون تحديد مكان التعامل، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض بين الوسطاء طبقا لقوى العرض والطلب.

فبالأسواق غير المنظمة تحوي الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة (الأسواق المنظمة) على وجه الخصوص السندات، فالتعامل في الأسهم عادة ما يكون بشكل ضئيل إلا أن ذلك لا يمنع هذا النوع من الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في البورصة.

إن هذه الأسواق تنعدم فيها آليات الحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، قد يرجع ذلك إلى غياب ظرفي في التوازن بين قوى العرض والطلب، وهذه الحالة معاكسة للحالة التي يمكن أن تكون عليها الأسواق المنظمة بحيث يمكن لإدارة البورصة أن توقف التعامل في الورقة المالية أملا في دخول مشتريين أو بائعين جدد بهدف تحقيق التوازن بين قوى السوق.

لا يسري في هذه الأسواق قواعد القيد والإفصاح المفروضة على الأوراق المالية المقيدة بمداول البورصة، وعليه تكون البورصة غير مسئولة عن نشر البيانات والمعلومات الخاصة بتلك الأوراق.

ج- أسواق العقود المستقبلية :

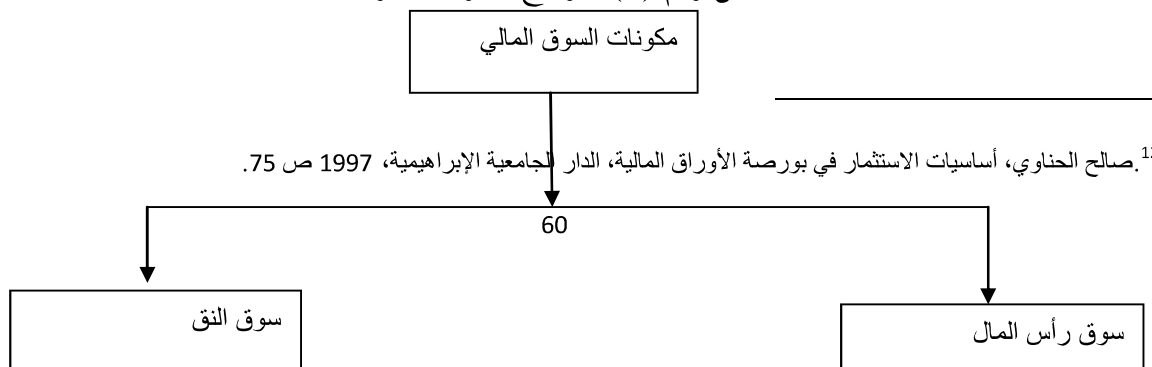
تتعامل هذه الأسواق أساسا في الأسهم والسندات من خلال إبرام عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

د- الأسواق الثالثة والرابعة¹² :

بصورة عامة، تشير السوق الثالثة لعمليات التداول التي تتم على الأوراق المالية المسجلة في البورصة في أسواق غير منظمة (OTC). وقد انتشرت هذه الأسواق بسبب أن التعامل في هذه الأوراق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم بالإضافة إلى أنه يمكن التعامل في هذه الأوراق حتى بعد التوقف على التعامل فيها داخل سوق منظمة.

ومن ناحية أخرى، فقد تخلت مؤسسات كثيرة عن السماسرة والبورصات في تعاملها في أوراق مالية مسجلة في إحدى البورصات أو في أوراق غير مسجلة على الإطلاق، وفي هذه الحالة يتم التعامل مباشرة بين البائع والمشتري ويطلق على هذه المبادلات اسم السوق الرابعة.

الشكل رقم (5): يوضح مكونات سوق المال



¹² صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، 1997 ص 75.

المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية ص74.

2- تنظيم وسير السوق المالية :

أ- وصاية ومراقبة السوق المالية¹³ :

من أجل حماية المدخرين وتفاديا لأي تجاوزات قد تحدث، فإن الدول قد تدخلت بشكل كبير مقلصة بذلك من المبادئ الداعية إلى حرية العمل في مجال الأسواق المالية، ومن ثم، فإنها قد أخضعتها إلى نصوص تشريعية وتنظيمية تسهر على تطبيقها هيئات مختصة.

ومن أبرز هذه الهيئات المختصة ما يلي :

¹³ براق محمد ، مرجع سابق ،ص12

- لجنة الأوراق المالية والبورصة: ظهرت هذه اللجنة إلى الوجود بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1933، وذلك على إثر الأزمة الشهيرة لسنة 1929. وفي البداية كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة هو التحقق من معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطا شديدا من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة في قيد البورصة ومنح جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار بالارتفاع.

- لجنة عمليات البورصة: حيث ظهرت هذه اللجنة بفرنسا عام 1967 و تقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.

- لجنة الأوراق المالية والاستثمارات: بمقتضى قانون صادر سنة 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بإنجلترا، وبموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات الوزير المكلف بالمالية في هذا الصدد إلى هذه اللجنة.

المطلب الثاني : المتعاملون والمتدخلون في البورصة

يتدخل في السوق المالي مجموعة من الأعوان الاقتصاديون، فالمتعاملون لهم وجهات نظر وأهداف مختلفة، ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق¹⁴ :

1- عارضوا رؤوس الأموال :

فهم الذين لهم فوائض مالية ويرغبون في تقديمها للأعوان الذين لديهم عجز مالي (طالي رؤوس الأموال) مقابل الحصول على أرباح أو عوائد.

بشكل عام فإن عارضي رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية هم :

- العائلات (الخواص أو الأفراد).

- المستثمرين التأسيسيين : هم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ونوادي الاستثمار.

¹⁴ المرجع السابق، ص13.

- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

2- طالبوا رؤوس الأموال¹⁵:

هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم ويمكن ذكر أبرز طالبي رؤوس الأموال في السوق الأولية من سوق الأوراق المالية كما يلي :

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية -الدولة والهيئات التابعة لها- وذلك من خلال بيع سنداتهما مباشرة في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة من البيع سنداتهما في الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير قد ينجم عنه انخفاض في قيمتها.
- مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السندات حيث تقوم ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.
- المؤسسات الخاصة والمختلطة حيث تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

3- التقنيون - الوسطاء الماليون -¹⁶:

يتم تنفيذ أوامر بيع الأوراق المالية وشرائها وتحقيق التوافق بين عرض هذه الأوراق والطلب عليها عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين كذلك باسم التقنيين. وهم الذين يلعبون دور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية حيث لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم ذلك أنهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة ويجرون العملية المطلوبة منهم.

يمكن زيادة فهم هذه الوظيفة الهامة من خلال التطبيقات العملية للوساطة المالية في بعض أبرز الدول الأكثر تقدما في العالم وتحديدا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا، وفرنسا.

-التقنيون العاملون في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية: هناك عدة فئات من الوسطاء تعمل في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية.

¹⁵ براق محمد ، مرجع سابق ذكره ص15.

¹⁶ براق محمد ، مرجع سابق ذكره ص16.

4- بنوك الاستثمار:

يتمثل دور بنوك الاستثمار في شراء الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات ثم تقوم ببيعها للمستثمرين، بحيث يقوم بنك الاستثمار بدفع ثمن الأوراق المالية للمؤسسة المصدرة مسبقا مع الأخذ بعين الاعتبار التدفقات الخاصة بها بعد ذلك يقوم البنك بإعادة بيعها لحسابه، ومن أهم وظائف بنوك الاستثمار¹⁷:

- توزيع وبيع الأوراق المالية؛
 - إرشادات ونصيحة المؤسسات التي تستصدر الأوراق المالية؛
 - إعادة إصدار الأوراق المالية؛
 - دراسة المركز المالي المتوقع للمؤسسات مستقبلا؛
 - إعطاء النصيحة للمدير المالي بخصوص اختيار الأوراق المالية وتحديد أسعارها؛
 - قد يشكل بنك الاستثمار دور العضو الفعال في مجلس إدارة بعض مؤسسات الأعمال.
- المطلب الثالث: تقنيات التعامل في البورصة.**

إن السوق المالي تتخلله مجموعة من القواعد و التقنيات يتعين على المستثمر المالي إتباعها ومراعاتها، بحيث يجب أن يكون ملما بدور السمسار والأوامر البورصية وأنواعها مع مراعاة الحدود الزمنية لهذه الأوامر، وسنركز في هذا الصدد على تقنيات عمليات البيع والشراء التي تجرى في سوق الأوراق المالية.

عندما يتم بيع الأوراق المالية يتدخل في العملية عدة أطراف، بالرغم من أنه من الممكن أن يتم التبادل بشكل مباشر بين طرفين فقط، إلا أن العملية تتطلب أصحاب الخبرة الذين هم على دراية أكثر من غيرهم بظروف ومتغيرات السوق الآنية والمستقبلية، القائمين بتوجيه النصائح والإرشادات للمستثمرين. فقبل الشروع في اتخاذ قرار الاستثمار بشأن ورقة مالية، يجب اختيار السمسار المناسب.

1- السمسار¹⁸:

يقوم السمسار بدور الوكيل للمستثمر ويحصل على عمولة في مقابل جهوده. وتتعامل الغالبية من المستثمرين الأفراد مع السمسار الذين يعملون في بيوت سمسرة كبيرة للغاية ولها مكاتب متفرقة ومربوطة بشبكة ضخمة فيما بينها وبين المركز الرئيسي، وكذلك فيما بينها وبين الأسواق الرئيسية. ويطلق اسم " مدير الحسابات أو "الممثلين المسجلين"، فيتم فتح الحساب من طرف المستثمر لدى مؤسسة السمسرة. على الأفراد الذين تقع عليهم المسؤولية الرئيسية في القيام بعمليات المستثمرين الأفراد.

¹⁷ صالح الحناوي، مرجع سابق الذكر ص 93.

¹⁸ صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر. ص 20.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وصناديق المعاشات الراضية في الاستثمار فإنها لا تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة، بل تلجأ إلى البيوت الصغيرة ذات المكتب الواحد أو مكتبين ذات التخصص في عمليات المؤسسات التي ترغب في الاستثمار.

في الواقع يمكن تقسيم السمسرة إلى نوعين، حسب نوعية الخدمة التي يقومون بتقديمها أو حسب قيمة العمولة المحصلة :

أ- سمسرة الخدمة الكاملة :

في النظام التقليدي كان دور السمسرة يتمثل في تقديم مجموعة متنوعة من الخدمات تشمل كل البيانات والمعلومات والنصائح التي تهم الجانب الاستثماري، ولكنه حالياً اختلف نمط مؤسسات السمسرة ذات الخدمة الكاملة وأصبح يطلق عليها مؤسسات الاستشارات المالية، إذ انخفضت قيمة العمولات التي ترد إلى هذه المؤسسات من طرف العملاء وأصبحت تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي الإيرادات، وتقوم ببيع وثائق صناديق الاستثمار وبيع بعض الأسهم لحسابها الخاص بالإضافة إلى تسويق الإصدارات الجديدة، وبناء على ذلك يحصل السمسرة على عمولات إضافية مقابل تسيير حسابات العملاء وتشكل نسبة كبيرة من إجمالي إيرادات السمسار.

ب- سمسرة الخصم :

يقوم هذا النوع من السمسرة بتقديم الحد الأدنى من الخدمات لصالح العملاء، بحيث يقومون بتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، مقابل حصولهم على عمولة محدودة، فقد يقومون بتقديم القليل من المعلومات دون تقديم النصائح والاستشارات بخصوص اتخاذ قرار الاستثمار، ويمكن لهذا النوع من السمسرة أن يقوموا باستغلال شبكة الانترنت لهذا الغرض.

إن عملية الاستثمار في الأسهم والسندات تنطوي على قيام العميل بفتح الحساب لدى السمسرة كما ذكرنا سابقاً فيحصل السمسار على عمولات مقابل الخدمة المقدمة من طرفه، وتنقسم الحسابات لدى مؤسسات السمسرة إلى ثلاثة أنواع:

أولاً - الحساب النقدي¹⁹ : يقوم المستثمر عادة بفتح حساب نقدي لدى السمسار حيث يشير الحساب النقدي إلى قيام العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقداً كما يقوم بالحصول على قيمة مبيعاته من الأوراق المالية نقداً.

¹⁹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق الذكر، ص34.

ثانيا - الحساب الهامشي : إن هذا النوع من الحساب يشبه الحساب النقدي، فهو بذلك يسمح للعميل بتمويل جزء من استثماراته نقداً، على أساس أنه سيتم تسديد الجزء الباقي من خلال قرض يتم الحصول عليه من طرف السمسار، وهذا ما يسمى بالشراء الهامشي.

ثالثاً- الحسابات المجمعة : تعتبر هذه الطريقة إحدى الأشكال الحديثة لمهنة السمسرة، فانطلاقاً من هذه الحسابات يصبح السمسار وسيطاً بين العميل ومدير الاستثمار، بحيث يستفيد العميل من نصائح واستشارات السمسار الذي يقوم بإعداد قائمة من مديري الاستثمار بهدف اختيار العميل من بينهما المسئول عن تسيير أمواله مقابل تكلفة مجمعة تتضمن تكلفة خدمات كل من السمسار ومدير الاستثمار وتكلفة المعاملات بالإضافة إلى تكلفة التقارير التي يحصل عليها.

2-العمولات :

الجدير بالذكر هنا أن مدير الحسابات يحصل أكبر حصة من تعويضه في شكل عمولات تدفع عن طريق العميل ويتم حسابها على أساس معدل الدوران أو عمليات التبادل داخل حساب المستثمر. وقد يترتب عن ذلك مغالاة السمسار في التوصيات بإجراء تعديلات بخصوص الأوراق ذات العائد المرتفع، ذلك أن الأوراق المالية تختلف في نسبة العمولة المفروضة عليها، ولكن السماسرة الذين يغالون في معدل الدوران ثقة عملائهم و إثارة الشكوك في الأجل الطويل.

في بعض بورصات العالم مثل بورصة نيويورك تطالب الأعضاء بعمولات ثابتة وعليه كانت عمولة السمسرة محددة وليس من الممكن التفاوض في شأنها، مما أدى إلى توليد السوق الثالث، كان الدافع من وراء ذلك هو عدم تمتع المستثمرين بالخصم في العمولة عند التعامل مع الأسواق المنظمة، وبالتالي فإن السوق الثالث أعطى للمستثمرين إمكانية التفاوض على مقدار العمولة المقدمة للسماسرة.

يرجع السبب في اختيار السمسار إلى تبسيط عمليات التعامل في الأوراق المالية إلى حد كبير وكل ما هو مرغوب فيه من طرف المستثمر هو تزويد السمسار بما يطلق "بمواصفات الأمر".

فبعدها يتم اختيار السمسار من طرف المستثمر تأتي مرحلة تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية،

بحيث يجب أن يتضمن الأمر المواصفات الآتية في حالة الأسهم العادية²⁰:

أ- أمر المؤسسة؛

ب- أمر شراء أم بيع؟

²⁰ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق الذكر، ص 21.

ج- حجم الأمر؛

د- الفترة الزمنية التي يظل فيها الأمر ساريا.

ه- نوع الأمر.

أ- اسم المؤسسة :

يجب أن يحتوي الأمر السوقي على اسم المؤسسة سواءا تعلق الأمر بعملية البيع أو الشراء، وكذا الشكل القانوني والتأسيسي للمؤسسة، فمنها المؤسسات ذات السهم SPA والمؤسسات ذات المسؤولية المحدودة SARL... الخ .

ب- حجم الأمر :

فعندما يكون المستثمر راغبا في عملية البيع أو الشراء للأوراق المالية، فإنه يتعين عليه إصدار الأمر لطلبية دائرية بمعنى الأمر لمائة سهم أو مضاعفات المائة ولكن ليس بشكل مطلق، توجد حالات استثنائية، أو الأمر لطلبية صغيرة بحيث عدد الأسهم يتراوح من 01 إلى 99 سهم، أو الأمر يتضمن الطلبيتين، أما بالنسبة لتلك التي تزيد عن 100 سهم وفي ذات الوقت ليست من مضاعفات المائة يطلق عليها المزيج بين الطلبية الدائرية والصغيرة، فإذا كان الأمر يتضمن 359 سهم فإن ذلك يعني أمرا لثلاث طلبيات دائرية وأمر لطلبية صغيرة قدرها 59 سهم.

ج- الحدود الزمنية :

إن وضع الحدود الزمانية على الأمر يعتبر من الأهمية بمكان في تقنيات التعامل في البورصة بالنسبة لعلاقة المستثمر بالسمسار بهدف تنفيذ الأمر في الوقت الملائم والمناسب، فإذا كان الأمر واحد ويومي، فإن السمسار سيسعى جاهدا وراء تنفيذه خلال اليوم الذي ورد إليه الأمر من طرف المستثمر، وإذا لم ينفذ خلال ذلك اليوم فإنه يعتبر أمر ملغى، وإذا لم يضع المستثمر حدودا زمنية للأمر فإن السمسار سيعامله أنه أمر يوم واحد، إذن يمكن اعتبار المدة الزمنية أحد معايير التمييز بين الأوامر، فمنها الأسبوعية والشهرية والتي ستنتهي مدة صلاحيتها بانتهاء المدة المحددة إذا لم يتم تنفيذها خلال تلك المدة.

توجد كذلك الأوامر المفتوحة أو ما يسمى بالأوامر سارية النفاذ، والتي تبقى سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغائها بإذن من طرف المستثمر، والسمسار عادة ما يطلب من المستثمر تأكيد الأمر بشكل دوري، وهناك أيضا أوامر التنفيذ أو الإلغاء والتي تعبر عن ضرورة إلغاء الأمر إذا ما لم يتمكن السمسار من تنفيذ المر بشكل فوري.

ومن جانب آخر توجد الأوامر التي تترك للسماسار حرية التصرف فيها ويطلق عليها الأوامر الحرة وقد تكون حرية السماسار مطلقة أو نسبية تمس فقط جانب سعر الأمر وتوقيته.

فجدير بنا أن نوضح كيفية تنفيذ الأوامر في الأسواق المنظمة (سوق التداول).

بالنسبة للأوامر في الأسواق المنظمة : فنمط التعامل في الأسواق المنظمة يختلف عن التعامل في الأسواق غير المنظمة ذلك هذه الأخيرة لا تخضع لرقابة لجنة عمليات البورصة ومجلس الإدارة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في الأسواق المنظمة طبقا لآليات قوى العرض والطلب.

إذا كان أحد المستثمرين راغبا في شراء أسهم مؤسسة ما، فأول ما يبدأ به هو الاتصال بالسماسار الذي يتعامل معه باحثا عن سعر السهم، ففي هذه الحالة يقوم المسئول في بيت السمسرة بتقديم بعض المعلومات المتعلقة بأخر سعر للتداول وأعلى سعر وأقل سعر خلال اليوم مع تقديم آخر كمية تداول، فإذا قرر المستثمر شراء كمية معينة من الأسهم بسعر السوق يقوم السماسار بنقل هذا الأمر إلى ممثل السماسار في البورصة ويسمى بالسماسار الوكيل، الذي يقوم بالتوجه نحو المتخصص يكون هذا الأخير على دراية بالأسعار الجارية للسهم الذي يتعامل فيه، إذ يقوم كذلك بالاحتفاظ بدفتر الأوامر المحددة ، فيحدد كلا من سعر الشراء وسعر البيع وعند تنفيذ الأمر بسعر البيع يتم إبلاغ المستثمر.

هـ- أنواع الأوامر²¹:

-أوامر السوق :

وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسماسار لشراء أو بيع عددا محدد من الأوراق فورا. و هنا يكون السماسار ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر. وعلى هذا الأساس، فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه وأخيرا، فليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.

- أوامر محددة :

²¹ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق الذكر، ص23.

وهنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار المر للسهم. فإذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء، فإن السهم سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه. وإذا كان الأمر خاص بالبيع، فإن السهم سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه. وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر البيع. وعلى النقيض من أوامر السوق، فإن المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر.

– أوامر الإيقاف :

تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع وبالعكس، إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر. وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر السوق. وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه " أمر سوق مشروط ".

– أوامر إيقاف محددة :

تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين سعر: سعر إيقاف وسعر محدد. وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإنه يتم وضع " أمر محدد " عند " سعر محدد " وبالتالي يمكن النظر إلى " أمر الإيقاف المحدد " على أنه " أمر محدد مشروط ".

المطلب الرابع : أهم المؤشرات و طرق قياس تحركات البورصة

إذا كانت البورصة تمثل مقياسا لدرجة حرارة الاقتصاد الوطني فإن المؤشر البورصي مقياس لدرجة حرارة السوق في ظل تميز هذا الأخير بقدر من الكفاءة إذ يعكس الاتجاه العام لتحركات السوق والسياسة الاقتصادية الكلية، ومن الجانب التاريخي شهدت مؤشرات الأسواق المالية ابتداء من القرن التاسع عشر إذ هي أداة يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على حالة السوق وعليه يمكن القول بأن المؤشر يشكل الحافظة المالية للبورصة.

ومن ناحية أخرى يمكن اعتبار المؤشر كأداة لتقييم أداء المؤسسات المسعرة في البورصة انطلاقا من قياس حجم الطلب على أسهم هذه المؤسسات، إذ يمكن للمستثمر من إعطاء صورة واضحة إذا كان مقبلا على اتخاذ قرار بشأن الاستثمار في الأوراق المالية الصادرة عن قطاع معين أو مؤسسة معينة.

من خلال ما سبق نستنتج ما يلي :

- إن المؤشر تقنية من التقنيات التي تعطي للمستثمرين والسماسرة وبقية المستعملين نظرة واسعة حول ديناميكية أسعار القيم المتداولة في لحظة زمنية معينة، فهو مقياس للأسعار في السوق المالي وهو نوعان مؤشر عام يعطي بشكل عام وضعية السوق ومؤشر قطاعي يقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين.
- إن المؤشر هو الوسيلة التي تعكس بصدق سلوك السوق المالي ووسيلة لرصد التغيرات التي سيشدها السوق مستقبلا أي التنبؤ بحالة السوق.

لهذا يتعين علينا التطرق إلى كيفية بناء المؤشر، بهدف التعرف على أسباب عدم الاستقرار من ، ومن ناحية أخرى علاقة المؤشر بالورقة المالية المراد الاستثمار فيها ومدى قدرة المؤشر على تفسير التغير في أسعار الأوراق المالية وسلوكها بهدف التمييز بين ما هو صادر عن الورقة المالية بحد ذاتها أو حالة القطاع أو حالة السوق. وتشترك المؤشرات البورصية في ثلاث خصائص، إذ يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء بنائها²² :
- اختيار العينة الملائمة : من حيث انتقاء أكثر عدد ممكن من القيم المتداولة، حتى يكون المؤشر أكثر تمثيلا وهو ما يعرف بالحجم، يلي بعد ذلك الاتساع أي تمثيل مختلف القطاعات دون تحيز أو مؤشر قطاعي إذا كان يختص بقطاع معين، وأخيرا المصدر: مصدر الأسعار التي تتداول فيها الأوراق المالية.
- الأوزان النسبية لأفراد العينة : ويقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وفي هذا الصدد توجد ثلاث طرق شائعة لتحديد الوزن النسبي:

مدخل الوزن على أساس السعر : يتحدد وزن كل سهم نسبيا آليا، على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يرتكز عليها المؤشر.

الأوزان المتساوية: ويعني إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

الوزن على أساس القيمة: ويتم ذلك من خلال إسناد القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة تحت المؤشر، وتحسب القيمة المطلقة للمؤشر، بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات المدرجة تحت المؤشر.

-بناء المؤشرات وهي طريقة الحساب:

²² عبد الغني دادن، مرجع سابق الذكر. ص 182.

يجب أن يكون المهتم مدركاً لأساس الذي يحسب به المؤشر، حتى يتمكن من معرفة أداء المحفظة وأداء السوق وفي هذا المضممار يوجد :

*أساس المتوسط الحسابي (الأرقام القياسية).

*أساس المتوسط الهندسي.

إن قيمة المؤشر بناءً على ما سبق ستتغير حسب طريقة البناء، إذن قدرة المؤشر في تفسيره لسلوك الورقة المالية تتوقف على مدى مساهمة الورقة الصادرة عن المؤسسة في العينة التي تم اختيارها ومدى مساهمة قيمة الورقة المالية في قيمة المؤشر.

وفي بعض الحالات يتغير مؤشر البورصة الذي تم بناءه على أساس وزن السعر بأسعار الأوراق المالية دون الأخرى، ما يعرف بالتحيز، الأمر الذي يعكس المستوى العام للتغير، فعلى سبيل المثال إذا كانت أسهم المؤسسة تقع خارج دائرة التغير أو مؤسستان متشابهتان من ناحية رأس المال وتختلفان من ناحية عدد الأسهم، فإن ذلك ينتج عنه وزنان مختلفان داخل المؤشر طالما أن المؤسستان تختلفان من حيث عدد الأسهم فقط، علاوة على ذلك عملية اشتقاق الأسهم وفقاً لهذه المقاربة من شأنها أن تسبب خللاً في المؤشر.

أما بالنسبة للأوزان النسبية فإنه بالرغم من إمكانية الاختلاف في حجم وأهمية المؤسسات المصدرة للأوراق، إلا أنه يفترض تساوي الأوزان للأوراق، إن ذلك على شيء فإنه يدل على تساوي الأهمية، وعلى غرار ما سبق فإن المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة، يترتب عنها تغير في القيمة المطلقة للمؤشر وعلى العائد المتولد عنه، بسبب وجود اختلاف في سعر السهم.

1- تصنيف المؤشرات :

في الواقع يمكن تصنيف المؤشرات اعتماداً على الوظيفة والجهة التي تقوم بنشر وتسيير هذه المؤشرات كما يلي

:

أ- من جانب الوظيفة :

- مؤشرات عامة : إن هذا النوع من المؤشرات تهتم لحالة التداول إذ تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة، وعلى وجه الخصوص إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة على سبيل المثال مؤشر بورصة نيويورك و Standard and Poors.

- مؤشرات قطاعية صناعية : يتمثل دورها في قياس سلوك وتحركات السوق بالنسبة لقطاع معين مثال على ذلك مؤشر داو جنز للخدمات.

- مؤشرات الأسواق : يتم حساب هذه المؤشرات بهدف معرفة الاتجاه العام للسوق، طالما أن سوق التداول تتداول فيها أسهم المؤسسات.

ب- من جانب الجهة التي تقوم بنشر وتسيير المؤشرات:

- مؤشرات رسمية : وهي تلك الصادرة عن السلطات القائمة بتسيير شؤون البورصة أو الهيئات التابعة لها.

- مؤشرات غير رسمية : تلك الصادرة عن المؤسسات المالية والهيئات الإعلامية ومعاهد الإحصاء.

2- أشهر المؤشرات البورصية :

كما سبق وأن ذكرنا بأن المؤشر الغرض الأساسي له هو قياس اتجاه وتحركات السوق في الأجل القصير صعودا أو هبوطا.

وقد شهد المحيط الاستثماري وخاصة في الدول الصناعية خلال القرن العشرين تطورات جمّة، سواء من حيث عدد المؤسسات، أدوات الاستثمار، حجم التداول، انتشار الثقافة البورصية بحد ذاتها وتنوع مصادر التمويل، مع ظهور النظرية المالية، نظرية المراجعة، نموذج تسعير الأصول المالية، ونظرية محفظة الاستثمارات، مع تطور نماذج الإفصاح المالي والمحاسبي الذي لا يمكن للمستثمر بأي حال من الأحوال الاستغناء عنها، أسفر عن ذلك كله ظهور معايير لتقييم الأداء البورصي منها المؤشرات نورد أشهرها على الصعيد الدولي فيما يلي²³:

أ- الولايات المتحدة الأمريكية USA

-مؤشر داو جونز Dow Jones

يعتبر أقدم مؤشر، حيث نشر لأول مرة في "وول ستريت" في 03 يوليو 1884م وينتسب إلى مؤسسة "تشارلز دو" حيث كان حجم عينة الأسهم 9 أسهم ليرتفع في 26 ماي 1898 م إلى 12 سهم، ثم إلى 20 سهم في سنة 1916 م، واستقر في 30 سهم منذ سنة 1928م إلى يومنا هذا ويحتوي مؤشر داو جونز على:

- مؤشر داو جونز للصناعة (30سهم).

- مؤشر داو جونز للنقل (20سهم).

- مؤشر داو جونز للخدمات العامة (15 سهم).

²³ عبد الغني داند، مرجع سابق الذكر، ص184.

في حين يدعى المؤشر الجامع لهذه القيم المتداولة $65=15+20+30$ بالمؤشر المركب.

- ستاند آند بور 500 (S&p 500):

يتسع حجم عينة المؤشر إلى 500 سهم، حيث 400 سهم ل مؤسسة صناعية، 40 سهم لمؤسسات المنافع العامة، 20 سهم لمؤسسات النقل، 40 سهم للمؤسسات النشطة في القطاع المالي :

*S&p400

*S&p40

*S&p20

ب- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم²⁴:

ويأخذ بعين الاعتبار كافة الأوراق المالية المقيدة في بورصة " وول ستريت ".

- مؤشرات AMEX.

أسس حسابها 100 منذ 30-08-1973 م وتحتتم بحوالي 1000 سهم.

- مؤشر نازداك NASDAQ

يهتم بحوالي 2900 سهم، وأساس حسابه 1000 منذ 05-02-1971 م.

ج- اليابان TOKYO

- مؤشر نيكاي داو جونز NIKKEI DOW JONES

ظهر في سنة 1950 م لعينة متكونة من 225 مؤسسة، حيث يتم حساب الوسط الحسابي لأسهم هذه العينة.

- مؤشر طوبكس :

تم إنشائه في 04-01-168 ويغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على

أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر، ومن ثم فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية.

د- لندن LONDEN

²⁴ عبد الغني دادن مرجع سابق الذكر ص 184-185.

- مؤشر فاينانشل تايمز : FTSE100

أنشأ بتاريخ 30-11-1983 م، ويحسب على أساس 1000 نقطة لـ 100 مؤسسة مغطاة، تنتمي إلى مختلف القطاعات، وجاء هذا الخبير موزوناً على أساس القيمة السوقية، ويهدف إلى الاستقرار ذلك أنه لا يمكن إدراج وحذف مؤسسة، إلا إذا كانت ضمن المؤسسات الأكثر كفاءة ضمن المجال (90-110) على التوالي.

المؤشر = (الرملة البورصية لمائة قيمة ÷ الرملة البورصية القاعدية لمائة قيمة) * 1000

هـ- فرنسا PARIS BOURS

CAC40-

أساسه 1000 نقطة منذ 31-12-1987 م يحسب انطلاقاً من عينة 40 مؤسسة فرنسية مسعرة ضمن قائمة 100 الأولى ذات الرملة البورصية الهامة، ويعاد مراجعة العينة كل 6 أشهر ويوث للنشر، عبر الوسائل الإعلامية بشكل آني en temps real في كل 30 ثانية.

SBF120-

أساسه 1000 نقطة منذ 31-12-1990 م لعينة هامة مختارة، بما في ذلك كاك 40 حيث تتمتع بأكبر سيولة ورملة بورصية كبيرة مع سرعة دوران الأصول SBF80 وهو مركب من قيم SBF80 وهو مركب من قيم SBF120 التي لا تنتمي إلى كاك 40 وأساس حسابه 1000 منذ 31-12-1997 م.

SBF250-

أساس حسابه 1000 نقطة منذ 31-12-1990 ويتشكل من إجمالي القيم المدرجة في السوق الرسمية والثانوية.

و- أوروبا EUROPE²⁵

DOW JONES STOCK

تغطية 16 بلد أوروبي وأكثر من 600 قيمة.

DOW JONES STOCK 50

يحسب لأهم 50 قيمة في 16 بلد أوروبي.

DOW JONES EURO STOCK

تغطية المنطقة الأوروبية لـ 300 قيمة لمنطقة اليورو

DOW JONES EURO STOCK50

تغطية أهم 50 قيمة في منطقة اليورو ويستعمل أثناء إبرام العقود الآجلة والخيارات.

MIDCAC

يحسب على أساس 100 قيمة وسطية لمؤسسات فردية من بين المؤسسات

المسجلة في السوق الأولي والسوق الثانوي مع تفضيل الأكثر سيولة، كما

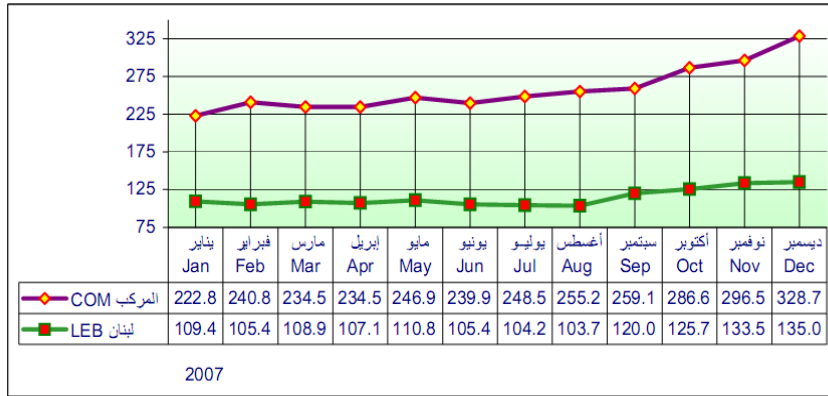
²⁵ عبد الغني دادن، مرجع سابق الذكر ص 186.

أنه يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

3- مؤشر بورصة بيروت كنموذج للتحليل :

سجل أداء البورصة تحسنا في نهاية الربع الأول من سنة 2007 بالمقارنة مع الربع الأخير من سنة 2006 ، فقد ارتفع مؤشرها بنسبة 5.9% إلا أنه وفي نهاية الربع الثاني من سنة 2007 انخفض المؤشر بنسبة 3.2% مقارنة بالربع السابق وبنسبة 16.5% مقارنة بالربع الثاني من عام 2006، وقد شهد المؤشر في نهاية الربع الثالث لسنة 2007 نموا بنسبة 13.9% مقارنة بنهاية الربع الثاني من نفس السنة وبنسبة 16.7% مقارنة بمستواه في نهاية سنة 2006 وفي نهاية سنة 2007 سجل المؤشر نموا بنسبة 12.6% مقارنة بالربع السابق و 31.3% ليبلغ 135 نقطة بنهاية سنة 2006 (102.8 نقطة) واصل المؤشر نموه الموجب سنة 2008 حيث سجل معدل نمو 4.7% ليبلغ 141.4 نقطة مقارنة مع 135 نقطة نهاية سنة 2007 وبنسبة 29.8% مقارنة بالربع الأول من سنة 2007. والشكل التالي يوضح تطور مؤشر بورصة بيروت المحسوب من قبل صندوق النقد العربي في الفترة ما بين جانفي 2007 و ديسمبر 2007.

الشكل رقم (6) يوضح : تطور مؤشر بورصة بيروت (2006-2007)



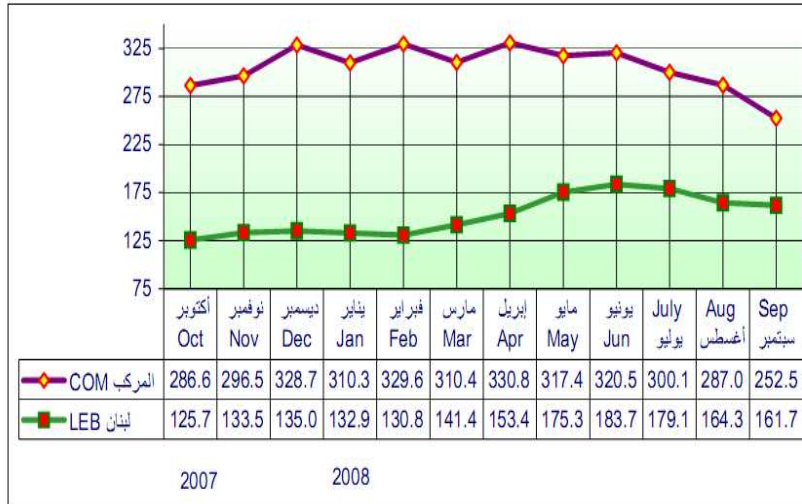
نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2007	ديسمبر 2006	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2007	سبتمبر 2007
31.3	135.0	102.8	12.6	135.0	120.0

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 52-2007.

سجل المؤشر نموا في نهاية الربع الثاني لسنة 2008 بنسبة 29.9% ليبلغ 183.7 نقطة مقارنة بـ 141.4 نقطة في الربع السابق وبنسبة 74.2% بالمقارنة مع الربع الثاني من سنة 2007 ثم انخفض بنسبة 12% ليبلغ 161.7 نقطة مقارنة بـ 183.7 نقطة في نهاية الربع السابق، أما مقارنة مع الربع الثالث من سنة 2007 فقد ارتفع المؤشر بنسبة 38.8%.

في نهاية سنة 2008 سجل المؤشر انخفاضاً بنسبة 13.5% مقارنة بنهاية سنة 2007، و بنسبة انخفاض 8.27% مقارنة بالربع الثالث من سنة 2008.

الشكل رقم (7) يوضح : تطور مؤشر بورصة بيروت (2007-2008)



نسبة التغير بين الفترةين (%)	Sep سبتمبر 2008	Sep سبتمبر 2007	نسبة التغير بين الفترةين (%)	Sep سبتمبر 2008	يونيو June 2008
34.8	161.7	120.0	-12.0	161.7	183.7

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 55-2008.

فقد احتل مؤشر بورصة بيروت في الربع الأول من سنة 2007 المرتبة الرابعة من حيث معدل النمو بعد كل من بورصة الدار البيضاء 33.8% وتونس بنسبة 15.7% وعمان بـ 11.9%.

أما في الربع الثاني فقد سجل انخفاضاً قدره 3.2% ثم يعود للارتفاع ويحتل المرتبة الأولى من حيث النمو في الربع الثالث من سنة 2007 بمعدل 13.9% أما في الربع الرابع فقد نال المرتبة التاسعة بعد كل من مؤشر السعودية، دبي، مسقط، أبوظبي، الخرطوم، الدوحة، وبورصتي القاهرة والإسكندرية، في حين عرف كل من سوق الكويت وبورصة الدار البيضاء تراجعاً في النمو.

الجدول رقم (5) : يوضح نسبة التغير المثوي في مؤشر صندوق النقد العربي

نسبة التغير المنوي في مؤشر
صندوق النقد العربي
(Percentage Change in AMF Indices)

Market	2008				2007		السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	عام 2008	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Exchange	-17.5	-18.3	-11.5	-44.6	-18.1	69.8	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	0.8	-12.4	-24.7	22.1	-18.0	42.5	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	-3.0	-13.2	-11.5	-35.7	-15.0	11.9	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	0.6	-16.8	-26.6	-59.2	-18.9	37.6	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	-9.8	-7.7	-25.8	-40.3	-19.9	26.6	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	0.0	-7.4	-8.8	-19.0	-15.5	41.2	بورصة القيم المغفولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	1.6	-5.5	-7.9	-3.8	3.1	0.4	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	-0.2	-3.4	-10.8	1.6	5.4	30.4	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-13.3	-29.5	-25.0	-65.0	-22.6	56.3	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	-0.4	1.7	-1.8	-5.7	-2.0	-6.8	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	6.4	-21.0	-17.0	-18.0	-7.5	-12.1	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	-9.0	0.1	-27.4	-41.9	-26.9	50.9	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	10.6	-9.0	-21.5	-22.2	-16.9	30.0	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	-1.8	-15.7	-12.7	-13.5	-11.9	31.3	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	0.2	-10.0	-27.1	-50.9	-28.1	32.8	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Composite Index	-3.0	-14.1	-21.0	-49.4	-21.2	38.3	المؤشر المركب

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008.

المطلب الخامس: كفاءة البورصة.

يعود الفضل فيما يخص كفاءة السوق المالي إلى المنظر فاما **FAMA 1965-1970**، بحيث تكون أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات لكافة المستثمرين إذ تستند الكفاءة إلى رشادة المستثمرين أثناء اتخاذ قراراتهم، فالأصل المالي يقيمه كل المستثمرين في السوق.

فأسعار الأوراق المالية تتغير بشكل عشوائي، هذه التغيرات المتتالية للأسعار تكون مستقلة بسبب ظهور معلومات جديدة في كل وقت وحين.

فحسب هذه النظرية أنه من غير المعقول أن نعلم في تحديد سعر اليوم وسعر المستقبل استنادا إلى أسعار ماضية.

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية :

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبشها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي أداة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية، التي يتولد عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون

القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه²⁶.

ويمكن تعريف السوق الكفاء كالآتي²⁷:

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات. وهناك تعريف آخر للسوق الكفاء يأخذ الصورة التالية²⁸:

يعتبر السوق كفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية - في المتوسط - باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء.

وفي هذا الصدد اقترح فاما ثلاث مستويات لفرضية الكفاءة:

- **كفاءة ضعيفة** : بحيث توجد كل المعلومات حول الأسعار الماضية للورقة المالية، فنكون أمام كفاءة من المستوى الضعيف.

- **كفاءة شبه قوية** : تواجد للمعلومات الماضية زائد معلومات منشورة عمومية، تتضمن التقارير السنوية والتحليل الفني والأساسي، علما أن التحليل الفني يستند إلى التمثيل البياني لأسعار الأصول المالية في المستقبل، انطلاقا من الماضي والتحليل الأساسي يستند إلى معلومات خاصة بالمؤسسة (التحليل المالي للمؤسسة) إضافة إلى معلومات تتعلق بالاقتصاد الكلي (التضخم، البطالة، العجز الموازي، الناتج المحلي الإجمالي PIB) ضف إلى ذلك المعلومات القطاعية وبالتالي نكون أمام كفاءة من المستوى شبه قوي.

- **كفاءة قوية** : تواجد كلي للمعلومات، المعلومات الماضية والمعلومات الخاصة والمعطيات الاقتصادية والقطاعية مضافا إليها المعلومات المفضلة التي يتحصل عليها مجموعة معينة من الأشخاص أو تلك الصادرة عن بيوت الاستشارة والخبرة وبالتالي نكون أمام حالة كفاءة من المستوى القوي.

والحالتين الأولتين من الكفاءة هما الشائعتين (الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه قوية).

وبأثر المنافسة الشديدة بين المستثمرين تكون الأسعار متماثلة، ومن أحد وأهم الرواد الذين قاموا باختبار فرضية الكفاءة سام ولسن سنة 1965 على أساس المنافسة التي تقع في الأسواق المالية، وحسب الكاتب شليفر سنة 2000 أعطى ثلاثة تصورات بديلة بهدف توضيح صحة فرضية الكفاءة:

²⁶ مفتاح صالح/ معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07/2009-2010 ص 181.

²⁷ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص 111.

²⁸ مرجع سابق الذكر، ص 112.

- كل المستثمرين في السوق المالي تتوفر فيهم الرشادة وإذا حدث وأن اختلف سعر الأصل المالي عن قيمته الحالية سيكون رد فعل تلقائي (سلوك مماثل) وبالتالي يتساوى السعر الجاري مع السعر الحالي (السعر الأصلي).

- يتمثل في ضعف أو عدم رشادة فئة من المستثمرين مع تميز معاملاتهم بالعشوائية بالشكل الذي يتحقق معه تعويض تبادلي وبالتالي سلوكهم يكون له تأثير حيادي على أسعار الأصول المالية الحياضية هذه الفئة من المستثمرين قراراتهم يجب أن تتميز بالاستقلالية.

- يفترض أن كافة المستثمرين لا تتوفر لديهم الرشادة وأعمالهم مرتبطة، لا بد أن تكون أفعال المحكمين تتوفر لديهم الرشادة، الأمر الذي يدفع بالمحكمين إلى جعل أسعار الأصول المالية تتجه نحو القيمة الحقيقية الأصلية.

ومن بين الانتقادات التي يمكن أن نوجهها لهذا النوع من التعريف للكفاءة:

- يجب تحديد المعلومات التي تحدد الأسعار الحقيقية بشكل دقيق.

- هناك ما يسمى بمفهوم مردودية التوازن للورقة المالية، بحيث يجب أن يتوفر نموذج بهدف تحديد القيم التوازنية للورقة المالية.

أحيانا اعتقاد أن السوق غير كفاء يؤدي إلى كفاءة السوق لأن ذلك يدفع بالمستثمرين المضاربين إلى محاولة تحقيق أرباح غير عادية، الأمر الذي يؤدي إلى جعل أسعار الأصول المالية تؤول نحو القيمة الحقيقية عن طريق سلوك التحكيم.

في واقع الأمر، يرغب كل المستثمرين في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب معه توفر مجموعة من الشروط، منها الإفصاح المالي والمحاسبي وتوفر قدر كافي من البيانات والمعلومات الصحيحة بعيدا عن التدليس والتضليل، حتى يتمكن المستثمرين من ترشيد قراراتهم المالية بشكل سليم.

وفي ذات السياق ومع توسع دائرة النشاط الاقتصادي على المستوى العمودي والمستوى الأفقي، تزامن معه توسع دائرة الأسواق المالية باعتبارها مصدرا مهما للتمويل وأرضا خصبة لعملية الاستثمار مع إعطاء إمكانية تحقيق الأرباح، ولتحقيق ذلك يجب أن يتصف السوق المالي بقدر كافي من الكفاءة، ذلك أن أسعار الأوراق المالية كثيرا ما تتعرض للتقلبات على مختلف الآجال الطويلة والمتوسطة والقصيرة.

وقد شهدت اقتصاديات الدول المتقدمة نوعا من التحرر المالي مع تطور أسواقها المالية، أسفر عن ذلك إدراكا للدول العربية لهذا التوجه وحاولت أن تسايره، غير أن المعوقات حالت دون تحقيق ذلك.

وما دام أننا نتحدث عن كفاءة البورصة، فجدير بنا أن نتطرق إلى تعريفها مع تسليط الضوء على أنواعها وشروط تحقيقها، مع توضيح أهميتها خاصة في ترشيد قرار المستثمر المالي.

إن المهتمين بالأسواق المالية متعددون مما أدى إلى تنوع وجهات النظر والأفكار، إذ نتعرض إلى بعض التعريفات التي يمكن أن تمس جانب الكفاءة بشكل واسع وأكثر تفصيلاً.

في سنة 1992 جاء تعريف جديد لماركيل:

يكون السوق المالي كفؤاً إذا اتصف بالكمال وكان يعكس بشكل صحيح كافة المعلومات المتاحة في تحديد الأسعار التوازنية .

فبعض الآراء ترى بأن المستثمر الفردي عادة ما تكون فرصته محدودة، إلا إذا اتصف السوق بالكفاءة متميزاً بالعدالة في الأسعار، وبظهور فرصة الاستثمار عبر الانترنت ساعد على تدعيم المركز التنافسي للمستثمر من جهة ومن جهة أخرى ساعد على تفعيل الكفاءة نظراً للسرعة في انتشار المعلومات وبدون تكلفة وهي أهم شروط السوق الكفاء.

2 - شروط السوق المالي الكفاء :

حسب تحليلنا يتطلب السوق المالي الكفاء جملة من الشروط منها :

- المنافسة التامة بحيث أن انسحاب أحد من المنافسين لا يؤثر على وضعية الأسعار؛
- ضرورة الإفصاح المالي والمحاسبي لكل ما يتعلق بالوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسات المدرجة في البورصة مع توفر قدر كافي من البيانات والمعلومات حول السياسة الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، سعر الصرف، معدلات الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، الاقتطاعات الضريبية...) ومعلومات قطاعية؛
- تخفيض تكلفة المعاملات إلى أدنى مستوياتها مع انتشار نفس المعلومات بشكل سريع لدى كافة المستثمرين في نفس الوقت؛
- اعتماد نظام معلومات فعال الذي يحمل معه كافة الإجراءات والقواعد الكفيلة بتدفق المعلومات للمستثمرين بهدف وصول قراراتهم إلى مستوى الرشادة المطلوبة؛
- الشفافية أي التصريح بشكل صحيح عن المراكز المالية للمؤسسة المدرجة في البورصة وعدم التدليس، حتى تكون تصرفات المستثمرين مبنية على قرارات سليمة تتصف بالمعقولة و الأمثلية.

3- خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة²⁹: وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء :

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تنظيم ثرواتهم؛
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء المؤسسات خلال الفترات القادمة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

4- أنواع الكفاءة :

بشكل عام حسب زاوية نظرنا يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما :

أ- الكفاءة الكاملة : يقصد بها وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

ب- الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر من أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

وبهدف التخصيص الأمثل للموارد المالية المتوفرة، يتطلب الأمر سمتان أساسيتان لتحقيق الكفاءة³⁰:

²⁹ مفتاح صالح/ معارف فريدة، مرجع سابق الذكر، ص 182.
³⁰ مفتاح صالح/ معارف فريدة، مرجع سابق الذكر، ص 186.

كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية": يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

5- المشاكل المتعلقة بالسوق المالي:

هناك بعض المشاكل تتعلق بالسوق المالي تحول دون تحقيق الكفاءة ومنها على سبيل الذكر لا الحصر:

- مشكلة عدم التماثل في المعلومات:

فالكثير من المستثمرين يبحثون ويرغبون في المزيد من المعلومات المتعلقة بشأن أسعار الأسهم بهدف المساعدة في اتخاذ القرار، ولكن المشكلة التي تواجهها الأسواق وخاصة الدول العربية، هو عدم تدفق المعلومات بشكل آني ودقيق، حتى وإن وصلت لاتصل في الوقت المناسب أو لا تصل لكافة المستثمرين في نفس الوقت، ومما يزيد ذلك تعقيدا أحيانا تجد المعلومة ظاهرها شبيء وباطنها شبيء آخر أي تحمل في ثناياها مقاصد أخرى.

- ضعف الإفصاح المالي والمحاسبي:

يعتبر نظام المعلومات المحاسبي من الأهمية بمكان في المعلومات الاقتصادية، الواردة إلى سوق الأوراق المالية، ذلك أن المعلومة المحاسبية يعتمد عليها في تقييم الأوراق المالية ورصد المخاطر المتعلقة بالاستثمار في هذه الأوراق، بحيث أن الإفصاح المالي والمحاسبي يعتبر جانبا قانوني بحيث تلتزم المؤسسات المدرجة في السوق كل مخرجات

النظام المالي والمحاسبي من قوائم مالية وجدول حسابات النتائج وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة المركز المالي... الخ .

لكن الإشكال المطروح في الجانب التطبيقي لهذا النظام غير مطبق بكل حدافه في واقع الأسواق، ضف إلى ذلك التضليل في المعلومات المقدمة من طرف المؤسسات وتلاعب بعض مؤسسات الجدارة الائتمانية في تقييم الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسات، وعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية التي تشترط الإفصاح بكل شفافية، فذلك يعد خرقاً لقواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة مما يؤدي إلى الاضطراب في القرار الاستثماري.

-ارتفاع تكاليف المعاملات:

إن بعض مؤسسات السمسرة الساهرة على نشر المعلومات والتقارير الخاصة عن بعض الأوراق المالية فيما يخص عمليات البيع والشراء وتوجيه النصح والإرشاد لجمهور المستثمرين، كل هذا فإن بعض السماسرة يستغلون فرصة الرفع في تكاليف الوساطة، الأمر الذي يرهق كاهل المستثمرين ويعيق مساهمهم باتجاه البحث عن المعلومات وطلب مساعدة وخدمات المستثمرين.

- التقلبات الشديدة في الأسعار:

إن الخاصية المميزة لواقع الأسواق المالية خاصة منها العربية هو شدة التقلبات في الأسعار وهجوم موجات عدم الاستقرار، ذلك راجع إلى عوامل عديدة منها المصادر الخارجية للتمويل المعتمدة، التي تمثل القروض وزيادة إنتاج المزيد من الأسهم وخاصة مع إهمال القدرة على التمويل الذاتي فيما يخص الأرباح المحتجزة (غير الموزعة)، فإن ذلك ينتج عنه تقلب شديد في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، ولتفادي هذا الإشكال يجب وضع مجال يسمى بالهامش المسموح به للتقلب السعري اليومي للورقة المالية.

المطلب السادس : تقييم كفاءة البورصة.

بهدف تعزيز قدرة متخذي القرار من المستثمرين والوسطاء الماليين في إجراء الرقابة على أداء السوق والتحسب لأي احتمالات تراجع حادة للعمل على تفاديها، وسعياً نحو ترشيد القرار الاستثماري وتسييل الرقابة على حسن أداء السوق، تأتي هذه المحاولة بهدف إرساء إمكانية تطبيق مؤشر الكفاءة كأحد المقاييس المسلم بها في تقييم كفاءة الأسواق المالية علاوة على استخدامها كنموذج للتنبؤ بالأحوال المتوقعة للسوق مستهدفين من خلال ذلك على وجه الخصوص احتمالات الانخفاض الحادة والتراجع في القيم.

إن الدراسات ووجهات النظر للباحثين مختلفة في ما يخص إيجاد مؤشرات لتقييم كفاءة السوق المالي ولكنها تتفق إلى حد ما في النتائج المتوصل إليها، إذا كانت المتغيرات المستعملة في التقييم موحدة وتتسم بالموضوعية

Ibbotson and Riepe والقواعد العلمية والرياضية، وفي هذا الصدد تجدر الإشارة الدراسة التي قام بها سنة 1997 في إيجاد مؤشرات للكفاءة من أجل التعبير عن الدلالة في رسم السياسة التنبؤية لأداء السوق كعامل للكفاءة، وخلصت الدراسة أنه توجد تحركات دورية لمعدلات العائد بحيث أداء أسهم النمو يفوق على أداء أسهم القيمة خلال فترات زمنية معينة.

تشير الدراسات والأبحاث الجامعية إلى وجود مجموعة من الاختبارات تبين مدى كفاءة السوق المالي³¹:

1- اختبار جذر الوحدة بالانحراف :

يعد نموذج المسار العشوائي الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) في المعادلة (E_{it}) مستقلاً وغير مرتبط بالأخطاء العشوائية في الفترات السابقة وكذلك يفترض أن التغيرات أو التقلبات في الأسعار موزعة بصورة متماثلة وتتبع التوزيع الطبيعي بموجب العلاقة التالية :

$$P_{it} = \hat{a} + B P_{it-1} + E_{it} \dots\dots\dots(17)$$

2- اختبار دكي - فلر مع الاتجاه

إعادة كتابة المعادلة رقم (17) بطريقة تأخذ في الاعتبار نمو الأسعار مع مرور الزمن على نحو:

$$P_{it} = \hat{a} + p_t + B P_{it-1} + E_{it} \dots\dots\dots(18)$$

P_{it} = سعر سهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t)

P_{it}^{-1} = السعر اليومي للسهم في الفترة السابقة (t-1)

\hat{a} = الحد المطلق أو الانحراف في سعر السهم.

P = معامل الاتجاه.

T = الاتجاه .

B = معامل السعر المتباطئ والذي يعادل (الوحدة الواحدة).

E_{it} = الخطأ العشوائي.

3- اختبار دكي - فلر³²

$${}^{\in}P_{it} = \hat{a} + B P_{it-1} + E_{it} \dots\dots\dots(19)$$

${}^{\in}P_{it}$ = الفروق الأولى في سعر السهم.

P_{it} = السعر اليومي للسهم في الفترة السابقة (t-1)

³¹ وائل إبراهيم الراشد، حركة عشوائية أم تنبؤات ؟ جامعة الكويت ص19.

Le 25/11/2010, www1.kku.edu.sa/conferences/ssfep

³² وائل إبراهيم الراشد، مرجع سابق الذكر. ص21.

\hat{a} = الحد المطلق أو الانحراف في سعر السهم.

B = معامل السعر المتباطئ والذي يعادل (الوحدة الواحدة)

E_{it} = الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) أو المتبقي.

4-اختبار الارتباط الذاتي

$$E_{it} = \hat{a} + \xi E_{it-1} + E_{it} \dots\dots\dots(20)$$

E_{it} = الخطأ العشوائي المقدر لسعر السهم (i) في الفترة (t) .

E_{it-1} = البواقي للفترة المتباطئة (فترة سابقة واحدة) .

\hat{a} = الحد المطلق أو الثابت.

ξ = معامل البواقي للفترة المتباطئة المتوقع أن يكون (صفرا)

E_{it} = الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) أو المتبقي.

تبين المعادلة رقم (20) بأن ξ يجب أن تكون صفرا بصورة ملحوظة لرفض وجود أية حالة مستقرة. كما أن

قيمة اختبار دوربان - واتسون تستخدم لتقديم دليل على عدم وجود ترابط ذاتي.

5-اختبار التمهيد الأسى³³

$$P_{it+1} = O P_{it} + (- O)^{fp} E_{it} \dots\dots\dots(21)$$

P_{it+1} = سعر سهم الشركة (i) المتوقع للفترة الزمنية التالية ($t+1$) .

P_{it} = سعر سهم الشركة (i) في الفترة الزمنية ($t+1$) .

O = معامل التمهيد يكون بين (0 و 1) .

$^{fp} E_{it}$ = سعر سهم الشركة (i) المتوقع للفترة الحالية

يهدف من استخدام هذه الطريقة الحصول على معامل (O) بقيمة 1 حتى هو تتمكن من إثبات جذر

الوحدة، لضمان أن الأسعار تسير سيرا عشوائيا. يأخذ المعامل (O) قيما تتدرج من الصفر إلى الواحد بدرجة

0.1 ويكون أفضل نموذج عندما يكون الخطأ التربيعي الأقل قيمة.

المطلب السابع: أنواع السلوك في البورصة

إن المستثمر في السوق المالي يستعمل ثلاثة أنواع من السلوك³⁴:

- التغطية؛

- المضاربة؛

-التحكيم.

³³ وائل إبراهيم الراشد، مرجع سابق الذكر، ص23.

³⁴ Pierre vernimmen .finance d'entreprise. Dalloz. 6^{eme} édition 2005 p354.

المبحث الثاني : الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية.

إن الورقة المالية تعبر عن الملكية لحاملها(المستثمر)، محددة ماله من حقوق ويمكن تحويل هذه الملكية وما عليها من حقوق وشروط إلى مستثمر آخر وعلى هذا الأساس فإن³⁵:

الورقة المالية: هي التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في ظل شروط محددة سلفا.

$$R = \frac{r^n - r^{n-1}}{r^{n-1}} \dots\dots\dots(22)$$

R:معدل العائد.

r^n :الثروة في نهاية الفترة.

r^{n-1} :الثروة في بداية الفترة.

فالأوراق المالية تتوزع وتنوع إلى عدة أشكال منها :

1-السند: عبارة عن ورقة مالية تثبت بأن حاملها أقرض مبلغا من المال إلى شخص قد يكون هذا الأخير مستثمر فردي أو مؤسسي لمدة زمنية معينة بمعدل فائدة معين.

والسندات بدورها تنقسم إلى :

أ-السند العادي: وهو عبارة عن سند صادر بقيمة اسمية مدفوعة عند الاكتتاب عند آجال الاستحقاق بحيث يتحصل على قيمة السند المكتتب على قيمة السند الاسمية إضافة إلى فائدة ثابتة.

ب-السند المضمون: إن هذا النوع من السند يصدر بقيمة اسمية بحيث يكتب بفائدة ثابتة تتميز عن غيرها بضمان قد يكون شخصي أو عيني لحامل السند من طرف المؤسسة أو البنك أو الحكومة.

ج-السند القابل للتحويل: هي تلك السندات التي لها إمكانية التحويل إلى أسهم وتمتع كذلك بقابلية التحويل إلى شكل آخر من السندات، فيمكن للمستثمر أن يتحول من دائن إلى مساهم.

د-السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: يصدر هذا السند بسعر الإصدار فله قابلية الاسترجاع عند أجل محدد وبسعر أعلى متضمنا علاوة الإصدار.

³⁵ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق الذكر، ص 05.

2- الأسهم: إن السهم عبارة عن ورقة مالية تثبت بأن حاملها يملكها جزءا من رأس مال المؤسسة وبالتالي يصبح شريكا، فحامل السهم له الحق في استرجاع السهم عند نهاية المدة مع الاستفادة من توزيع الأرباح وتحمل الخسارة. فهناك كذلك عدو تصنيفات للأسهم منها على سبيل المثال :

أ- أسهم عادية: فهي تمثل اللبنة الأساسية والأصلية للأسهم التي تعتمد على تقسيم الأسهم بصورة متساوية من ناحية القيمة والحقوق والواجبات، فحامل السهم العادي يتمتع بمجموعة من الحقوق منها :

- يستفيد بقسط من الأرباح عند التوزيع؛

- له حق الاشتراك في أصول المؤسسة عند التصفية؛

- يتمتع بحق الاشتراك في التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

- له إمكانية نقل ملكية السهم وفقا للأساليب المنصوص عليها في القانون؛

- له الحق في حضور عقد الجمعيات بمختلف أنواعها العامة والعادية والاستثنائية.

ب- الأسهم الممتازة :

هذا النوع من الأسهم يمنح لحاملها امتيازات إضافية، سبب هذه الامتيازات راجع إلى رغبة المؤسسة في استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وتحفيزهم على المشاركة في رأس المال، فحامل هذا النوع من السندات يتمتع بمجموعة من الامتيازات منها ما يلي :

- الاستفادة من الأولوية عند تقرير توزيع الأرباح؛

- يستفيد من أصوات إضافية عند عقد الجمعية العامة؛

- في حالة تصفية أصول المؤسسة حاملها له الأولوية عند تقسيم الأصول.

على غرار ما سبق ذكره فيما يخص الأوراق المالية توجد أوراق مالية أخرى:

أ- وثائق الاستثمار :

فهي أوراق مالية يتكفل بإصدارها صندوق الاستثمار عن طريق عملية الاكتتاب العام لجمهور المستثمرين، ويصدر هذا النوع من الوثائق بمجرد الإعلان عن نشرة الاكتتاب التي تمثل النظام الأساسي للصندوق الذي يحتوي على شروط العقد المتفق عليها بين حامل الوثيقة والصندوق وخاصة ما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح وتحمل الخسائر.

إن وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار المغلقة تتميز بقابلية التداول في السوق بين المستثمرين، فالوثيقة تصدر بقيمتها النقدية الكاملة طبقا لسعر الإصدار أما بالنسبة لوثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق المفتوحة غير قابلة للتداول في السوق فتسترد من طرف الصندوق وفقا لسعر محدد.

ب- الأوراق المالية الحكومية :

مصدرها من طرف الحكومة، متمثلة في السندات الحكومية وتتسم بالضمان، بكل ثقة وأمان فالمخاطرة الوحيدة التي يمكن أن يتلقاها المستثمر، هي تلك الحالة التي تكون فيها الحكومة غير قادرة على السداد، فالسوق ينظر إلى هذه المخاطرة بأنها تقول إلى الصفر، سبب إصدار هذه الأوراق هو الحصول على موارد مالية قد يكون لتغطية العجز في الميزانية العمومية وما يتبع ذلك من أوجه الإنفاق العام.

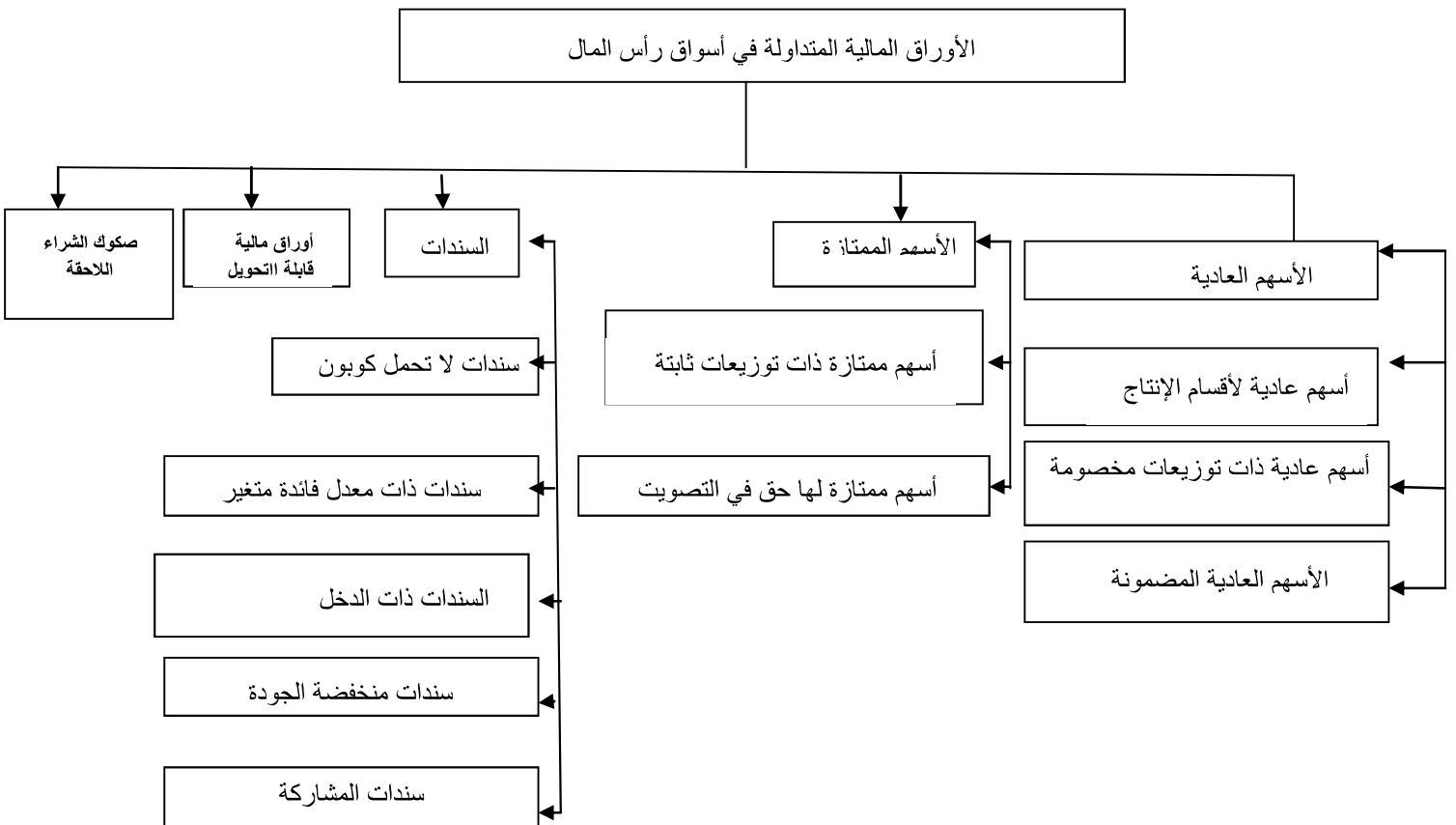
فالأوراق الحكومية لها أشكال منها :

أذونات الخزنة، تعهدات الخزنة، وسندات الخزنة، تعتبر مدة الاستحقاق معيارا للتمييز بين هذا الأوراق.

- أذونات الخزنة : هي أوراق مالية قصيرة أجل الاستحقاق، مدتها تتراوح من 3 أشهر إلى سنة.
- تعهدات الخزنة : هي أوراق مالية متوسطة أجل الاستحقاق، تتراوح مدتها من سنتين إلى 10 سنوات.
- سندات الخزنة : هي أوراق مالية طويلة أجل الاستحقاق، تتراوح مدتها من 10 سنوات إلى 30 سنة.

فالشكل أدناه يمكن أن يعطي لنا صورة بسيطة عن بعض الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

الشكل رقم (8) يوضح : بعض الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال



المصدر: .عبد الغفار حنفي. رسمية زكي، مرجع سابق الذكر، ص251.

المطلب الثاني : أنواع القيم والمعايير المتعلقة بالأوراق المالية.

تتضمن النظرية المالية مجموعة من المفاهيم المتعلقة بالمعايير المعتمدة في تقييم الأسهم والسندات.

أولا : قيم الأوراق المالية

1- القيمة الاسمية³⁶ :

تشير القيمة الاسمية للسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشركة. و القيمة الاسمية للسهم ببساطة هي قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم.

2- القيمة الدفترية³⁷ :

تشير القيمة الدفترية للسهم إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة ويمكن حساب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم.

$$(23) \dots\dots\dots = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة}} \text{ القيمة الدفترية}$$

يستعمل هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور السهم عبر مختلف الأزمنة. فكلما زادت القيمة الدفترية للسهم بشكل أكبر من عوائد أو توزيعات الأسهم ازداد حجم التفضيل لهذا السهم لدى المستثمر المتحفظ، أما بالنسبة للمستثمر المغامر يهتم بالعوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ بالأسهم لوقت طويل.

فإذا كانت القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي القيمة السوقية يعتبر القرار الاستثماري مثاليا وذو جدوى كبيرة لماذا ؟

إذا وقعت الحالة السابقة عند التصفية فإن قيمة البيع هي نفسها القيمة المسجلة في السجلات، أما إذا كان هناك فارق كبير بين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية فإن ذلك سيؤدي بنا إلى الارتفاع في درجة المخاطرة وغالبا ما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية.

وبشكل عام تعتبر القيمة الدفترية مؤشر ضعيف لقيمة السهم نظرا للأسباب التالية :

- إن القيمة الدفترية للسهم تشير إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة التي سيكون عليها السهم مستقبلا.

³⁶ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق الذكر، ص 55 .
³⁷ مرجع سابق الذكر، ص 56.

- إن عملية المقارنة بين المؤسسات باستعمال القيمة الدفترية ينجم عنها العديد من المشاكل، فقد تشابه مؤسستين من جميع الجوانب ما عدا الإجراءات والمعايير المحاسبية المستعملة، فقد تستخدم أحد المؤسسات أسلوب الوارد أخيرا يصرف أولا LIFO بالنسبة للمخزون وقد تستعمل أخرى أسلوب الوارد أولا يصرف أولا FIFO أثناء تقييم المخزون وكذلك الشأن بالنسبة لنمط الإهلاك كأسلوب القسط المتناقص.

3- القيمة السوقية :

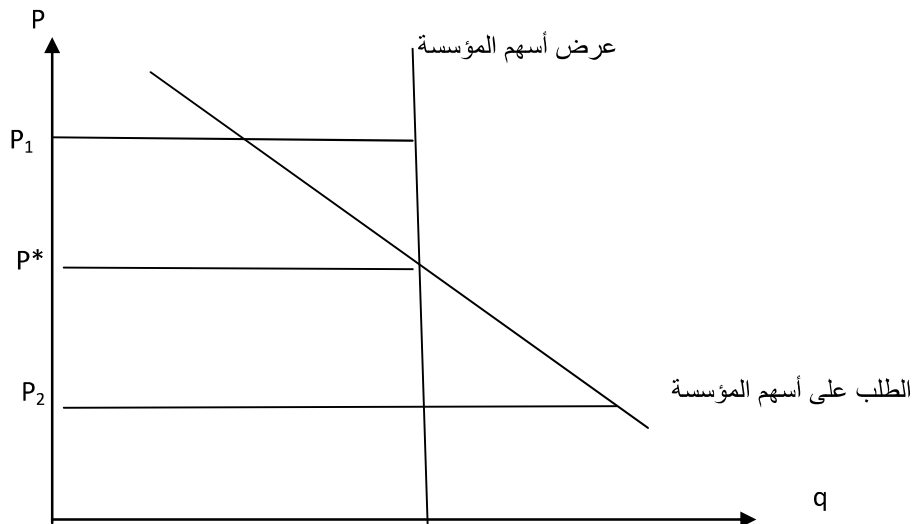
إن القيمة السوقية للسهم تتحدد وفقا لمتغيرين أساسيين: التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والمعدل الذي تخصم به التدفقات بهدف حساب القيمة الحالية، ومن خلال القيمة السوقية يتحدد السعر الذي تباع به الورقة المالية.

القيمة السوقية للسهم : تتمثل في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها : يعبر عنها بعدد الأسهم المكتتب فيها مضربا في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

فالسعر السوقي من أهم الأساليب المعتمد عليها في عملية تقييم السهم من طرف الراغبين في الاستثمار، وهذا ما سيتم التعبير عنه بالمنحنى الموالم

الشكل رقم (9) : يوضح كيفية تحديد أسعار الأسهم في السوق



المصدر: محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، ص52.

من خلال المنحنى نجد بأن السهم شأنه شأن بقية السلع فسعره السوقي يتحدد وفقا لقوى السوق (العرض والطلب).

فمنحنى العرض نلاحظ بأنه يمثل خط عمودي ثابت في لحظة زمنية معينة وموازيا لمحور الأسعار، أما بالنسبة لمنحنى الطلب على الأسهم فإنه يعتمد على السعر الذي يمكن أن يشتري به السهم، وعلى هذا الأساس يمكن القول بأنه عند مستويات الأسعار المرتفعة فإن الراغبين في شراء السهم أولئك هم المتفائلون بمستقبل السهم ولكن عدد هذه الشريحة ضئيل، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة فمن المحتمل أن تسجل زيادة في الطلب على السهم، إذن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وحجم الطلب عليه.

فمن خلال الشكل نجد بأن السعر التوازني للسهم يتمثل في P^* أين تتعادل الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة، فعند مستويات الأسعار المرتفعة بالضبط عند P_1 فإن المستثمرين سيرغبون على اقتناء كميات من السهم بحجم أقل من الكميات المعروضة، وهو ما ينتج عنه انخفاض في سعر السهم ليصل إلى سعر التوازن P^* ، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة بالضبط P_2 فإن المستثمرين سيرغبون في اقتناء الكميات المطلوبة من السهم بحجم أكبر من الكميات المعروضة وهو ما سيدفع بسعر السهم إلى الارتفاع ليصل إلى سعر التوازن. فمن خلال ما سبق يمكننا أن نستخلص ما يلي :

- إن المستثمرون لا يحتاجون إلى اتفاق عام حول القيمة المناسبة للسهم، والتنبؤ بهذه الأخيرة سوف يختلف من مستثمر إلى آخر، ذلك أنهم يحصلون على معلومات مختلفة حول نفس السهم.
- إن السعر السوقي للسهم لا يعبر عن إجماع السوق عن القيمة المحورية أو العادلة التي تعطى للأصل وتعبّر عن القيمة الحقيقية، ولكنه يعبر عن الرأي الحدي للمستثمر، وهو المستثمر الذي يفضل امتلاك السهم في حالة ارتفاع سعره ولو بشكل قليل عن السعر الحالي.
- إن ميل منحنى الطلب يعبر اقتصادياً عن درجة تماثل آراء المستثمرين بخصوص الورقة المالية، فعندما تختلف آراء المستثمرين حول خصائص السهم فإن ذلك سيؤدي إلى انحدار منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل، أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحنى الطلب موازياً لمحور الكميات.
- أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق السهم يتعلق بحجم ورود معلومات جديدة للسوق مما يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب، التغير في الكمية المعروضة مبني على فرضية أن أداء المستثمرين غير متماثلة.

فإذا دققنا في التحليل نجد بأن التدفقات النقدية، على علاقة مع مستوى رقم الأعمال ومدى قدرة التحكم في مستوى التكاليف بالإضافة إلى المتغيرات التي تأتي نتيجة الدورة الاقتصادية متمثلة في الكساد والرواج ومعدلات التضخم المسجلة، فهي متغيرات من شأنها أن تؤثر على أداء المؤسسات ولكن بدرجات متفاوتة، أما بالنسبة لمعدل الخصم يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطالب به المستثمر (المساهم).

فالقيمة السوقية نجد بأنها تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها المتغيرات الدولية المتمثلة في الجانب الاقتصادي العالمي وكذا الجوانب السياسية والاجتماعية التي من شأنها التأثير على حركية أسواق رأس المال، إضافة إلى الظروف الاقتصادية الوطنية كمعدلات الفائدة وأسعار الصرف والسياسة الجبائية والنتائج الإجمالية المحلي... الخ.

ثانيا: تحديد أسعار الأسهم في البورصة

تحدد أسعار الأسهم في السوق المالي عن طريق صناع السوق ، ويقصد بصناع السوق أولئك الأشخاص الذين يتعاملون في الأسهم بيعا وشراء، ويقومون بالاحتفاظ لديهم بمخزون بهدف تلبية طلبات العملاء، وفي بعض الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية يعتبر المتخصصون هم صناع السوق داخل البورصات، أما في الأسواق غير المنظمة فإن صناع السوق هم التجار ويقوم صانع السوق بالاستعداد الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمر في شرائها.

ولكن عادة ما يقوم الراغبون في الشراء والبيع باتخاذ قراراتهم في توقيت مختلف، فلا بد أن يكون المخزون من الأسهم كافيا لتغطية طلبات العملاء، وهذه الخدمة طبعاً ليست مجانية، ذلك أن الاحتفاظ بالمخزون يتضمن تكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة وعائد إضافي للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار، بالإضافة إلى عائد للتعويض عن مخاطر عدم التماثل في المعلومات لدى صناع السوق، ومخاطر التغير في أسعار الفائدة، وتعبير آخر يحتمل أن يكون سعر بيع السهم مساويا للقيمة التي يدفعها المتخصصون والتجار لشراؤه، مضافاً إليها التكاليف والعوائد المطلوبة للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها مقابل الاحتفاظ بمخزون منه. ويطلق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بالهامش أو المدى.

ما يمكن استنتاجه، أن الهامش هو الذي يقوم بتحديد سعر السهم، ولكن ليس لصانع السوق الحرية الكاملة في تقديره، ذلك أن إدارة البورصة تقوم بمراقبة تصرفات المتخصصين في ما يخص تحديد الهامش ففي ظروف المنافسة التامة تنشأ علاقة تعويضية بين العائد والمخاطرة، فصانع السوق له إمكانية تضيق الهامش وبالتالي يحصل على قدر كبير من الصفقات، ولكنه يصبح أكثر تعرضاً للخسائر نتيجة للنقص في معلومات لشراء كمية كبيرة من الأسهم، ثم شهدت أسعارها انخفاض نتيجة لورود معلومات جديدة غير محفزة عن مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة المالية. أما إذا قام صانع السوق بتوسيع المدى فسيحصل على صفقات أقل، ولكن احتمالية تعرضه للخسائر تكون أقل، وعليه يكون الهامش كافياً لتغطية المخاطر الصادرة عن النقص في المعلومات.

فمن المتوقع أن يصل كل صانع للسوق إلى تحديد هامش معين لكل سهم في ظل العلاقة التعويضية، بما يضمن فرص المنافسة في استقطاب أكبر قدر ممكن من الصفقات، ونظراً لاختلاف الرغبات وتباين الشكوك بين الصناع يصبح من غير المتوقع أن يتفق صناع السوق على هامش واحد لسهم معين.

وحسب مان وسيجار Mann& Seijas أن محددات الهامش تتمثل أساسا في : مخاطر التقلب في سعر السهم نتيجة للتغير في القيمة السوقية للسهم وعدد الأسهم المطروحة للتداول ومدى حساسية سعر السهم للتقلب نتيجة للتغير في ظروف السوق، فكلما كان سعر السهم يتعرض لتقلبات كبيرة يكون الهامش الخاص به كبيرا.

المطلب الثالث : تقييم الأوراق المالية.

إذن بعد التطرق إلى كيفية تحديد أسعار الأسهم في البورصة، نسعى إلى كيفية تقييمها، ومن أشهر المعايير المعتمدة في عملية التقييم ما يلي³⁸ :

1- عائد السهم (EPS) Earning per Share :

يمكننا هذا المؤشر من التعرف على مدى ربحية السهم، أو ما يسمى بالإيراد السنوي للسهم ويمكن حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة مخصوما منها توزيعات الأسهم على المتوسط المرجح لعدد السهم العادية.

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}} \dots\dots\dots(24)$$

وبطبيعة الحال فإن المستثمر المتحفظ سيميل إلى شراء الأسهم ذات الربحية العالية مستبعدا الربحية المنخفضة.

فعائد السهم يستنبط من مصادر خارج السوق، اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة ويشهد وجهات نظر مختلفة ومتعددة بين المنظرين نظرا لتعدد المفاهيم المتعلقة به كالربح الصافي، النتيجة الجارية... الخ واختلاف الأزمنة الجانب التاريخي والحالي والمستقبلي، الأمر الذي ينجم عنه اختلاف في قيم المضاعف، فالبعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA والذي يعبر عن الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون إلزامية.

2- حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share :

يستخدم هذا المؤشر في تحديد نصيب السهم الواحد من التوزيعات للأرباح، أي الأرباح المستلمة فعلا من السهم، ففي بعض الحالات لا يتم توزيع الأرباح كلية و إنما يحتفظ بجزء من الأرباح في شكل احتياطات لأغراض تتعلق بسياسة المؤسسة ويمكن حساب هذا المؤشر كما يلي:

³⁸ طلال كداوي، مرجع سابق الذكر ص 87 & ص 89.

$$\text{توزيعك الأرباح المعطن عنها - توزيعك الأسهم} \\ \text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات المؤسسة} = EPS \quad \dots\dots\dots(25)$$

فحسب حالة المستثمر، فإذا كان هذا الأخير مهتما بالجانب النقدي فإنه حتما سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة المرتفعة من توزيعات الأرباح ويتجنب الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة حتى ولو كان عائدها مرتفعا.

3- مردود السهم العادي (Yield Per Share (yps) :

يفيد هذا المؤشر في حساب تكلفة الفرصة البديلة بخصوص الاحتفاظ بالسهم أو التنازل عنه والانتقال إلى فرص استثمارية أخرى ويمكن حسابه كما يلي :

$$\frac{DPS}{\text{السعر السوقي}} = YPS \quad \dots\dots\dots(26)$$

يمكن استعمال هذا المؤشر في عملية المقارنة مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أكبر من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه دون جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه يفضل تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأسهم، فإذا كان المستثمر محتفظا بكمية منها فمن الأفضل له التنازل عنها .

4- مضاعف سعر السهم العادي (Price Earning Ratio (PER) :

يستخدم هذا المؤشر في رصد التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، بهدف التنبؤ بحركة الأسعار، وفي العادة توجه نسبة معيارية للسوق، فكلما ابتعد المؤشر بالزيادة عن هذه النسبة دل ذلك على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح، وبحسب المضاعف وفق الصيغة التالية :

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{EPS} = PER \quad \dots\dots\dots(27)$$

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{DPS} = PER \quad \dots\dots\dots(28)$$

5- عائد الاحتفاظ بالسهم (Holding Period Return (HPR) :

يستعمل هذا المؤشر في قياس معدل النمو أو التآكل في ثروة حامل السهم ويتم حسابه كما يلي :

$$\frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر الشراء للسهم}} = \text{HPR} \dots\dots\dots(29)$$

6- نموذج استحداث توزيعات الأرباح :

يعود الفضل في وضع هذا النموذج إلى الاقتصادي " Wiliams وليامس " سنة 1938 أثناء تقديم المفهوم المالي للقيمة، فحسب وجهة نظره أن قيمة أي أصل مالي أو مادي تتمثل في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة منه، وأشار وليامس إلى أن القيمة المحورية (الحقيقية) لسهم ما تقيم بما يقدمه في الغالب من توزيعات الأرباح .

وقد تلقى هذا النموذج انتقادا من طرف جراهام ودود Graham & Dodd في عدة جوانب وبالتالي في سنة 1962 قاما بتطوير هذا المنهج في البداية، يتم الاعتماد في التنبؤ على كل قيمة من التوزيعات المتوقعة مستقبلا ومعدل الاستحداث (الخصم) بهدف إيجاد القيمة الحقيقية للسهم وفق صيغة المعادلة التالية³⁹:

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+t)^n} \dots\dots\dots(30)$$

D_n : تمثل التوزيعات النقدية المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح.

n: المدة الزمنية.

t: معدل الاستحداث (الخصم).

انطلاقا من هذا النموذج، يتسنى لنا تطبيق نماذج الاستحداث على توزيعات الأرباح وفقا لعدة فرضيات:

- التدفقات السنوية تكون متساوية من أجل فترة محدودة n.
- التدفقات السنوية المتساوية بمعدل نمو صفري، تمتد إلى ما لا نهاية (غير محددة الفترة).
- معدلات التدفق تنمو بشكل ثابت اعتبارا من السنة الأولى، تمتد إلى ما لا نهاية، تسمى هذه الطريقة بطريقة " Gordon Shapiro قوردن شاييرو " .
- لاحظ قوردن - شاييرو أن التدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت وبالتالي اقترح نموذجا آخر يتمثل في أن معدل النمو في التدفق يكون غير ثابت.

³⁹ هواري سوسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرارات المالية، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد 2007/05 ص113.

إن هذا النموذج ينطلق من نظرية الاستثمار، بحكم أنه يقف على قيمة السهم التي تمثل المبلغ الواجب استثماره أملاً في الحصول على التدفقات المنتظرة، في هذه الحالة تم بالدرجة الأولى المستثمر، ولتحقيق ذلك يتم استحداثها وفق معدل خصم معين، وبالتالي يعتبر هذا النموذج من بين نماذج الاستحداث، ويمكن استحداث التدفقات كما يلي⁴⁰:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n} \dots\dots\dots(31)$$

V_n : تمثل سعر بيع (قيمة) الأصل في نهاية الفترة n

D_n : تمثل المتحصلات Encaissement المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح.

t: تمثل معدل الاستحداث (الخصم).

ومن بين الإيجابيات التي تلخص بها هذه المعادلة أنها:

- تميز ما بين الاستثمار بشكل عام والاستثمار في مجال الأوراق المالية سواء من حيث الحركية أو من حيث التداول، نتيجة لتدفق المعلومات والتغير في خطة الاستثمار مما يجعل حيازة الاستثمار محدودة لفترة معينة.
- فعند استعمال هذا النموذج للاستحداث تأخذ نظرية الاستثمار فترة محدودة لاختيار الاستثمار، أحيانا تكون في حدود متوسط لا يتعدى خمس سنوات، حتى ولو كان المستثمر مستهدفا حيازة الاستثمار لفترة طويلة أو إلى غاية نهاية العمر الاستثماري، والسبب في ذلك يعود إلى أن التنبؤ بالتدفقات سيكون عشوائيا، متميزا بحالة عدم التأكد كلما اتجهنا نحو الأجل الطويل، مما يجعلها لا تعطي قيمة حقيقية للاستثمار.
- من خلال ما سبق، من نماذج رياضية، لا بد من القيام بتحديد وحساب مكونات هذه النماذج متمثلة في:

1-توزيعات الأرباح :

يتم استخراج التدفقات انطلاقا من التحليل الأساسي المعتمد، وتجدر الإشارة إلى أن توزيعات الأرباح تستجيب إلى قدرة المؤسسة على إمكانية تحقيق الأرباح من ناحية ومن ناحية أخرى تستجيب إلى السياسة المنتهجة من طرف إدارة المؤسسة بخصوص التوزيعات.

2-معدل الخصم :

يعتمد تحديد هذا المعدل اعتمادا على علاوة المخاطرة المتضمن، استنادا إلى عدة متغيرات :

⁴⁰ هواري سويبي، مرجع سابق الذكر، ص113.

- طبيعة المخاطرة المتعلقة بعملية الاستثمار، بمختلف أنواعها المخاطر التشغيلية المرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للورقة المالية والمخاطر المالية.

- الفترة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت المدة طويلة ازداد الخطر وحالة عدم التأكد، يترتب عن ذلك زيادة علاوة المخاطرة.

فالمحللين تلقوا صعوبة كبيرة عند حساب معدل الخصم، نتيجة لمحاولة تكميته للمخاطر المتعلقة بالاستثمار، فلجئوا إلى استعمال معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين كمعدل للخصم، فمن بين النموذج المشهورة لحسابه نموذج تسعير أو تقييم الأصول المالية MEDAF، الذي يعود الفضل في وضعه في صورته النهائية إلى "وليام شارب سنة 1964 William Sharp" معتمدا على أساس تطوير منحني الاستثمار الكفاء للسوق المالي الكفاء، والمشهور باسم "النموذج القطري للأكاديمي هاري ماركويتز 1965 H.Markowitz" فوفقا لهذا النموذج معدل الخصم يكون مساويا للعائد الخالي من المخاطر، مضافا إليه علاوة الخطر المرتبطة بالاستثمار، وفقا للمعادلة التالية⁴¹:

$$E(r_j) = r_f + B_j (E(r_M) - r_f) \dots\dots\dots(32)$$

r_f : معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر، ويتم الرجوع في ذلك للعائد أذونات الخزينة.

B_j : معامل الانحدار (الميل) مردودية الورقة المالية بالنسبة لمردودية السوق (معامل الحساسية) والذي يحسب بالتباين المشترك لمردودية الورقة المالية مع مردودية السوق مقسوما على تباين مردودية السوق، يكون معطى ومحسوب ضمن بيانات الأسواق المالية من طرف جهات تعمل على ذلك.

$E(r_M)$: معدل مردودية السوق .

يعبر عن الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل الاقتصادي بدون علاوة مخطر السوق، وعندما تضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطى علاوة مخطر الورقة المالية.

ولكن من بين الانتقادات الموجهة لهذا النموذج أنه يعتمد على معطيات من داخل السوق فقط، في حين توجد بعض المتغيرات من خارج السوق ذات التأثير على مردودية الورقة المالية.

3- الفترة المأخوذة :

يتعين على المستثمر المالي أن يستهدف فترة معينة في حالة استعمال نموذج استحداث التوزيعات الأرباح، يتحدد على أساسها التوقعات المستقبلية لتوزيعات الأرباح وقيمة الورقة المالية في نهاية الفترة، باعتبار أن الاستثمار

⁴¹ هواري سويسي، مرجع سابق الذكر، ص114.

في الأوراق المالية يهدف من وراء المستثمر إلى تحقيق العوائد المستقبلية، شأنه شأن الاستثمار في بقية الأصول، لذا تحكمه نظرية الاستثمار التي تأخذ الفترة المتوسطة الأجل متمثلة في 05 سنوات كأقصى تقدير، وعادة ما تتناسب مع سلوك المضاربة الذي يسلكه أغلبية المتعاملين في بورصة القيم.

4- القيمة عند نهاية الفترة :

تعتبر هذه القيمة عن سعر البيع المحتمل للورقة المالية عند نهاية المدة، وطالما أن الفترة المأخوذة في مثل هذه الاستثمارات لا تتعدى الخمس سنوات، فإنه يمكن التنبؤ بها، بنفس الطريقة التي تم استخدامها في التنبؤ بتوزيعات الأرباح، لأنها تمثل تدفقا في النهاية، و ما هي في الحقيقة إلا نتاج لانعكاس توقعات التدفقات بعد تلك الفترة، وقد تكون هذه القيمة أكبر من سعر شراء الورقة المالية، وبالتالي يكون المستثمر أمام حالة فائض قيمة، أو الحالة العكسية أين تكون أقل من سعر الشراء مما يجعل المستثمر أمام حالة نقص قيمة.

مما سبق يمكن القول بأن نموذج خصم توزيعات الأرباح يمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الصائبة، إذ يمكن من خلاله الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالتالي يتخذ المستثمر في هذا الصدد قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ أو الامتناع عن الشراء على حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها، بإجراء عملية المقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة والقيمة السوقية.

المبحث الثالث : الحافظة المالية.

المطلب الأول : مفهوم الحافظة المالية وأنواعها.

إن الاستثمار يلعب دورا محوريا في النشاط الاقتصادي نظرا لما يحققه من عوائد تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني كلية، وخاصة مع ظهور التحولات الاقتصادية والمالية التي يشهدها العام دقيقة بعد دقيقة وساعة بعد ساعة ويوما بعد يوم، ولهذا تنوعت واختلقت أساليب الاستثمار باختلاف وجهات النظر، ولعله يمكن اعتبار الحافظة المالية إحدى أهم هذه الأساليب التي تسعى إلى تعظيم العائد عن طريق الزيادة في المنفعة مع تقليص حجم المخاطر التي تواجه المستثمر.

1- مفهوم الحافظة المالية :

فالحفاظة المالية تسعى إلى البحث عن الدخل الدائم للعوائد المتوقعة، وتمكن من زيادة حجم تداول الأوراق المالية، فهي بذلك أسلوب لنقل المخاطر من شخص إلى آخر.

الحفاظة المالية هي عبارة عن تشكيلة من الأدوات الاستثمارية تتكون من أصلين فما فوق، يقوم بإدارتها مدير الحفاظة أو السمسار يتفاوتان من ناحية الصلاحية في إدارتها طبقاً لشروط العقد المبرم بينهما.

ومن أبرز النظريات التي وأشهرها التي تطرقت إلى الحفاظة المالية نظرية ماركويتز سنة 1950 فحسب ماركويتز وفاما يرون بأن الحفاظة المالية يجب تتكون من 15 أصل فما فوق، ويعتمد ماركويتز في نظريته على مبدئين :

1- إبراز العلاقة الطردية بين معدل المردودية ومستوى المخاطرة.

2- استخدام الثنائيات المثلى (المردودية - المخاطرة) لاختيار عدد لا نهائي من التراكيب لـ N أصل مالي.

هذا عند حدود مجموعة من الفرضيات :

المستثمر المالي عقلاني ورشيد، الإعلام المجاني، انعدام تكاليف المعاملات والضرائب، تجانس توقعات المستثمرين، قابلية الاستثمارات للتقسيم بشكل تام.... الخ .

فركز ماركويتز في توجهه على قاعدتين :

1- تحقيق أعلى معدل للمردودية عند مستوى معين من المخاطرة.

2- تحقيق مستوى مردودية مطلوب عند أدنى حد ممكن من المخاطرة.

كما أضاف كل من " شارب" و"ميلر" مجموعة من الفرضيات على سبيل المثال العلاقة بين خطر السوق وخطر المحفظة.

وحسب جاك هامون J.HAMON يمكن تعريف الحفاظة المالية بأنها " مجموعة الأوزان النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%.

2-أنواع المحافظ المالية :

وتتنوع المحافظ المالية إلى الأشكال التالية⁴² :

أ- محفظة الدخل :

ونشير هنا إلى تلك العوائد الناتجة عن الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم وبالتالي فإن محفظة الدخل تحاول تقليص المخاطر بقدر الإمكان ويعتبر السهم الذي يحقق أعلى مستوى من

⁴² محمد صالح جابر، الاستثمارات في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، ص 175.

الدخل بأقل قدر من المخاطر هو أفضل سهم لمحافظ الدخل وبالتالي فإن وظيفة محفظة الدخل هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي.

ب- محفظة النمو :

يتصف سهم ما بأنه ضمن الأسهم النامية التي تحقق نموا متواصلا في الدخل والأرباح و ما يتبع ذلك من ارتفاع في الأسعار حتى يتهافت المستثمرون على هذا السهم ويتم اختياره وفقا لشروط معينة هي الدخل والعائد واستقرار كبير في معدلات النمو وعوائد عالية للسهم الواحد.

ج-المحفظة المختلطة :

وهي تلك المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز البعض منها بتحقيق الدخل ويتميز البعض الآخر بتحقيق النمو.

3-السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية⁴³:

أ-السياسة العمومية:

هذا النوع من السياسة يفضل فيها العائد عن الأمان والنموذج الشائع لهذه المحفظة هي محفظة رأس المال، التي تسعى إلى تحقيق العائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول ويستعمل هذا النوع من السياسة مديرو المحافظ المضاربون، بحيث يطبقونها بشراء أسهم متدنية السعر لمؤسسات في بداية النمو بجني أرباح مستقبلية ترجع لارتفاع أسعار الأسهم(أسهم عادية).

ب-السياسة الدفاعية :

في إطار هذه السياسة يعطى فيها لعنصر الأمان الأولوية على حساب عنصر العائد ، بالتركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويتميز هذا النوع من المحافظ بأنها توفر للمستثمر دخلا دائما، إذ يستفيد المستثمر من هامش أمان مرتفع على رأس المال المستثمر.

ج- السياسة المتوازنة :

⁴³ محمد مطر، فايز يثم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن- عمان - ص، ص 183- 184.

تعتبر هذه السياسة هجينة بين السياستين السابقتين ويتطرق فيها إلى تحقيق الاستقرار نسبي في الحافظة باعتبار أن ذلك يؤمن تحصيل العوائد بمستوى مقبول من المخاطر وذلك عن طريق التنوع في رأس مال الحافظة.

المطلب الثاني : ضوابط وقيود تكوين الحافظة المالية.

إنه أثناء تكوين وبناء الحافظة المالية يجب مراعاة مجموعة من الضوابط والقيود تتمثل فيما يلي:

- الضوابط والقيود الخاصة بالفترة الزمنية المختارة من طرف السمسار أو مدير الحافظة، بمختلف الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة؛
- القيود المالية المتمثلة في السيولة المتاحة والتي يتم من خلالها شراء الأوراق المالية؛
- مراعاة السياسة الضريبية و الجبائية والتي من خلالها يتم وضع القوانين والتشريعات التي تحكم عملية بالشراء والبيع للأوراق المالية، مع توضيح المزايا والإعفاءات الضريبية؛
- تحديد حجم المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر، ومن خلال ذلك يتم اختيار الأوراق المالية التي تتناسب درجة خطورتها مع درجة قدرة واستعداد المستثمر له؛
- مراقبة درجة التقلب في سعر الفائدة؛
- مراقبة درجة الاستقرار في أسعار الأوراق المالية، فكلما ارتفع سعر الورقة المالية كلما ازدادت درجة الاحتفاظ بها.

المطلب الثالث : المواصفات و العوامل الرئيسية لاختيار الحافظة المالية المثلى.

إن من أهم وخصوصيات الحافظة المالية المثلى أنه تتكون من تركيبة متعددة ومتنوعة و متوازنة من الأصول، فهذه المميزات تجعل المستثمر يحقق إلى حد ما نوعا من الاطمئنان والأمان ويمكن له تحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة في الآجال المحددة، وباختصار يمكن القول بأن مميزات الحافظة المالية المثلى في اعتقادنا هي :

- أ- تمكين المستثمر من تحقيق التوازن بين العائد والأمان؛
- ب- تنوع الأصول بالقدر الكافي لمواجهة شبح المخاطرة؛
- ج- تمتع الأدوات الاستثمارية بقدر عالي لتوفير السيولة في حالة الاحتياج؛

كما يتوقف اختيار الحافظة المالية المثلى على مجموعة من العوامل نورد منها:

1- في حالة تساوي العائد لعدة محافظ نختار المحفظة ذات الحد الأدنى من المخاطرة؛

- 2- في حالة تساوي المخاطرة لعدة محافظ نختار الحافظة ذات أعلى عائد؛
3- في بقية الحالات نختار الحافظة ذات أعلى عائد وأقل مخاطرة.

المبحث الرابع: الأزمة المالية أحد أشكال عدم الدقة في اتخاذ القرار

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وأسبابها.

1- الأزمة المالية⁴⁴:

الأزمة المالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك.

الأزمة المالية : هي أزمة تمس أسواق المال وأسواق الائتمان في بلاد معينة لتتحول لأزمة إقليمية أو أزمة عالمية⁴⁵.

أدى ذلك لحدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها عدد كبير من أكبر البنوك والمؤسسات المالية⁴⁶.

ولكن لا بد من التمييز بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية :

تعرف **الأزمات الاقتصادية** ⁴⁷Economic Crises بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن

الاقتصادي في قطر ما أو عدة أقطار. وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك.

بدأت الأزمة المالية العالمية في سبتمبر 2008، إذ ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ثم توسعت إلى بقية الدول لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية والدول النامية نتيجة لدرجة ارتباط اقتصادياتها بالاقتصاد الأمريكي، فأعراض الأزمة ظهرت مع إعلان بنك الأعمال " ليمان براذرز" عن الإفلاس.

⁴⁴ Le 06/04/2009, www.Aljazerra.net/NR/exeres/DFE77E-ECIA-4D4C-A1A1-6CE0A5B01601.HTM.26

⁴⁵ مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية، أسبابها وحلولها من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008 ص ص: 18-19.

⁴⁶ عبد الحليم غربي، الحلول الغربية للتعامل مع الأزمة المالية الحالية، مجلة الإيمان، العدد 27، مؤسسة العلم للنشر والتوزيع الجزائر، نوفمبر 2008، ص 25.

⁴⁷ Le 15/09/2009, www.wikipedia.org/wiki/d8/A7

من بين ما تسبب في ظهور الأزمة اختلال التوازن بين المدخرات والقروض الممنوحة، حيث قدمت البنوك التجارية الأمريكية قروض عقارية بدون ضمانات أو بضمانات غير كافية خلال سنة 2007، بالمقابل حاولت أن توفر سيولة بطرح سندات، فانخفضت القيمة السوقية لهذه الأخيرة، وبالتالي وقعت البنوك في أزمة السيولة، اختل صافي المركز المالي للبنوك إلى ما دون الحد الأدنى، وبالتالي من أزمة الرهن العقاري إلى الأزمة المالية.

2- المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها⁴⁸:

- المراحل الكبرى في الأزمة المالية التي اندلعت في بداية العام 2007 في الولايات المتحدة وبدأت تطال أوروبا.
- فيفري 2007** : عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أوت 2007** : البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
- **أكتوبر إلى ديسمبر 2007** : عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- **يناير 2008** : الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50%، وهو إجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين يناير الثاني ونهاية أبريل.
- **17 فيفري 2008**: الحكومة البريطانية تؤمّم بنك "نوردزن روك".
- **11 مارس 2008**: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.
- **16 مارس 2008**: "جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- **7 سبتمبر 2008**: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- **15 سبتمبر 2008**: اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش".

⁴⁸. 25/12/2010, www.Aljazeera.net/nr/exeres/df77e-ecia-4d4c-a1a1-6ceoa5b01601.htm.26

-عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف. إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.

- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأميركية تؤمنان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.

- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي. وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس. -السلطات الأميركية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.

-19 سبتمبر 2008: الرئيس الأميركي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فورا" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.

- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك. -الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأميركية.

- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.

- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأميركية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وينغلي".

-29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأميركي يرفض خطة الإنقاذ. وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.

-أعلن بنك "سي تي غروب" الأميركي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.

- الأول من أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

3- الأسباب الاقتصادية للأزمة :

إن من أبرز ما كان وراء الأزمة المالية ما يلي:

- ضعف جهاز الرقابة الحكومية على الأسواق والعمليات المالية.
- ضعف الإفصاح المالي والمحاسبي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي مما يؤدي بناء اتخاذ قرار الاستثمار بشكل غير صحيح.
- توطأ مؤسسات الرقابة ومنح الجدارة الائتمانية في منح تنقيط غير صحيح للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية مما يؤدي إلى تضليل المستثمرين.
- عدم تدخل الدولة وترك العنان للمؤسسات المالية بجرية التصرف في التمويل بدون ضوابط.
- قيام البنوك بتحويل القروض الممنوحة إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية من خلال بيع مؤسسات التوريق.
- القروض العقارية الممنوحة ذات معدلات فائدة متغيرة وبدون ضمانات كافية.
- نتيجة لحجم الضرر الذي لحق بالمصارف الدائنة انخفضت قيمة أسهمها في البورصة.
- الشكوك التي راودت أذهان المستثمرين مما أدى إلى حالات عدم الثقة الأمر الذي أدى إلى قيام المودعين بسحب ودائعهم مما تسبب في انخفاض حجم السيولة في البنوك إلى أدنى مستوياتها وعليه الخسائر المتتالية في الأسواق المالية.

4- أسباب وتداعيات الأزمة⁴⁹ :

تعود أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى عام 2006 ونشوب ما سمي بـ "أزمة القروض العالية المخاطر" التي أدخلت القطاع المصرفي والبنكي الأمريكي في دوامة الخسائر والاضطرابات، و ذهب ضحيتها مئات الآلاف من المواطنين الأمريكيين.

⁴⁹ Le 25/12/2010, www.xbs-me.com/home page.aspx

وقد اندلعت أزمة القروض العالية المخاطر بسبب إقدام العديد من المصارف المختصة في قطاع العقار على منح قروض لمئات الآلاف من المواطنين ذوي الدخل المحدود، متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر.

واعتمدت البنوك والمصارف هذا النهج في ظرف اتسم بنمو غير مسبوق لقطاع العقار وانخفاض هام لنسب الفوائد المعمول بها، الأمر الذي أدى بأعداد كبير من الأمريكيين إلى حد القناعة أن الفرصة جد مواتية لشراء مسكن.

ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية، وجد عدد كبير من الأمريكيين أنفسهم عاجزين عن تسديد قروضهم، وأزداد عددهم مع مرور الأشهر ليخلق جوا من الذعر والهلع في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار.

وقد تضررت البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها من ارتفاع نسب الفوائد، وتأثيرها على أوضاع المقترضين ذوي الدخل المتواضع.

5- نتائج الأزمة المالية :

لا زالت آثار الأزمة تتعاضم من حين إلى آخر على شتى المستويات ولكن بدرجات متفاوتة ويمكن إبراز البعض منها فيما يلي :

- انخفاض في قيمة العملات ذات العلاقة بالدولار؛
- ارتفاع مستويات البطالة؛
- تراجع معدلات النمو مما يؤدي إلى تقليص حجم الطلب النفط نتج عنه انخفاض في سعره؛
- انخفاض قيمة السيولة في البنوك إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يسبب في السيولة المتاحة للمستثمرين وبالتالي انخفاض معدلات الربحية؛
- حجم الخسارة التي مست الأصول البنكية خاصة المتعلقة بالقروض والاستثمارات؛
- انخفاض أسعار الأسهم مما يسبب الخسارة للمستثمرين؛
- وقوع انفصال بين النظام المالي والنظام الإنتاجي.

المطلب الثاني : انعكاسات الأزمة على الأسواق المالية

1- انعكاس الأزمة على بورصة وول ستريت⁵⁰:

- بيعت مؤسسة واشنطن ميوتشوال للخدمات المالية - أكبر الصناديق الأميركية العاملة في مجال الادخار والإقراض - لمجموعة جي بي مورغان المصرفية العملاقة بـ 1.9 مليار دولار.
- بنك الاستثمار الأميركي (ليمان برذازر) يعلن عن إفلاسه بعد فشل جهود المسؤولين الأميركيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الاتحادي الأميركي لإنقاذ البنك.
- بنك ميريل لينش أحد البنوك الاستثمارية الكبرى في الولايات المتحدة يضطر لقبول عرض شراء من "بنك أوف أميركا" خشية تعرضه للإفلاس.
- انهيار سعر المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- بنك واكوفيا - رابع أكبر مصرف في الولايات المتحدة - بيع لمؤسسة سيتي غروب المصرفية الأميركية ضمن موجة الاندماجات في السوق الأميركية لمواجهة تبعات الأزمة المالية.
- كما تسببت الأزمة في انخفاض أسعار الأوراق المالية والقيمة السوقية للسندات مما زاد من شكوك المستثمرين.

2- انعكاس الأزمة على واقع البورصات الآسيوية :

لقد سجلت مؤشرات البورصات الآسيوية انخفاضا ملحوظا فيما يخص السهم نتيجة للخسائر التي شهدتها الأسهم الأميركية في وول ستريت، ولكن كان من المتوقع إرساء تدابير لدعم الاقتصاد ساهم في رفع مؤشر نيكاي للأسهم اليابانية بعدما سجلت انخفاضا.

لقد تم ارتفاع الدولار مقابل الين في المعاملات الآسيوية بعد تغير اتجاه الأسهم اليابانية من الهبوط إلى الصعود، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى تقليص حجم المراهنات على ارتفاع العملة اليابانية بسبب زيادة تجنب المخاطرة بين المستثمرين.

3- انعكاس الأزمة على واقع بورصة الكويت

شهد سوق الكويت للأوراق المالية أداء سلبيا خلال شهر ديسمبر من سنة 2009، وهي السنة التي تميزت بسوء الأداء للسوق، ومع نهاية هذه السنة وصل السوق إلى أدنى مستوياته، فقد سجل مؤشر السوق انخفاضا بقيمة 17% خلال شهر ديسمبر مغلقا عند مستوى 206.42 نقطة.

ومن جهة أخرى تراجع السوق بنسبة 45.4 بالمائة سنة 2008، إذ بلغت القيمة السوقية 33.43 مليار دينار في ذات السنة مسجلا تراجعا بنسبة 16.2% .

أما بالنسبة للمساهمة القطاعية في إجمالي القيمة السوقية، فقد تمكن القطاع المصرفي من احتلال المرتبة الأولى مقارنة ببقية القطاعات مساهما بـ 34.7% في إجمالي القيمة السوقية نهاية سنة 2008، يليه في المرتبة الثانية قطاع الخدمات مساهما بما مقداره 23.7% في القيمة السوقية الإجمالية.

المطلب الثالث : الحلول المقترحة للخروج من الأزمة

التدابير التي يقوم بها البنك الدولي لمواجهة الأزمة المالية العالمية⁵¹

بدأ الاقتصاد العالمي يظهر بوادر الانتعاش، ولكن البلدان الفقيرة لا تزال تعاني من آثار الأزمة المالية والركود الاقتصادي العالمي. وتحتاج أشد البلدان فقرا إلى مساعدات إضافية حتى تتجاوز الركود الاقتصادي العالمي. وبوسع هذه البلدان أن تمثل دورا رئيسيا في المساعدة على تعزيز الطلب العالمي، ولكنها ستحتاج إلى الحصول على تمويل لسنوات عديدة قادمة. وينادي البنك بإنشاء برنامج تسهيلات للتصدي للأزمة حتى يمكن تقديم مساعدات سريعة للبلدان المعرضة للمعاناة في أعقاب مثل هذه.

وترى بعض وجهات النظر أن حل الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي يكون بيد الصين، ذلك أن هذه الأخيرة تملك ما يتجاوز 2 ترليون دولار من احتياطات العملة الصعبة.

كما سجل الاقتصاد الصيني خلال الأعوام القليلة الماضية نمو في إجمالي الصادرات.

خلاصة الفصل الثاني

يتضح من خلال هذا الفصل أن البورصة أحد الأشكال الحديثة للتمويل بهدف نقل التدفقات من الوحدات ذات الفائض نحو الوحدات ذات العجز بشكل سريع.

تحتوي البورصة أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني، إذ يمكن من خلالها قياس المستوى الاقتصادي للبلد.

تتحكم في البورصة مجموعة من القيود داخليا وخارجيا، وحتى تقوم بدورها بشكل جيد يجب مراعاة ضوابط وقواعد الاستثمار المتعلقة بضرورة الإفصاح المالي والمحاسبي بشكل دقيق حتى يكون المستثمرين فيها على حد سواء من ناحية المعلومات.

يمكن قياس مدى جودة السوق المالي من خلال المؤشرات التي تعبر تعبيرا دقيقا للمستثمر بخصوص مدى استقرارية أسعار الأوراق المالية وكمية المؤسسات المدرجة في السوق وحجم التداول.... الخ.

يهدف تأكيد الجانب النظري بخصوص البورصة والمستثمرين واتخاذ القرارات لا بد أن نعتمد على بعض الطرق الرياضية والجداول والبيانات المتعلقة بمتغيرات داخل السوق المالي ومتغيرات من خارج السوق حتى يتسنى للمستثمر استغلال بعض المؤشرات في توجيه القرار في الاتجاه المرغوب فيه.

تمهيد :

يسعى هذا الفصل إلى إبراز أهم المتغيرات والمؤشرات التي يبنى عليها القرار الاستثمار سواء من داخل السوق أو من خارج السوق، من خلال إرساء نموذج رياضي يسمح باختبار العلاقة الموجودة بين المتغيرات السوقية والمتغيرات الاقتصادية الكلية وتحكمها في صافي الأرباح المنظرة من الاستثمار في الأوراق المالية.

فوق اختيارنا على واقع بورصة الكويت كنموذج من خلاله يحاول هذا الفصل توضيح أهمية متغيرات السوق ومتغيرات الاقتصاد الكلي في بناء القرار الاستثماري ومدى تأثير هذه المتغيرات بالأزمة المالية الراهنة.

إن الدراسة التطبيقية لم تركز فقط على بناء النموذج الرياضي للمؤشرات (2005-2009) وإنما حاولت توضيح دور البيانات والجداول الإحصائية والدوائر النسبية في اتخاذ القرار.

المبحث الأول: تقديم بورصة الكويت

1- التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

لقد تم إنشاء أول مقر للبورصة الكويتية بتاريخ أوت 1972، حيث تولى المتعاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يوميا من أسهم بعد ذلك يتم إصدار النشرة اليومية بشأن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 تم إصدار قرار يقضي بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أبريل من عام 1977م تم افتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية المسماة بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل تحت إشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983م .

2- الشركات المدرجة

تشير البيانات الإحصائية إلى أن عدد الشركات المدرجة بالسوق محل الدراسة يبلغ حوالي 233 شركة موزعة على 10 قطاعات على رأسها قطاع البنوك، وقطاع الاستثمار، وقطاع التأمين، وقطاع العقارات، و قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، قطاع الأغذية، وقطاع الغير كويتي، وقطاع صناديق الاستثمار، وقطاع السوق الموازي.

وبهدف الإجابة على الإشكال المطروح اعتمدنا في هذه الدراسة على ثلاث مقاربات، المقاربة السوقية، المقاربة القطاعية والمقاربة التحليلية.

3- تقديم عينة الدراسة :

إن العينة التي قمنا باختيارها كمحل تجربة للاختبار تتكون من 09 قطاعات مستبعدين في ذلك القطاع الموازي، ذلك أن هذا الأخير خارج عن نطاق الرقابة، والسنوات التي قمنا باختيارها هي أربع سنوات ابتداء من سنة 2005م إلى غاية 2009م ؟

لأن هذه المدة يتوسطها حدث الأزمة المالية، بهدف اختبار الطرق التي تحقق الرشادة للمستثمرين أثناء اتخاذ قراراتهم في السوق المالي في ظل مثل هذه الأزمات ومحاولة الخلاص منها بأقل الخسائر.

المبحث الثاني: المقاربة السوقية

اعتمدنا في هذه الدراسة على بناء نموذج رياضي للعوامل، يسمح بتوضيح مجموع العوامل ذات التأثير على عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية، سواء كانت هذه العوامل من داخل السوق أو من خارج السوق، وقبل الشروع في توضيح النموذج لابد التطرق إلى أنواع النماذج.

أ- نموذج العامل الواحد؛

ب- نموذج العوامل المتعددة؛

ج- نموذج العوامل القطاعية.

أ- نموذج العامل الواحد

يقصد بنموذج العامل الواحد وجود عامل واحد فقط مشترك يقوم بتحديد العائد المنتظر من عملية الاستثمار في أي ورقة مالية على سبيل المثال لا الحصر: معدل نمو إجمالي الدخل الوطني أو معدل نمو الإنتاج الصناعي..... الخ.

ويبنى هذا النموذج على ثلاث متغيرات أساسية تتمثل في :

- معامل يقيس مدى حساسية عائد الورقة المالية للعامل الذي يعتقد أنه المحدد لذلك العائد، الذي عليه معامل قوة تحميل العامل.

- العائد الذي يتوقع المستثمر أن يحصل عليه.

- عائد يعكس درجة تأثير المتغيرات العشوائية المرتبطة بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية.

و بالإضافة إلى المتغيرات السابق ذكرها، توجد متغيرات أخرى تتمثل في القيمة المتوقعة للعامل نفسه وكذا درجة التقلب التي يتعرض لها العائد.

وعليه، يكون تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار في ورقة مالية ما هو إلا مجموع هذه المتغيرات.

يهتم نموذج العامل الواحد بتقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار في أية ورقة مالية والذي يحدد وفق العلاقة أدناه¹:

$$R_e = \alpha + \beta_x + \varepsilon \dots\dots\dots(33)$$

شرح معلمات النموذج:

R_e : العائد المتوقع من الاستثمار في ورقة مالية

α : العائد الذي يتوقعه المستثمر أن يحصل عليه باستقلالية عن تأثير العامل الأساسي المحدد للعائد.

β : معامل قوة تحميل العامل .

χ : القيمة المتوقعة للعامل المحدد للعائد.

ε : درجة التقلب التي يتعرض لها العائد أو الخطأ العشوائي.

ومن المفترض أن تكون القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي مساوية للصفر، أما انحرافه المعياري فيساوي " σ_ε ".

ومنه، يكون تقدير العائد المتوقع من الاستثمار في ورقة مالية كما يلي²:

$$R_e = \alpha + \beta_\chi \dots\dots\dots(34)$$

أما تبين العائد المتوقع فيحدد وفق المعادلة الآتية:

$$\sigma_{R_e} = \beta^2 \sigma_\chi^2 + \sigma_\varepsilon^2 \dots\dots\dots(35)$$

حيث أن:

$\beta^2 \sigma_\chi^2$: تمثل المخاطرة المرتبطة بالعامل.

σ_ε^2 : تمثل المخاطرة المرتبطة بالورقة المالية والتي لا علاقة لها بالعامل المحدد للعائد.

وبافتراض إن العامل المشترك الوحيد الذي يؤثر في عائد كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق هو عائد محفظة السوق، فإن معدل العائد المتوقع من الاستثمار في الورقة المالية يحسب وفق الصيغة التالية.

$$R_e = R_f + \alpha + [R_m - R_f] \beta + \varepsilon \dots\dots\dots(36)$$

حيث أن

¹ جمال فروخي، نظرية الاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص.4.
² نفس المرجع، ص.1.

α و β تمثلان على التوالي ألفا وبيتا للورقة المالية.
 R_m و R_f معدل العائد الخالي من المخاطرة ومعدل عائد محفظة السوق على التوالي.
 ε الخطأ العشوائي.

ب- نموذج العوامل المتعددة :

يسعى هذا النموذج العوامل المتعددة إلى قياس درجة استجابة عائد الأوراق المالية إلى عوامل متعددة، منها العوامل المنبثقة عن السوق والعوامل المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية مثل التوقعات بخصوص أسعار الفائدة و أسعار الصرف ومعدلات التضخم ومعدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي .. الخ وقد يكون هناك نموذج العاملين أي أن عوائد الأوراق المالية المتداولة في السوق تتأثر بعاملين فقط ، أو قد يكون نموذج العوامل لأكثر من عاملين ، بمعنى تأثر الورقة المالية بعوامل عديدة.

يتكون النموذج من متغيرات مستقلة ومتغيرات تابعة، و يعتمد نموذج العوامل المتعددة على ثلاث فرضيات تتمثل في:

- القيمة المتوقعة للعائد الذي يرتبط بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية والذي يكون مساويا للصفر.
- عدم وجود ارتباط بين عوائد الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة و التي ترتبط بطبيعة و ظروف كل مؤسسة.
- عدم وجود ارتباط بين العامل المشترك و بين العوائد التي تتعلق بظرف المؤسسة ذاتها. حسب هذا النموذج يتم تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار في البورصة وفق الصيغة التالية³:

$$R_e = \alpha + \beta_1 \chi_1 + \beta_2 \chi_2 + \dots + \beta_n \chi_n + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(37)$$

- معلمات النموذج :

- α : تمثل العائد الذي يتوقعه المستثمر و الذي لا يرتبط بأي عامل من العوامل المحددة للعائد.
- β_1 و β_2 : يمثلان معامل حساسية العائد للعامل الأول و الثاني على التوالي و المحددان للعائد.
- β_n : تمثل معامل حساسية العائد للعامل n المحدد للعائد.
- ε : الخطأ العشوائي للتقدير.

أما حجم المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية فتحدد وفق المعادلة الآتية:

³ جمال فروخي(38) جمع سابق، الذكر، ص 97.

$$\sigma_{Re} = a + \beta_1^2 \sigma_{x1}^2 + \beta_2^2 \sigma_{x2}^2 + \dots + \beta_n^2 \sigma_{xn}^2 + \sigma_e^2$$

بحيث ⁴:

$$\sigma_e^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i^2 - \bar{x}^2)}{n} \dots \dots \dots (39)$$

فاختيارنا وقع على نموذج العوامل المتعددة، ذات التأثير على العائد ، باعتبار أنه يمكننا من إدراج المتغيرات التي قمنا باختيارها، فمنها ما يتعلق بالسوق ومنها ما يتعلق بالجانب الاقتصادي الكلي، ذلك أن بعض النماذج المستخدمة في بعض الدراسات أثناء اتخاذ قرار الاستثمار تبنى على معطيات من داخل السوق فقط مع إهمال المتغيرات الخارجية الأخرى، التي بإمكانها أن تؤثر على العائد المنتظر مثل معدل التضخم، معدل النمو في الناتج الإجمالي الداخلي PIB... الخ ولهذا جاء هذا النموذج ليحاول أن يأخذ المتغيرات الداخلية أي من داخل السوق المالي، التي تأخذ بعين الاعتبار أثناء اتخاذ القرار مع إدراج بعض المتغيرات الخارجية أي من خارج السوق المالي، التي عند تغيرها يستجيب لها هذا الأخير في بعض الأحيان.

فالمتغيرات المستقلة تتمثل في كل الجوانب التالية :

1-متغيرات جانب السوق :

ربحية السهم BPA : يقيس هذا المؤشر، الإيراد السنوي (عائد السهم)، ولا شك عن قرار المستثمر سيميل إلى اقتناء الأسهم الربحية المرتفعة، متفاديا بالطبع الأسهم ذات الربحية المنخفضة.

مضاعف ربحية السهم PER: يستعمل هذا المؤشر لأغراض التقييم في الأسعار السوقية للسهم، مستهدفا بذلك التنبؤ بحركية الأسعار مستقبلا، فهو مؤشر هام جدا أثناء اتخاذ القرار.

معدل دوران السهم Share Turnover: يقيس هذا المؤشر مدى إقبال المستثمرين على السهم في البورصة، ويعبر عنه بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تقع على السهم.

$$ST = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من نوع معين}}{\text{عدد الأسهم المسجلة من نفس النوع}}$$

- مؤشر السوق: يمكن اعتباره محفظة السوق، فهو مقياس لدرجة حرارة البورصة إذ يعكس جميع المعاملات التي تتم في السوق.

2- متغيرات الجانب الاقتصادي الكلي:

- معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي: ويقاس هذا المؤشر بمجموع القيم المضافة المحققة من طرف الأعوان الاقتصادية، خلال فترة زمنية معينة. فبقدر الزيادة في هذا المؤشر تتوفر الفرص والبدائل الاستثمارية المالية.

- معدل التضخم: يقاس هذا المؤشر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، معبرا عن قيمة النقود في لحظة زمنية معينة، فالتغير فيه يمكن أن يؤثر على العائد المنتظر من الورقة المالية.

- سعر الصرف: وهو سعر استبدال عملة بعملة أخرى كما أن للتغير في أسعار الصرف الأثر على أسعار الأوراق المالية.

أما بالنسبة للمتغير التابع فيتمثل في العائد R ، و ما دام العائد يتمثل في صافي الأرباح مخصوما منها الضرائب و المخصصات فقد وقع اختيارنا على صافي الأرباح المحققة من كل قطاع في كل سنة كمتغير تابع.

فالنموذج سيدرس العلاقة بين المتغيرات المذكورة سابقا وأثرها على صافي الأرباح المتحصل عليها في نهاية كل سنة. ولهذا أخذنا عينة من المتغيرات السوقية والكلية التي من شأنها التأثير على العائد.

إذن سنقوم باختبار عائد الأوراق المالية في كل سنة من 2005 إلى 2009 انطلاقا من نموذج العوامل المتعددة معتمدين على متغيرات الجدول أدناه المتولدة عن القطاعات محل الدراسة بهدف استخراج السنة الأكثر عائدا و اقل مخاطرة.

الجدول رقم (6): يوضح العوامل المختبرة في النموذج

المتغيرات المستقلة								المتغير التابع	
سعر الصرف	معدل التضخم	معدل النمو في PIB	متوسط معدل دوران الأسهم	مؤشر السوق	DPA	PER	BPA	صافي الأرباح	
0.29	4	5.6	171.9	9896.7	0.03	12.51	0.077	2.43	2005
0.28	3.1	3.7	50.8	10067	0.062	16.43	0.106	2.08	2006
0.27	6.2	6	99.8	12588	0.029	8.938	0.052	3.96	2007
0.27	10.8	8.5	110.6	7782	0.008	9.652	0.039	3.18	2008
0.028	4.6	1.7	109.71	7005.3	0.003	38.09	0.012	7.28	2009

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

معدل النمو في PIB ومعدل التضخم بـ% وحدة الأرباح الصافية 10^9 دينار كويتي

فقبل الوصول إلى النتائج يتعين علينا اختبار النموذج المستعمل في الدراسة، ولتسهيل ذلك اعتمدنا على برنامج .Eviws5.

3- اختبار وتشخيص النموذج :

من أجل ذلك اعتمدنا على جملة من الاختبارات

بناءً على نتائج البرنامج المتحصل عليها لاحظنا ما يلي :

خلال السنوات المستعملة في الدراسة توجد مجموعة من المؤشرات من داخل السوق المالية ومن خارج السوق المالي تؤثر على قرارات المستثمرين في شأن العائد (صافي الأرباح)، ولكن وجدنا بأن هذه العوامل منها ما يفسر المتغير التابع المتمثل في العائد بشكل جيد ومنها ما يفسر العائد بشكل ضعيف، فأخذنا بعين الاعتبار فقط العوامل المستقلة المفسرة للمتغير التابع بشكل قوي واستبعدنا بقية العوامل من النموذج .

فاختبار مدى صلاحية النموذج للاختبار يتوقف على جملة من الاختبارات الإحصائية التي تشرح القدرة التفسيرية للنموذج المستعمل من هذه المتغيرات:

– احتمالية العوامل المستقلة Prob :

تشير إلى قدرة تفسير العوامل المستقلة (X_1, X_2, X_3) للمتغير التابع y

فمن خلال الاحتمالية تحصلنا على مجموعة من النماذج للعوامل المختارة ولكن اخترنا النموذج ذو القدرة التفسيرية العالية باستعمال طريقة STEPWAIS ستبوز (خطوة بخطوة) هذه الطريقة تسمح بانتقاء فقط المتغيرات المستقلة التي تفسر في آن واحد المتغير التابع بشكل جيد، و تستبعد المتغيرات التي تفسر المتغير التابع بشكل ضعيف.

وتوجد حسب علمنا أيضا طريقة أخرى تسمى بطريقة فريش تسمح بالانتقال من نموذج بسيط إلى نموذج متعدد العوامل، إلى أن تصل وتستقر على المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع بشكل قوي.

– معامل التحديد R^2 : R-Squard

يعبر عن القدرة التفسيرية للنموذج، إذ يختبر جودة التوفيق والارتباط بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. من خواص هذا المعامل أن يكون محصورا بين الصفر والواحد، فإذا كان يؤول إلى الصفر فإنه ليس للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة ليس لها دور في تفسير الظاهرة أما إذا كان يؤول إلى الواحد فإن للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن المتغيرات المستقلة لها دور في تفسير الظاهرة.

بناء على نتائج البرنامج المتحصل عليها وبعد اختيار النموذج المتشكل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وجدنا نموذجين مقبولين الأول يتشكل من x_2, x_3, x_5 كعوامل مستقلة و y كمتغير تابع، والثاني يتشكل من x_3, x_5, x_7 كعوامل مستقلة ومفسرة للمتغير y انطلاقا من نسبة احتمالية هذه العوامل و معامل التحديد، وتعطى علاقة معامل التحديد كما يلي⁵:

$$R^2 = \frac{b_{i1} \cdot \sum x_{i1} \cdot y_i + b_2 \cdot \sum x_{i2} \cdot y_i}{\sum y_i^2} \dots\dots\dots(40)$$

– معامل الارتباط r :

يقيس مدى الارتباط بين المتغيرات، فهو بذلك يقيس مدى قدرة تفسير المتغير المستقل للمتغير التابع وقيمه تتراوح بين 1 و -1 حيث $-1 \leq r \leq 1$

⁵ جمال فروخي، مرجع سبق ذكره، ص102.

$$r = \sqrt{R^2}$$

فكلما اقترب من الواحد دل ذلك على وجود ارتباط جيد بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ولكن متى نختار

القيمة الموجبة لمعامل الارتباط ومتى نختار السالبة؟

نختار القيمة الموجبة لـ R إذا كان المعامل B_{xx} للمتغير المستقل يأخذ قيمة موجبة

نختار القيمة السالبة لـ R إذا كان المعامل B_{xx} للمتغير المستقل يأخذ قيمة سالبة.

الجدول رقم (7): يوضح نتائج البرنامج بناء على النموذج الأول

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 11/01/10 Time: 12:39

Sample: 2005 2009

Included observations: 5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-21.68853	1.458165	-14.87385	0.0427
X2	0.515096	0.023763	21.67608	0.0293
X3	0.000987	7.01E-05	14.08069	0.0451
X5	1.432705	0.089097	16.08031	0.0395
R-squared	0.998834	Mean dependent var		3.786000
Adjusted R-squared	0.995335	S.D. dependent var		2.082950
S.E. of regression	0.142261	Akaike info criterion		-1.071747
Sum squared resid	0.020238	Schwarz criterion		-1.384196
Log likelihood	6.679366	F-statistic		285.5083
Durbin-Watson stat	1.875215	Prob(F-statistic)		0.043471

المصدر: مخرجات Eviws

4- اختبار مدى صلاحية النموذج وتفسير النتائج عند مستوى الدلالة $\alpha=5\%$:

من خلال النتائج نلاحظ بأن النموذج مقبول لتفسير الظاهرة:

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض 99% العائد المنتظر (صافي الأرباح) التي يعتمد عليها في ترشيد قرار الاستثمار في الأسهم X ، وهذا مستنتج من خلال معامل التحديد R^2 ، كما أن هذه المتغيرات تفسر بنسبة 99.8% المتغير التابع انطلاقا من معامل الارتباط r .

بالنسبة لاحتمالية العامل الأول المستقل X_2 يفسر العامل y بشكل جيد لأن نسبة الاحتمالية مقدرة بـ 0.02 أقل من نسبة الدلالة (5%) علما أن x_2 اقتصاديا تمثل مضاعف الربحية للسهم PER و y يمثل العائد، إذن مؤشر مضاعف الربحية مهم جدا في تحديد العائد المنتظر يجب على المستثمر أخذه بعين الاعتبار أثناء اتخاذ قرار الاستثمار.

بالنسبة لاحتمالية العامل الثاني X_3 يفسر العامل y بشكل جيد، ذلك أن درجة الاحتمالية تقدر بـ 0.04، طبعا أقل من 5%، x_3 اقتصاديا يمثل مؤشر البورصة و y العائد، وعليه فإن المؤشر البورصي يفسر بشكل قوي العائد المنتظر، إذن يتعين على المستثمر أثناء اتخاذ القرار أخذه بعين الاعتبار.

احتمالية العامل الثالث X_5 كذلك يفسر التابع y بشكل جيد، بالنظر إلى نسبة الاحتمال المقدرة بـ 0.03، فهي أقل من 5%، اقتصاديا X_5 يمثل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي PIB، إذن هذا المتغير الاقتصادي الكلي ذو أكثر دلالة مع المتغيرين السابقين في تفسير العائد y .

إذن مادام الناتج المحلي الإجمالي يؤثر على العائد المنتظر، يجب على المستثمر إدراجه ضمن المتغيرات المأخوذة أثناء اتخاذ القرار سعيا نحو الترشيح.

أما بالنسبة لمعامل قوة التحميل β لـ X_2 يقدر بـ 0.5150 بمعنى أنه إذا تغير مضاعف الربحية PER بوحدة واحدة يزداد صافي الأرباح بقيمة 0.5150.

معامل قوة التحميل لـ X_3 يقدر بـ 0.0009، بمعنى إذا تغير مؤشر البورصة بوحدة واحدة سيزداد صافي الأرباح لدى المستثمر بـ 0.0009.

X_5 الذي يمثل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إذا تغير بوحدة واحدة سيزداد صافي الأرباح بقيمة 1.43.

– حساب المرونات :

تعتبر المرونات عن درجة استجابة المتغير التابع للتغير الحاصل في المتغير المستقل رياضيا ، أما اقتصاديا فهي تمكنا من قياس درجة استجابة صافي الأرباح للتغير الحاصل في كل من مضاعف الربحية PER، مؤشر البورصة،

معدل النمو في PIB الممثلة على الترتيب بـ X2 ، X3 ، X5 والمرونة لها دور في إلغاء أثر الوحدات، وبالتالي سنقوم بحساب مرونة كل عامل على حدى.

- مرونة X2 (E_{x2}) :

$$E_{x2} = \beta_{x2} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(41)$$

$$E_{x2} = 0.51 \cdot \frac{17.12}{3.78} = 2.3$$

إذن إذا حدثت زيادة في مضاعف الربحية للسهم PER بوحدة واحدة فإن صافي الأرباح سيزداد بقيمة 2.3.

- مرونة X3 (E_{x3}) :

$$E_{x3} = \beta_{x3} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(42)$$

$$E_{x3} = 0.0009 \cdot \frac{9467.8}{3.78} = 2.25$$

من خلال المرونة لمؤشر البورصة إذا ازداد هذا الأخير بوحدة واحدة فإن الأرباح الصافية للمستثمر ستزداد بقيمة 2.25.

- مرونة X5 (E_{x5}) :

$$E_{x5} = \beta_{x5} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(43)$$

$$E_{x5} = 1.43 \cdot \frac{5.1}{3.78} = 1.92$$

إذا حدثت الزيادة في معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة فإن صافي الأرباح ستزداد بقيمة 1.92.

-اختبار معنوية المعالم ستيودنت *t* Student :

يمكننا اختبار ستيودنت من اختبار كل معلم في النموذج، أي مدى قدرة كل متغير مستقل في تفسير المتغير التابع Y ، فإذا كانت t المحسوبة أكبر من t_c من الجدولة t_α عند مستوى الدلالة α=5% فإن للمعلم قدرة تفسيرية في تفسير المتغير التابع Y.

إذن نقوم بإجراء القيم المحسوبة لكل متغير ومقارنتها القيم المجدولة:

- بالنسبة للمتغير $X2$: عند درجة الحرية $n-k$ حيث K يمثل عدد المعالم الموجددة في النموذج بما فيها المعلم الثابت C و n هو عدد المشاهدات، إذن عند درجة الحرية المساوية للواحد في هذه الحالة عند مستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ونلاحظ من خلال نتائج البرنامج أن $t_c = 21.67$ إذن t_c أكبر من t_a عند مستوى الدلالة 5% بدرجة حرية 1 إذن المتغير $X2$ يفسر المتغير التابع Y بشكل جيد وللمتغير $X2$ معنوية إحصائية، وعليه فإن مضاعف الربحية للسهم PER يفسر صافي الأرباح المنتظرة بشكل جيد.

- المتغير $X3$: عند نفس درجة الحرية وعند مستوى الدلالة 5% فإن $t_a = 6.314$ و $t_c = 14.08$ وبالتالي تكون t المحسوبة t_c أكبر من t المجدولة t_a إذن للمتغير $X3$ قدرة في تفسير المتغير التابع Y ، وما دام $X3$ يمثل مؤشر البورصة إذن لمؤشر البورصة دلالة قوية في تحديد صافي الأرباح.

المتغير $X5$: عند درجة الحرية $n-k$ عند مستوى الدلالة 5% تكون $t_c = 16.08$ فهي بذلك أكبر من قيمة t_a

المساوية لـ 6.314 وعليه يكون للمتغير $X5$ قدرة في تفسير المتغير التابع Y ، وطالما أن هذا المتغير يمثل معدل النمو في الناتج المحلي الداخلي PIB فإن لهذا الأخير قدرة في تحديد صافي الأرباح التي سيتحصل عليها المستثمر.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج : لتحقيق ذلك نستعمل إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعلم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2/K-1}{1-R/n-K} \dots\dots\dots(44) \quad \text{ويعطى القانون بالشكل الآتي:}$$

ف عند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 3 نجد بأن $F_c = 216$ وبإجراء المقارنة مع F_c المساوية لـ 285.50 نجد بأن f المحسوبة أكبر من f المجدولة إذن لمعلم النموذج مضاعف الربحية ومؤشر البورصة ومعدل النمو في الناتج الإجمالي الداخلي قدرة في تحديد صافي الأرباح التي سيجنيها المستثمر في الأخير. استنادا إلى ما سبق يمكن القول بأن النموذج أعلاه مقبول إحصائيا، نظرا لجودة معلمه.

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء $Durbin Watson$:

يوجد أحيانا بعض المتغيرات في النموذج ذات التأثير على المتغير التابع يرمز لها بـ ϵ تسمى بالبواقي، ولكن المختبر يهملها ولهذا وجب إدراجها في النموذج، وجاء اختبار دوربين وواطسون ليختبرا وجود ارتباط ذاتي

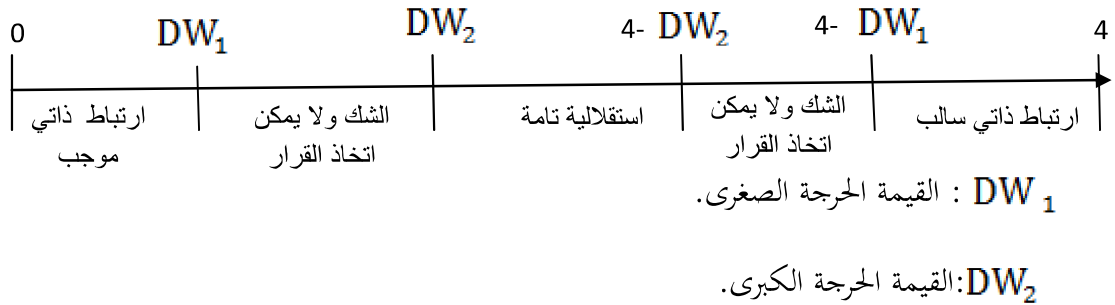
للأخطاء أم أن هناك استقلالية بينها، ويرتبط هذا الاختبار بعدد المتغيرات المستقلة دون قيمها، وتعطى العلاقة كما يلي:

$$DW = \frac{\sum(\varepsilon_i - \varepsilon_{i-1})^2}{\sum \varepsilon_i^2} \dots\dots\dots(45)$$

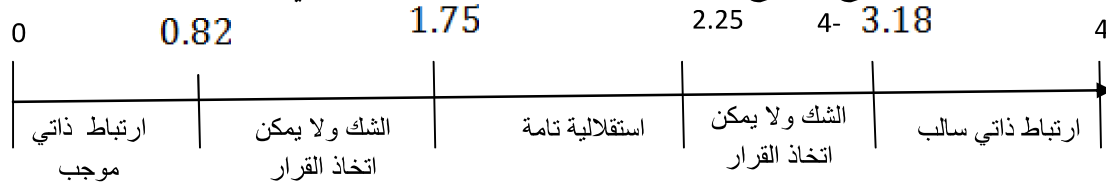
DW : متغير عشوائي يتعلق أساسا بقيم البواقي ε علما أن $DW \in [0 - 4]$

انطلاقا من فرضية البواقي تتبع التوزيع الطبيعي فإن توزيع إحصائية DW يقع بين القيمتين:

DW_1 و DW_2 على حسب مستوى المعنوية وعدد المتغيرات المستقلة K وعدد المشاهدات n .



فتطبيقيا على نتائج البرنامج وعند مستوى الدلالة نتحصل على ما يلي :



ومع الإحصائية DW المحسوبة في البرنامج المساوية لـ 1.87 نجد أنها تنتمي إلى منطقة الاستقلالية، وعليه يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء فالنموذج مقبول إحصائيا.

الجدول رقم (8): يوضح النتائج الإحصائية المتحصل عليها

X5	X3	X2	Y	
5.1	9467.8	17.124	3.786	Mean
5.6	9896.7	12.51	3.18	Median
8.5	12588	38.09	7.28	Maximum
1.7	7005.3	8.938	2.08	Minimum
2.556365	2190.004	12.08496	2.08295	Std. Dev.

-0.03162	0.291335	1.290962	1.08185	Skewness
1.989079	1.899136	2.949045	2.673155	Kurtosis
0.213742	0.32321	1.38936	0.997588	Jarque-Bera
0.898642	0.850777	0.499234	0.607263	Probability
25.5	47339	85.62	18.93	Sum
26.14	19184472	584.1852	17.35472	Sum Sq. Dev.
5	5	5	5	Observations

المصدر: مخرجات برنامج Eviws

إن الجدول أعلاه يبين متغيرات النموذج X_2, X_3, X_5 المفسرة للمتغير التابع Y مبرزا القيم بذلك المتغيرات الإحصائية لكل قيمة، إذ يساعدنا ذلك في حساب المرونات انطلاقا من الوسط الحسابي لكل من X_2, X_3, X_5 على الترتيب 5.1، 17.12، 9467.8، وقيمة Y 3.78 .

الجدول رقم (9) : يوضح نتائج البرنامج بناء على النموذج الثاني

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 11/01/10 Time: 12:37
Sample: 2005 2009
Included observations: 5

Variable	Coefficie	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-----------	------------	-------------	-------

nt

C	5.155491	0.107694	47.87173	0.0133
X3	0.000332	1.33E-05	25.02825	0.0254
X5	0.328395	0.012727	25.80238	0.0247
X7	- 27.18467	0.362970	-74.89517	0.0085
R-squared	0.999902	Mean dependent var		3.786000
Adjusted R-squared	0.999609	S.D. dependent var		2.082950
S.E. of regression	0.041213	Akaike info criterion		- 3.549559
Sum squared resid	0.001699	Schwarz criterion		- 3.862009
Log likelihood	12.87390	F-statistic		3405.519
Durbin-Watson stat	2.000869	Prob(F-statistic)		0.012596

المصدر: مخرجات برنامج Eviws

- اختبار مدى صلاحية النموذج وتفسير النتائج عند مستوى الدلالة $\alpha=5\%$:

تفسر هذه المتغيرات مع بعضها البعض 99% العائد المنتظر (صافي الأرباح) التي يعتمد عليها في ترشيد قرار الاستثمار في الأسهم ، وهذا مستوحى من خلال معامل التحديد R^2 ، كما أن هذه المتغيرات تفسر بنسبة 99.9% المتغير التابع انطلاقاً من معامل الارتباط r وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً.

يفسر العامل الأول X3، المتغير y بدرجة قوية، بناء على نسبة الاحتمالية المتحصل عليها من نتائج البرنامج، المقدرة بـ 0.02 إذن كذلك في هذا النموذج مؤشر البورصة له دور كبير في تقدير العائد المتوقع Y

يفسر العامل الثاني X5 المتغير y بشكل قوي، ويلاحظ من درجة الاحتمالية المتحصل عليها بقيمة 0.02 فهي أقل من 5%، إذن معدل النمو في الناتج المحلي الداخلي له دلالة قوية أثناء اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة بالرغم من أنه متغير من خارج البورصة.

يفسر العامل X7 له دلالة جيدة في تفسير المتغير التابع y علماً أن X7 اقتصادياً يشير إلى أسعار الصرف إذن هذه الأخيرة مادام تفسر العائد المنتظر بشكل جيد يجب على المستثمر أخذها بالحسبان أثناء اتخاذ القرار، ذلك أن التغير في وضعية أسعار الصرف في لحظة زمنية معينة سواء بالزيادة أو بالنقصان، من شأنه أن يؤثر جانب الأرباح الصافية التي سيتحصل عليها المستثمر.

ما يمكن قوله بناءً على نتائج هذا النموذج، أن كل من مؤشر البورصة ومعدل النمو في الناتج المحلي الداخلي، وأسعار الصرف تشكل مع بعضها البعض نموذجاً للمتغيرات أثناء اتخاذ القرار.

فحتى تتميز قرارات المستثمرين بالرشادة وسعياً نحو تعظيم العائد يجب مراعاة مجموعة من القيود ذات أكثر تأثير على العائد المتوقع، القيود المستوحاة من داخل السوق المالي بالإضافة إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية.

الجدول رقم (10) : يوضح النتائج الإحصائية

X7	X5	X3	Y	
0.227600	5.100000	9467.800	3.786000	Mean
0.270000	5.600000	9896.700	3.180000	Median
0.290000	8.500000	12588.00	7.280000	Maximum
0.028000	1.700000	7005.300	2.080000	Minimum
0.111887	2.556365	2190.004	2.082950	Std. Dev.
-1.479221	-0.031622	0.291335	1.081850	Skewness
3.223103	1.989079	1.899136	2.673155	Kurtosis
1.833782	0.213742	0.323210	0.997588	Jarque-Bera
0.399760	0.898642	0.850777	0.607263	Probability
1.138000	25.50000	47339.00	18.93000	Sum
0.050075	26.14000	19184472	17.35472	Sum Sq. Dev.
5	5	5	5	Observations

المصدر: مخرجات برنامج Eviws

يقدر معامل قوة التحميل لـ X3 بـ 0.0003، بمعنى إذا تغير مؤشر البورصة بوحدة واحدة سيزداد صافي الأرباح لدى المستثمر بـ 0.0003.

يمثل X5 معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي إذا تغير بوحدة واحدة سيزداد صافي الأرباح بقيمة 0.32.

أما بالنسبة لمعامل X7 الذي يمثل اقتصادياً أسعار الصرف يلاحظ بأنه سالب بمعنى أنه إذا تغير بوحدة واحدة ستخفص قيمة الأرباح الصافية بـ 27.18-

دائماً بهدف إلغاء أثر الوحدات نقوم بحساب مرونة كل متغير على حدى:

- مرونة X3:

$$E_{x3} = \beta_{x3} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(46)$$

$$E_{x3} = 0.0003 \cdot \frac{9467.8}{3.78} = 0.75$$

انطلاقاً من نتيجة المرونة، نجد بأن إذا ازداد مؤشر البورصة بوحدة واحدة فإن ذلك سيتبعه زيادة في صافي الأرباح بمقدار 0.75 .

- مرونة X5 :

$$E_{x5} = \beta_{x5} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(47)$$

$$E_{x5} = 0.32 \cdot \frac{5.1}{3.78} = 0.43$$

إن X5 عبارة عن متغير اقتصادي كلي يتمثل في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، فإذا ازداد بوحدة واحدة تقابله زيادة في صافي الأرباح بقيمة 0.43 .

- مرونة X7 :

$$E_{x7} = \beta_{x7} \cdot \frac{\bar{X}}{\bar{Y}} \dots\dots\dots(48)$$

$$E_{x5} = -27.18 \cdot \frac{0.22}{3.78} = -1.6$$

كما أن المتغير المستقل X7 يمثل اقتصادياً أسعار الصرف، فنتيجة المرونة كانت سالبة، ذلك يدل على وجود علاقة عكسية بين أسعار الصرف وصافي الأرباح المتحصل عليها، فإذا ازدادت أسعار الصرف بوحدة واحدة فإن صافي الأرباح ستنخفض بقيمة 1.6 .

اختبار معنوية المعالم ستيودنت *t. Student* :

يمكننا اختبار ستيودنت من اختبار كل معلم في النموذج كما هو معلوم، أي مدى قدرة كل متغير مستقل في تفسير المتغير التابع Y ، فإذا كانت t المحسوبة أكبر من t_c أكبر من t الجدولة t_a عند مستوى الدلالة a=5% فإن للمعلم قدرة تفسيرية في تفسير المتغير التابع Y .

إذن نقوم بإجراء القيم المحسوبة لكل متغير ومقارنتها القيم الجدولة:

- بالنسبة للمتغير $X3$:

عند درجة الحرية $n-k$ حيث K يمثل عدد المعالم الموجودة في النموذج بما فيها المعلم الثابت C و n هو عدد المشاهدات، إذن عند درجة الحرية المساوية للواحد في هذه الحالة عند مستوى الدلالة $a=5\%$ تكون $t_a = 6.314$ ونلاحظ من خلال نتائج البرنامج أن $t_c = 25.02$ إذن t_c أكبر من t_a عند مستوى الدلالة 5% بدرجة حرية 1 إذن المتغير $X3$ يفسر المتغير التابع Y بشكل جيد وللمتغير $X3$ معنوية إحصائية، وعليه فإن مؤشر السوق يفسر صافي الأرباح المنتظرة بشكل جيد.

- المتغير $X5$:

عند نفس درجة الحرية وعند مستوى الدلالة 5% فإن $t_a = 6.314$ و $t_c = 25.80$ وبالتالي تكون t المحسوبة t_c أكبر من t المجدولة t_a إذن للمتغير $X5$ قدرة في تفسير المتغير التابع Y ، وما دام $X5$ يمثل معدل النمو في الناتج المحلي إذن له دلالة قوية في تحديد صافي الأرباح.

- المتغير $X7$:

عند درجة الحرية $n-k$ عند مستوى الدلالة 5% تكون $t_c = -74.89$ فهي بذلك أكبر من قيمة t_a المساوية لـ 6.314 وعليه يكون للمتغير $X7$ قدرة في تفسير المتغير التابع Y ، وطالما أن هذا المتغير يمثل أسعار الصرف فإنه لهذا الأخير قدرة كبيرة في تحديد صافي الأرباح التي سيتحصل عليها المستثمر.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

نستعمل لتحقيق ذلك إحصاءة فيشر، الذي يقيس القدرة التفسيرية لمعالم النموذج في تفسير المتغير التابع.

$$F_c = \frac{R^2 / K - 1}{1 - R / n - K} \dots\dots\dots(49).$$

ويعطى القانون بالشكل الآتي:

فعند درجة الحرية $n-k$ المساوية للواحد بعدد المتغيرات المساوية لـ 3 نجد بأن $t_a = 216$ وبإجراء المقارنة مع t_c المساوية لـ 3405.51 نجد بأن t المحسوبة أكبر من t المجدولة إذن لمعالم النموذج مؤشر البورصة و معدل النمو في الناتج الإجمالي وأسعار الصرف قدرة في تحديد صافي الأرباح التي سيحنيها المستثمر في الأخير.

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء $Durbin Watson$:

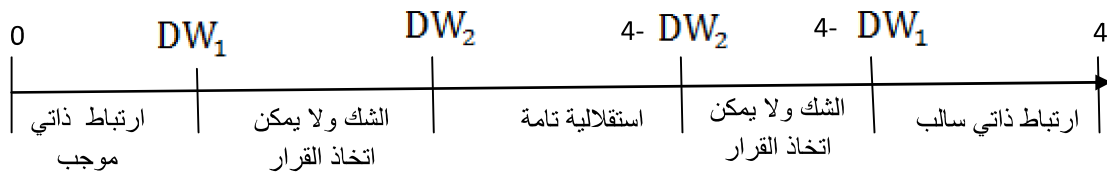
يوجد أحيانا بعض المتغيرات في النموذج ذات التأثير على المتغير التابع يرمز لها بـ ϵ تسمى بالبقايا، ولكن المختبر يهملها في بعض الأحيان ولهذا وجب إدراجها في النموذج، وجاء اختبار دورين وواطسون ليختبر وجود ارتباط ذاتي للأخطاء أم أن هناك استقلالية بينها، ويرتبط هذا الاختبار بعدد المتغيرات المستقلة دون قيمها، وتعطى العلاقة كما يلي:

$$DW = \frac{\sum (\epsilon_i - \epsilon_{i-1})^2}{\sum \epsilon_i^2} \dots\dots\dots(50)$$

DW : متغير عشوائي يتعلق أساسا بقيم البقايا ϵ علما أن $DW \in [0 - 4]$

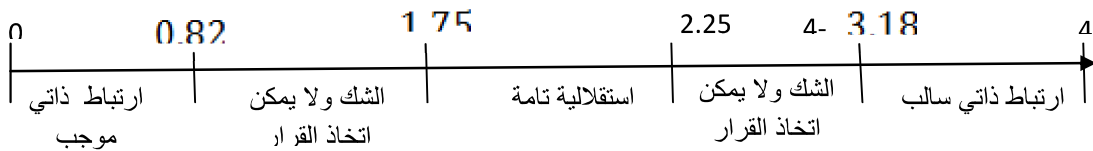
انطلاقا من فرضية البقايا تتبع التوزيع الطبيعي فإن توزيع إحصائية DW يقع بين القيمتين :

DW_1 و DW_2 على حسب مستوى المعنوية وعدد المتغيرات المستقلة K وعدد المشاهدات n .



DW_1 : القيمة الحرجة الصغرى.

DW_2 : القيمة الحرجة الكبرى.



فتطبيقا على نتائج البرنامج وعند مستوى الدلالة نتحصل على ما يلي:

ومع الإحصائية DW المحسوبة في البرنامج المساوية لـ 2 نجد أنها تنتمي إلى منطقة الاستقلالية، وعليه يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء فالنموذج مقبول إحصائيا.

Akaike info

ولاختيار بين النموذجين في وجود قدرة تفسيرية عالية تجري عملية المقارنة بين

critereon و Schwarz critereon، فالنموذج المتميز بقيم صغيرة لهاتين الأخيرتين هو النموذج

الأحسن. ومن النتائج الواردة في النموذج نجد أن النموذج الثاني هو النموذج الأفضل والذي له قدرة تفسيرية عالية.

المبحث الثالث : المقاربة القطاعية

- حساب بعض المؤشرات المالية لبورصة الكويت للأوراق المالية للسنوات محل الدراسة
2006-2005 - 2007-2008-2009:

سنحاول في هذا المبحث دراسة بعض المؤشرات المالية، المشكلة لنموذج اتخاذ القرار والمساعدة للمستثمر في بناء التوجه الاستثماري.

هذه المؤشرات خاصة بالقطاعات التسعة المشكلة لسوق الكويت للأوراق المالية للسنوات محل الدراسة، مستبعدين في ذلك القطاع الموازي ذلك أنه غير خاضع للجهاز الرقابي، و تتمثل المؤشرات في **معدل العائد على السهم BPA**، **مضاعف سعر السهم PER**، **الأرباح النقدية الموزعة DPA**

تتكون عينة الدراسة من تسع قطاعات متمثلة في قطاع البنوك، قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع العقار، قطاع الخدمات، قطاع الأغذية، قطاع المؤسسات غير الكويتية.

1- حساب معدل العائد على السهم BPA للسنوات محل الدراسة :

يعبر معدل العائد على السهم **BPA** أو ما يسمى بربحية السهم عن قيمة الأرباح التي تم تحقيقها من كل سهم أصدرته المؤسسة، يتم حسابه بقسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم الصادرة عن المؤسسة، ويمكن هذا المؤشر من قياس نصيب حملة الأسهم من الأرباح ولكن ليس كل ما يستحقه حامل السهم سيقبضه، لأن مجلس الإدارة عادة ما يقوم بتدوير جزء من الأرباح بحيث يتم خصم جزء من الأرباح وضم الباقي إلى احتياطات المؤسسة.

الجدول رقم (11): يوضح BPA لسنة 2005.

2005			
BPA	عدد الأسهم المدرجة	صافي الأرباح	
0.185	2,572,567,000	474,775,263.00	قطاع البنوك

0.284	2,572,567,000	731,170,678.00	قطاع الاستثمار
0.412	135,145,000	55,692,260.00	قطاع التأمين
0.021	13,128,280,000	274,941,988.00	قطاع العقار
0.086	4,680,505,000	402,168,621.00	قطاع الخدمات
0.04	1,292,905,000	52,285,960.00	قطاع الاغذية
0.055	3,872,495,500	212,407,644.00	قطاع الشركات غير كويتية
5.179	2396000	12,407,995.00	قطاع صناديق الاستثمار
0.061	3487001000	214,024,971.00	قطاع الصناعة
0.077	31,743,861,500	2,429,875,380.00	المؤشر العام

المصدر : من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

قمنا بالنسبة لسنة 2005 بحساب صافي الأرباح إلى إجمالي عدد الأسهم المدرجة في السوق بالنسبة للقطاع، فعلى أساس هذا المؤشر نجد القطاعات ذات الربحية العالية نتيجة لارتفاع ربحية الأسهم الصادرة عنها هي كل من : قطاع صناديق الإستثمار ب 5.17، يليه قطاع التأمين بمقدار 0.41، ثم يأتي قطاع الاستثمار ب 0.28 ثم قطاع البنوك، أما بالنسبة لبقية القطاعات فهي ضعيفة الربحية على التوالي حيث تتراوح قيمة ربحية السهم بين 0.02 و 0.08.

الجدول رقم (12) يوضح : BPA لسنة 2006

2006			
BPA	عدد الأسهم المدرجة	صافي الأرباح	
0.4678	1,283,377,500	600,343,588	قطاع البنوك
0.0448	8,672,618,500	388,689,078	قطاع الاستثمار
0.6894	52,955,000	36,507,446	قطاع التأمين
0.0129	4,146,530,000	53,623,531	قطاع العقار
0.1522	3,386,106,500	515,240,533	قطاع الخدمات
0.2202	143,195,000	31,524,712	قطاع الاغذية

0.2231	1,141,698,500	254,658,094	قطاع الشركات غير كويتية
18.166	51,000	926,447	قطاع صناديق الاستثمار
0.2405	815,226,000	196,025,598	قطاع الصناعة
0.106	19,641,758,000	2,077,539,027	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت

تميزت سنة 2006، كذلك قطاع صناديق الاستثمار بارتفاع معدلات ربحية السهم بـ 18.16 وهي قفزة نوعية شهدتها القطاع مقارنة بسنة 2005، يليه في الربحية قطاع التأمين، بعد ذلك قطاع البنوك بمعنى ذلك خلال سنتين حافظت هذه القطاعات على نفس الترتيب ولكن بنسب مختلفة ثم تليها كل من قطاع الاستثمار وقطاع الصناعة، قطاع الأغذية وقطاع الشركات غير الكويتية بقيمة متساوية 0.22 يليها قطاع الخدمات وقطاع العقار في المرتبة الأخيرة.

الجدول رقم (13) يوضح: BPA لسنة 2007

2007			
BPA	عدد الأسهم المدرجة	صافي الأرباح	
0.176	4,476,001,500	786,438,531	قطاع البنوك
0.059	22,608,625,000	1,326,606,274	قطاع الاستثمار
0.868	86,395,000	74,968,403	قطاع التأمين
0.016	18,651,312,500	306,803,395	قطاع العقار
0.032	18,651,312,500	591,003,331	قطاع الخدمات
0.068	994,734,500	68,061,145	قطاع الاغذية

0.07	5,226,904,000	366,365,083	قطاع الشركات غير كويتية
1141	4,000	4,562,968	قطاع صناديق الاستثمار
0.085	5,088,244,500	433,229,171	قطاع الصناعة
0.052	75,783,533,500	3,958,038,301	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

أهم ما يميز سنة 2007 ، ارتفاع مفاجئ في ربحية الأسهم الصادرة عن قطاع صناديق الاستثمار نتيجة الارتفاع في قيمة صافي الأرباح مع الانخفاض في عدد الأسهم المدرجة في القطاع، يليه قطاع التأمين البنوك بقيمة 0.86 بعد ذلك يأتي قطاع البنوك ثم على الترتيب قطاع الصناعة، قطاع الشركات غير الكويتية، قطاع الأغذية، قطاع الاستثمار، قطاع الخدمات، يأتي في المرتبة الأخير قطاع العقار من ناحية الربحية.

الجدول رقم (14) : يوضح BPA لسنة 2008

2008			
BPA	عدد الأسهم المدرجة	صافي الأرباح	
0.2205	4,059,486,000	895,049,464	قطاع البنوك
0.0264	26,622,380,000	702,281,886	قطاع الاستثمار
0.6214	60,240,000	37,434,493	قطاع التأمين
0.0164	16,488,797,500	270,275,606	قطاع العقار
0.0263	23,185,525,000	609,320,925	قطاع الخدمات
0.0522	792,410,000	41,369,574	قطاع الاغذية
0.08	5,099,093,000	407,678,678	قطاع الشركات غير كويتية

1765.4	2,000	3,530,891	قطاع صناديق الاستثمار
0.0477	4,542,839,500	216,484,594	قطاع الصناعة
0.0394	80,850,773,000	3,183,426,111	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

تميزت سنة 2008 بارتفاع ربحية الأسهم الصادرة عن قطاع صناديق الاستثمار مقارنة بسنة 2007، تليها في الربحية الأسهم الصادرة عن قطاع التأمين، بعد ذلك قطاع البنوك ثم تأتي بعد ذلك بقية القطاعات المتميزة بانخفاض معدلات الربحية على التوالي: الشركات غير الكويتية، الأغذية، الصناعة، الخدمات والاستثمار على حد سواء ثم يأتي في المرتبة الأخيرة قطاع العقار.

ولكن الأمر الملفت للانتباه نلاحظ بأن معدلات الربحية المحققة في الأسهم الصادرة عن قطاع صناديق الاستثمار مرتفعة لدرجة أنها جعلت القطاع يحتل المرتبة الأولى خلال السنوات 2005، 2006، 2007، 2008 لماذا؟

لأن وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار المغلقة تتميز بقابلية التداول في السوق بين المستثمرين، فالوثيقة تصدر بقيمتها النقدية الكاملة طبقاً لسعر الإصدار أما بالنسبة لوثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق المفتوحة غير قابلة للتداول في السوق فتسترد من طرف الصندوق وفقاً لسعر محدد.

الجدول رقم (15) يوضح: BPA لسنة 2009

2009			
BPA	عدد الأسهم المدرجة	صافي الأرباح	
0.045	7,396,705,000	330,208,695	قطاع البنوك
-0.01	32,624,655,000	-322,475,701	قطاع الاستثمار
0.257	36,010,000	9,246,031	قطاع التأمين
1.528	26,640,000	40,715,974	قطاع العقار
0.094	4,588,740,000	432,577,325	قطاع الخدمات
0.017	1,434,132,500	23,878,370	قطاع الاغذية
0.018	8,097,149,000	142,659,436	قطاع الشركات غير كويتية
	0	-2,048,247	قطاع صناديق الاستثمار

0.013	5,666,357,500	73,106,550	قطاع الصناعة
0.012	59,870,389,000	727,868,433	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

من خلال بيانات الجدول، جدير بالملاحظة أن قطاع صناديق الاستثمار الذي كان يحقق المرتبة الأولى من ناحية الربحية خلال السنوات السابقة أصبح منعدم الربحية نتيجة انعدام عدد الأسهم المدرجة في هذه السنة أضعف إلى ذلك سلبية الأرباح الصافية، كما يتبين لنا ارتفاع شبه مفاجئ في ارتفاع معدلات الربحية في قطاع العقار وهذا هو موضوع آثار الأزمة المالية التي كان من بين أحد أسبابها منح البنوك الأمريكية قروضا للقطاع العقاري بدون ضمانات بهدف النهوض بهذا القطاع مما تسبب في إلحاق الضرر ببقية القطاعات ورفع من ربحية القطاع العقاري.

2- حساب مضاعف ربحية السهم PER: يعبر هذا المؤشر عن المبلغ الذي سيدفعه المستثمر مقابل الحصول على درهم واحد من الأرباح، ويتم حسابه هذه من خلال قسمة سعر الإغلاق على ربحية السهم وتقييم النتيجة بعدد المرات، كما يمكن حسابه عن طريق قسمة القيمة السوقية على صافي الأرباح، وعادة ما تستعمل نسبة معيارية تسمى بالمضاعف المعياري المعتمد في السوق، فإذا ارتفعت قيمة المضاعف عن القيمة المعيارية، فهذه إشارة على أن الأسعار ستؤول مستقبلاً إلى الانخفاض فإذا كانت تتوفر لدى المستثمر نوعاً من هذه الأسهم من المستحسن أن يتنازل عنها في الحين. أما إذا انخفضت قيمة المضاعف عن القيمة المعيارية فإن ذلك يشير إلى احتمال ارتفاع الأسعار مستقبلاً فالقرار السليم هو شراء هذا النوع من الأسهم في الحين.

وتشير هذه النسبة إلى المدة الزمنية الكافية لتغطية المبلغ الذي قام المستثمر بدفعه لشراء السهم بافتراض تحقيق الشركة للعائد نفسه في الأعوام المقبلة، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ (Price to Earning (P/E Ratio) .Ratio

الجدول (16) يوضح معدل BPA لسنوات 2005-2009 .

2009	2008	2007	2006	2005	BPA
0.044643	0.2205	0.1757	0.4678	0.1845531	قطاع البنوك
-0.00988	0.0264	0.0587	0.0448	0.2842183	قطاع الاستثمار
0.256763	0.6214	0.8677	0.6894	0.4120926	قطاع التأمين

1.528377	0.0164	0.0164	0.0129	0.0209427	قطاع العقار
0.094269	0.0263	0.0317	0.1522	0.0859242	قطاع الخدمات
0.01665	0.0522	0.0684	0.2202	0.0404407	قطاع الاغذية
0.017618	0.08	0.0701	0.2231	0.0548503	قطاع الشركات غير كويتية
-	1765.4	1140.7	18.166	5.178629	قطاع صناديق الاستثمار
0.012902	0.0477	0.0851	0.2405	0.0613779	قطاع الصناعة
0.012157	0.0394	0.0522	0.1058	0.0765463	المؤشر العام

المصدر : من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت

ومن خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن المؤشر في ارتفاع في سنة 2005-2006 ثم ينخفض هذا المؤشر في سنة 2007-2008-2009، بسبب الأزمة المالية العالمية.

الجدول رقم (17) يوضح: PER لسنة 2005

2005			
PER	صافي الأرباح	معدل القيمة السوقية ب.د.ك	
17.14	474,775,263.00	8,137,214,491.00	قطاع البنوك
9.22	731,170,678.00	6,744,283,227.00	قطاع الاستثمار
5.92	55,692,260.00	329,634,171.00	قطاع التأمين
11.47	274,941,988.00	3,153,057,646.00	قطاع العقار
16.08	402,168,621.00	6,465,905,410.00	قطاع الخدمات
9.21	52,285,960.00	481,597,089.60	قطاع الاغذية
11.16	212,407,644.00	2,371,291,155.00	قطاع الشركات غير كويتية
12.50	12,407,995.00	155,081,115.50	قطاع صناديق الاستثمار
11.95	214,024,971.00	2,558,155,605.00	قطاع الصناعة

12.51	2,429,875,380.00	30,396,219,909.00	المؤشر العام
-------	------------------	-------------------	--------------

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

إن سنة 2005 ضاعف فيها قطاع البنوك ربحيته بمقدار 17.13 يليه في المرتبة الثانية قطاع الخدمات ثم يأتي قطاع صناديق الاستثمار بعد ذلك على حد سواء كل من قطاع الصناعة وقطاع العقار بمقدار 11.95 وعلى حد سواء كذلك قطاع الاستثمار وقطاع الأغذية وفي المرتبة الأخيرة قطاع التأمين.

الجدول رقم (18) يوضح: PER لسنة 2006

2006			
PER	صافي الأرباح	معدل القيمة السوقية ب.د.ك	
17.94	600,343,588.00	10,771,631,087.00	قطاع البنوك
19.35	388,689,078.00	7,521,472,149.00	قطاع الاستثمار
10.48	36,507,446.00	382,567,432.60	قطاع التأمين
56.75	53,623,531.00	3,043,335,855.00	قطاع العقار
10.71	515,240,533.00	5,516,196,490.00	قطاع الخدمات
14.83	31,524,712.00	467,562,967.40	قطاع الاغذية
13.69	254,658,094.00	3,485,713,383.00	قطاع الشركات غير كويتية
154.59	926,447.00	143,215,214.50	قطاع صناديق الاستثمار
14.32	196,025,598.00	2,806,998,666.00	قطاع الصناعة

16.43

2,077,539,027.00

34,138,693,245.00

المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

أهم ما ميز هذه السنة الارتفاع غير المرغوب فيه لمضاعف ربحية السهم لقطاع صناديق الاستثمار نظراً لانخفاض صافي الأرباح في المحققة في هذا القطاع كما يلاحظ الارتفاع السلبي لمضاعف ربحية الأسهم في قطاع العقار ويبقى على الترتيب كل من : قطاع الاستثمار، البنوك، متقاربة من ناحية مضاعف الربحية، الأغذية، الصناعة، متساوية تقريباً، الشركات غير الكويتية، شهدت ارتفاع مقارنة بسنة 2005، الخدمات، التأمين متساوية في مضاعف الربحية.

الجدول رقم (19) يوضح: PER لسنة 2007

2007			
PER	صافي الأرباح	معدل القيمة السوقية ب.د.ك	
15.82	786,438,531.00	12,444,567,825.00	قطاع البنوك
4.46	1,326,606,274.00	5,915,317,764.00	قطاع الاستثمار
4.88	74,968,403.00	366,122,874.10	قطاع التأمين
9.64	306,803,395.00	2,958,197,611.00	قطاع العقار
10.50	591,003,331.00	6,206,946,475.00	قطاع الخدمات
9.66	68,061,145.00	657,551,474.20	قطاع الاغذية
9.34	366,365,083.00	3,422,388,299.00	قطاع الشركات غير كويتية
1.88	4,562,968.00	8,586,237.60	قطاع صناديق الاستثمار
7.84	433,229,171.00	3,398,419,330.00	قطاع الصناعة

8.94	3,958,038,301.00	35,378,097,890.00	المؤشر العام
------	------------------	-------------------	--------------

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

في سنة 2007 شهد قطاع صناديق الاستثمار انخفاضاً غير مرغوب فيه لمضاعف ربحية الأسهم نتيجة لانخفاض في معدل القيمة السوقية للأسهم في المدرجة في القطاع مقارنة بسنة 2006، كما يتبين الانخفاض في مضاعف الربحية للأسهم المدرجة في قطاع البنوك مقارنة بالسنة الماضية، يليه الانخفاض المفاجئ لنفس المؤشر في قطاع الاستثمار، كما سجلت أغلبية القطاعات في هذه السنة تراجعاً محسوساً في مضاعف الربحية للأسهم المدرجة فيها على التوالي: قطاع الخدمات، قطاع الأغذية، قطاع العقار، قطاع الشركات غير الكويتية، قطاع الصناعة، التأمين، الاستثمار في المرتبة الأخيرة.

الجدول رقم (20) يوضح: PER لسنة 2008

2008			
PER	صافي الأرباح	معدل القيمة السوقية ب.د.ك	
12.72	895,049,464.00	11,387,682,429.00	قطاع البنوك
7.50	702,281,886.00	5,270,224,107.00	قطاع الاستثمار
8.56	37,434,493.00	320,345,934.80	قطاع التأمين
10.23	270,275,606.00	2,765,055,874.00	قطاع العقار
7.07	609,320,925.00	4,309,579,594.00	قطاع الخدمات
12.35	41,369,574.00	510,967,790.00	قطاع الاغذية
7.34	407,678,678.00	2,991,109,317.00	قطاع الشركات غير كويتية
4.12	3,530,891.00	14,548,902.60	قطاع صناديق الاستثمار
14.58	216,484,594.00	3,156,199,089.00	قطاع الصناعة

9.65

3,183,426,111.00

30,725,713,038.00

المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

ما يميز هذه السنة الارتفاع في مضاعف الربحية لكل من قطاع الصناعة تقريبا بالمضاعف مقارنة بسنة 2007، كما سجل قطاع العقار وقطاع التأمين وصناديق الاستثمار، الاستثمار ارتفاعاً لذات المؤشر مقارنة بالسنة الماضية هذا شيء غير مرغوب فيه لأنه يشير إلى احتمال انخفاض الأسعار للأسهم الخاصة بالقطاع مستقبلاً، يبقى قطاع البنوك كذلك يسجل تراجعاً في المضاعف في هذه السنة، استناداً إلى السنة الماضية.

الجدول رقم (21) يوضح: PER لسنة 2009

2009			
PER	صافي الأرباح	معدل القيمة السوقية ب.د.ك	
30.36	330,208,695.00	10,024,196,440.00	قطاع البنوك
-11.43	-322,475,701.00	3,685,355,097.00	قطاع الاستثمار
38.23	9,246,031.00	353,503,901.30	قطاع التأمين
45.23	40,715,974.00	1,841,508,841.00	قطاع العقار
19.02	432,577,325.00	8,229,204,908.00	قطاع الخدمات
30.84	23,878,370.00	736,354,582.90	قطاع الاغذية
2.93	142,659,436.00	417,912,840.90	قطاع الشركات غير كويتية
-2.91	-2,048,247.00	5,962,665.00	قطاع صناديق الاستثمار
33.22	73,106,550.00	2,428,434,150.00	قطاع الصناعة

38.09	727,868,433.00	27,722,433,425.00	المؤشر العام
-------	----------------	-------------------	--------------

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

من الجدول أعلاه، ما يلفت انتباهنا في هذه السنة الوضعيات غير العادية لمضاعف الربحية تقريبا على مستوى كل القطاعات، بحيث شهد كل من قطاع صناديق الاستثمار وقطاع الاستثمار سلبية بالاتجاه غير المرغوب فيه في المؤشر، كما سجل كل من قطاع الصناعة وقطاع العقار، التأمين قطاع الأغذية، قطاع البنوك تضخما غير عادي في المؤشر بسبب انخفاض صافي الأرباح المحققة في القطاعات بالمقارنة مع سنة 2008، والأمر يبدو واضحا مرد ذلك إلى الأزمة المالية التي أبرزت مخالباها على مستوى جل القطاعات خاصة في هذه السنة.

الجدول (22) : يوضح تطورات BPA خلال 2005-2009.

2009	2008	2007	2006	2005	BPA
30.36	12.72	15.82	17.94	17.14	قطاع البنوك
-11.43	7.50	4.46	19.35	9.22	قطاع الاستثمار
38.23	8.56	4.88	10.48	5.92	قطاع التأمين
45.23	10.23	9.64	56.75	11.47	قطاع العقار
19.02	7.07	10.50	10.71	16.08	قطاع الخدمات
30.84	12.35	9.66	14.83	9.21	قطاع الاغذية
2.93	7.34	9.34	13.69	11.16	قطاع الشركات غير كويتية
-2.91	4.12	1.88	154.59	12.50	قطاع صناديق الاستثمار
33.22	14.58	7.84	14.32	11.95	قطاع الصناعة
38.09	9.65	8.94	16.43	12.51	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت

3- حساب توزيعات السهم DPA:

توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية العام وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما تحققه الشركة من أرباح خلال العام، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ: Dividends

توزيعات السهم = الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ÷ عدد الأسهم المكتتب بها

الجدول رقم (23) يوضح : DPA لسنة 2005

2005			
DPA	عدد الأسهم المدرجة	الربح الموزع	
0.10	2,572,567,000.00	269,631,441.20	قطاع البنوك
0.06	2,572,567,000.00	150,226,103.80	قطاع الاستثمار
0.22	135,145,000.00	29,620,363.89	قطاع التأمين
0.00	13,128,280,000.00	38,708,779.08	قطاع العقار
0.07	4,680,505,000.00	325,308,724.80	قطاع الخدمات
0.02	1,292,905,000.00	23,477,866.95	قطاع الاغذية
0.01	3,872,495,500.00	33,958,729.45	قطاع الشركات غير كويتية
0.00	2,396,000.00		قطاع صناديق الاستثمار
0.03	3,487,001,000.00	91,957,276.96	قطاع الصناعة
0.03	31,743,861,500.00	962,889,286.00	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

إن نسب توزيع الأرباح متفاوتة من قطاع إلى آخر، ولكن ما يلاحظ انعدام قيمة التوزيعات في قطاع صناديق الاستثمار بسبب انعدام الأرباح الموزعة في القطاع، لكن بالمقابل يحقق في هذه السنة قطاع التأمين أكبر نسبة للأرباح الموزعة مقارنة ببقية القطاعات في ذات السنة، يليه في المرتبة الثانية قطاع البنوك، يأتي كل من قطاع الخدمات، الاستثمار، الصناعة، تتقارب في قيمة المؤشر يبقى كل من قطاع الأغذية، قطاع العقار، قطاع الشركات غير الكويتية حققوا مستويات دنيا في المؤشر.

الجدول رقم(24) يوضح: DPA لسنة 2006

2006			
DPA	عدد الأسهم المدرجة	الربح الموزع	
0.29	1,283,377,500.00	371,447,746.70	قطاع البنوك
0.02	8,672,618,500.00	182,124,322.90	قطاع الاستثمار
0.34	52,955,000.00	18,058,891.44	قطاع التأمين
0.01	4,146,530,000.00	31,694,494.67	قطاع العقار
0.12	3,386,106,500.00	421,218,185.20	قطاع الخدمات
0.10	143,195,000.00	13,765,872.80	قطاع الاغذية
0.06	1,141,698,500.00	68,989,560.94	قطاع الشركات غير كويتية
0.00	51,000.00		قطاع صناديق الاستثمار
0.15	815,226,000.00	120,162,619.60	قطاع الصناعة
0.06	19,641,758,000.00	1,227,461,694.00	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

إن في هذه السنة حافظ قطاع التأمين على المرتبة الأولى من ناحية الأرباح الموزعة محققاً بذلك ارتفاعاً مقارنة بالسنة الماضية يليه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بعد ذلك قطاع الصناعة وقطاع الخدمات، في توجد بعض القطاعات سجلت نسبة منخفضة ومتقاربة في نفس الوقت على التوالي: قطاع الأغذية، قطاع الشركات غير الكويتية، قطاع الاستثمار، قطاع العقار، لكن يبقى دائماً قطاع صناديق الاستثمار منعدم التوزيعات.

الجدول رقم (25) يوضح : DPA لسنة 2007

2007			
DPA	عدد الأسهم المدرجة	الربح الموزع	
0.12	4,476,001,500.00	515,170,034.70	قطاع البنوك
0.03	22,608,625,000.00	712,448,893.20	قطاع الاستثمار
0.65	86,395,000.00	55,958,285.67	قطاع التأمين
0.00	18,651,312,500.00	42,016,702.47	قطاع العقار
0.02	18,651,312,500.00	375,412,465.80	قطاع الخدمات
0.03	994,734,500.00	26,102,302.03	قطاع الاغذية
0.03	5,226,904,000.00	139,862,981.30	قطاع الشركات غير كويتية
0.00	4,000.00		قطاع صناديق الاستثمار
0.06	5,088,244,500.00	303,801,285.00	قطاع الصناعة
0.03	75,783,533,500.00	2,170,772,950.00	المؤشر العام

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

إن أهم ما ميز هذه السنة تقريباً تتضاعف نسبة التوزيعات في قطاع التأمين مقارنة بالسنة الماضية محافظاً بذلك على نفس المرتبة يليه دائماً قطاع البنوك وتبقى القطاعات الأخرى تتقارب من ناحية التوزيع لكنها متواضعة النسبة مقارنة بقطاع التأمين وقطاع البنوك. لكن قطاع صناديق الاستثمار يحافظ على انعدام نسبة التوزيع.

الجدول رقم (26) يوضح: DPA لسنة 2008

2008			
DPA	عدد الأسهم المدرجة	الربح الموزع	
0.07	4,059,486,000.00	269,067,666.20	قطاع البنوك
0.00	26,622,380,000.00	39,598,503.10	قطاع الاستثمار
0.14	60,240,000.00	8,154,028.35	قطاع التأمين
0.00	16,488,797,500.00	10,007,673.70	قطاع العقار
0.01	23,185,525,000.00	166,045,097.10	قطاع الخدمات
0.04	792,410,000.00	29,315,704.00	قطاع الاغذية
0.02	5,099,093,000.00	118,553,159.60	قطاع الشركات غير كويتية
0.00	2,000.00		قطاع صناديق الاستثمار
0.01	4,542,839,500.00	23,994,994.80	قطاع الصناعة

0.01	80,850,773,000.00	664,736,826.80	المؤشر العام
------	-------------------	----------------	--------------

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

في سنة 2008 وبناء على ما ورد في الجدول أعلاه، نجد بأن أغلبية القطاعات سجلت انخفاضاً جد محسوس لوحظ ذلك على وجه الخصوص من خلال قطاعي التأمين وقطاع البنوك، ذلك أن توزيعات الأرباح في قطاع التأمين انخفضت بمقدار أكثر من النصف مقارنة مع السنة الماضية ضف إلى ذلك التراجع الذي شهده قطاع البنوك من 0.11 إلى 0.06، فأكبر تراجع سجله تقريباً قطاع العقار، ويبقى دائماً قطاع صناديق الاستثمار منعماً في نسبة التوزيع، فهذا التراجع المحسوس الذي مس تقريباً جميع القطاعات مرده إلى الآثار الناجمة عن الأزمة المالية.

الجدول رقم (27) يوضح: DPA لسنة 2009

2009			
DPA	عدد الأسهم المدرجة	الربح الموزع	
0.01	7,396,705,000.00	110,852,025.80	قطاع البنوك
0.00	32,624,655,000.00	14,724,777.74	قطاع الاستثمار
0.09	36,010,000.00	3,259,438.95	قطاع التأمين
0.10	26,640,000.00	2,565,947.61	قطاع العقار
0.00	4,588,740,000.00	7,588,583.05	قطاع الخدمات
0.01	1,434,132,500.00	11,073,130.17	قطاع الاغذية
0.00	8,097,149,000.00	18,953,864.60	قطاع الشركات غير كويتية
-	0.00	0.00	قطاع صناديق الاستثمار
0.00	5,666,357,500.00	26,401,616.80	قطاع الصناعة

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من التقارير السنوية لبورصة الكويت.

إن المتمعن في أرقام الجدول يجد بأن الأزمة المالية خلال هذه السنة نالت بحظها الأوفر في التخفيض من توزيعات الأرباح للقطاعات موضوع الدراسة، ناهيك عن انعدام الأسهم المدرجة في قطاع صناديق الاستثمار، حتى القطاعات التي كانت في السنوات السابقة تحافظ نوعاً ما الزيادة في قيمة التوزيع لحقها الضرر الواضح مثل قطاع التأمين وقطاع البنوك، أما بالنسبة لبقية القطاعات فهي من سيئ إلى أسوء، ما عدا تقريباً القطاع العقاري الذي شهد ارتفاعاً بسيطاً مقارنة بالعام الماضي، وهذا ما يؤكد فعلاً بأن الأزمة المالية يمكن تسميتها بأزمة الرهن العقاري.

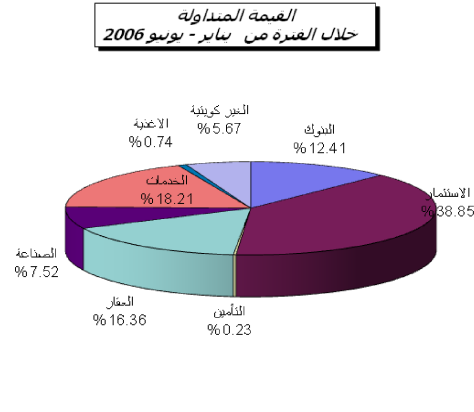
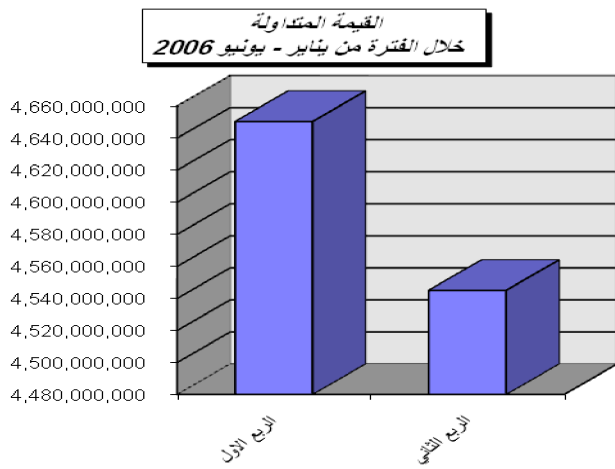
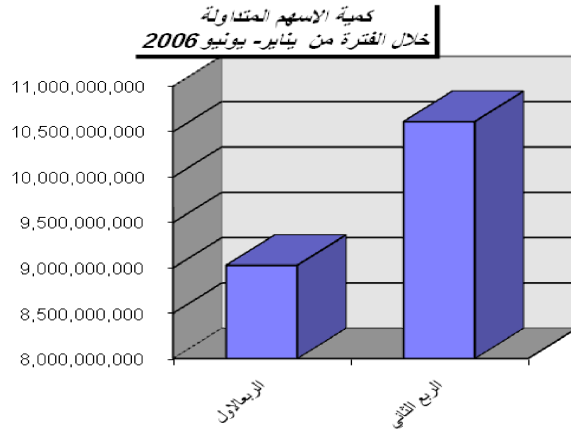
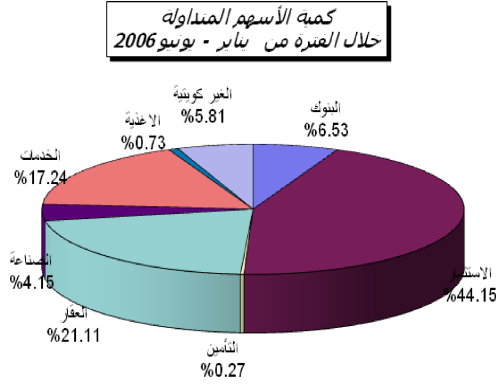
المبحث الرابع : المقارنة التحليلية

يمكن للمستثمر أثناء اتخاذ قرار الاستثمار أن يقوم بتحليل مجموعة من البيانات والمؤشرات ذات العلاقة بنشاط السوق والبيانات الاقتصادية الكلية.

من خلال البيانات يتسنى للمستثمر ملاحظة التطور المتغيرات من سنة إلى أخرى، إضافة إلى معرفة الأسباب التي أدت إلى حدوث التغيرات سواء تعلق الأمر بالجانب الإيجابي أو الجانب السلبي، الأمر الذي يسمح للمهتم بالمتغيرات بدراسة العلاقات بين المتغيرات والتنبؤ بوضعية الأسعار مستقبلاً.

اعتمدنا في هذه المقاربة على البيانات والدوائر النسبية

1- سنة 2006: الشكل رقم (10) يوضح: كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2006



المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت

تشير الدائرة النسبية إلى كمية الأسهم المتداولة على مستوى القطاعات المدرجة بالسوق والقيمة المتداولة، خلال الفترة من جانفي 2006 إلى جويلية 2006 ويشكل قطاع الاستثمار أكبر كمية بنسبة 44.5% يليه قطاع العقار بنسبة 21.11% بعد ذلك قطاع الخدمات 17.44% ثم تأتي بقية القطاعات البنوك، غير الكويتية، الصناعة، الأغذية، التأمين بنسب ضعيلة.

كما مؤشر الأسعار الصادر عن بيانات صندوق النقد العربي خلال الربع الأول من هذه السنة انخفاضا بنسبة 11.7% بالمقارنة مع نهاية الربع الرابع من سنة 2005.

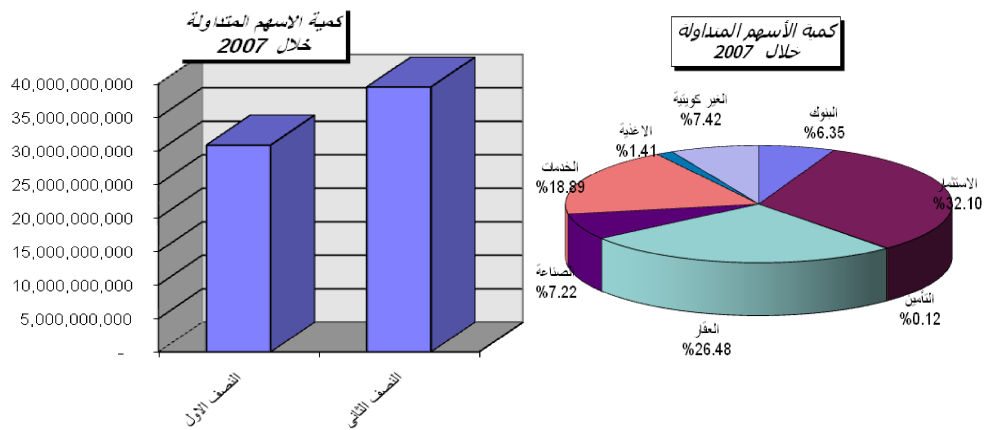
أما بالنسبة للقيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق فإنها سجلت انخفاضا بقيمة 14.2% نهاية الربع الأول وبالمقارنة مع الربع الأول من سنة 2005 سجلت ارتفاعا بنسبة 22.7%.

ومن ناحية آخر انخفضت قيمة الأسهم المتداولة، في السوق بنسبة 45.8% خلال الربع الأول ما يقابل 15.90 مليار دولار بالمقارنة مع الربع الرابع من سنة 2005 .

وبسبب هذا الانخفاض ، انخفض متوسط التداول اليومي في السوق من 466.4 مليون دولار إلى 305.9 مليون دولار، ومعدل دوران الأسهم من 23.7% إلى 14.9% خلال نفس الفترة.

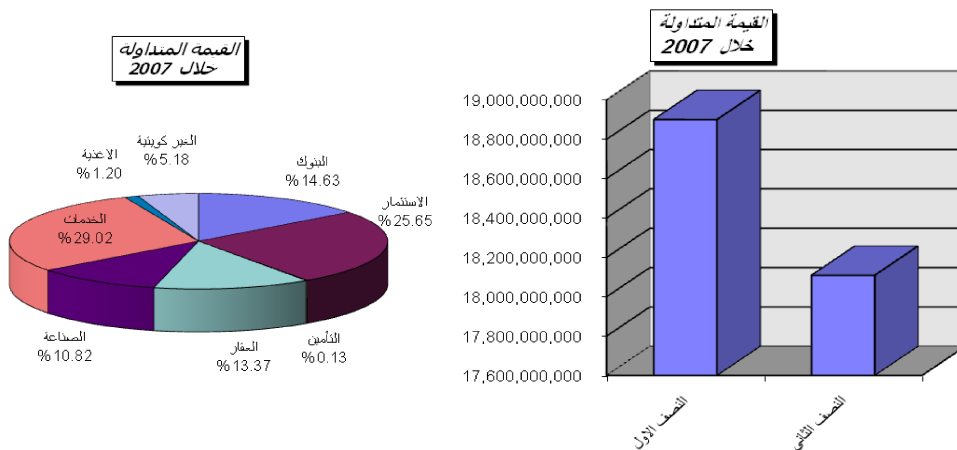
أما على صعيد الاقتصاد الكلي أن نسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي تجاوزت 5.6% في سنة 2005 ولكن في سنة 2006 من المتوقع أن يسجل تراجعاً بمقدار 3.7%.

2- سنة 2007 : الشكل رقم (11) يوضح: كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2007



.../...

.../...



المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت

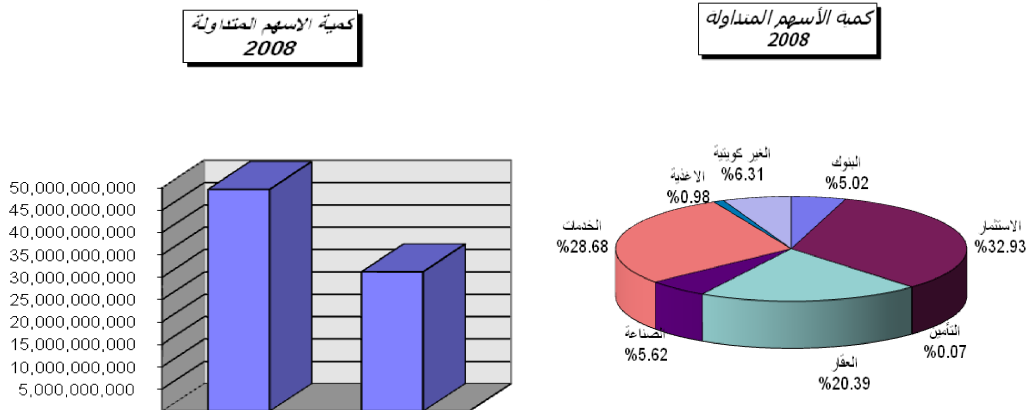
لقد سجل مؤشر السوق للأسعار ارتفاعاً خلال الربع الأول من هذه السنة بنسبة 3.5% بالمقارنة مع الربع الرابع من سنة 2006، أما بالنسبة للقيمة السوقية للشركات المدرجة شهدت ارتفاعاً بلغت نسبته 4.9% خلال الربع الأول ما يقابل 111 مليار دولار.

ومن ناحية أخرى ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 2.3% ونتيجة لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي في السوق من 297 مليون دولار إلى 325 مليون دولار، وانخفض معدل دوران الأسهم من 16.8 إلى 16.4 خلال نفس الفترة.

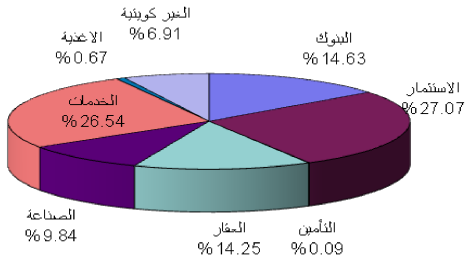
وتشير التقديرات الأولية أن نسبة النمو في الناتج المحلي الداخلي خلال هذه السنة ستبلغ حوالي 6.2% نتيجة الزيادة في معدلات الاستثمار واستمرار أسعار النفط في الارتفاع وبالتالي رفع معدلات التصدير.

3- سنة 2008:

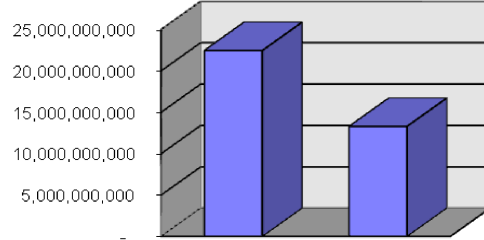
الشكل رقم (12) يوضح: كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2008



القيمة المتداولة
2008



القيمة المتداولة
2008



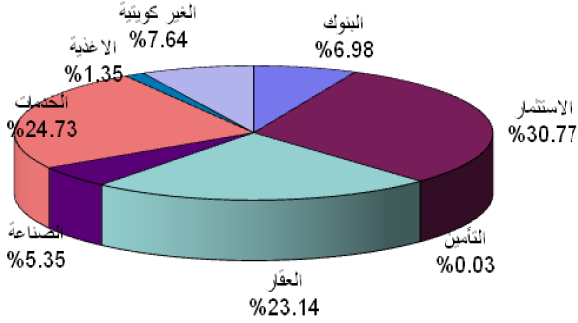
المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت

سجل في سنة 2008 مؤشر بورصة الكويت انخفاضاً محسوساً بلغت نسبته حوالي 40.3% في نهاية عام 2008 بالمقارنة مع سنة 2007، في ذات الوقت انخفضت القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق بنسبة 48.2% ما يقابل 70.2 مليار دولار تقريباً الانخفاض بنسبة 50% بالمقارنة مع نهاية العام السابق وهي نسبة كبيرة من نوعها، وبلغت القيمة السوقية لبورصة الكويت في نهاية سنة 2008 حوالي 9.1% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية.

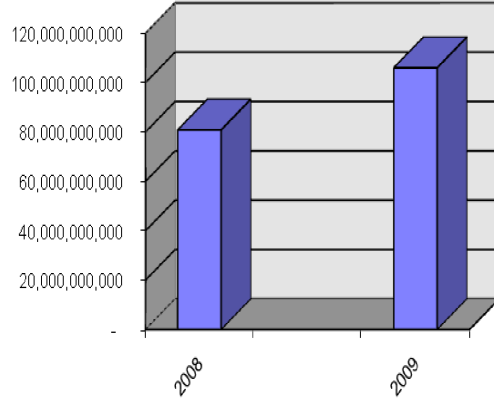
كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه السنة بنسبة 2.1%، مما أدى على ارتفاع متوسط التداول اليومي في السوق من 522 مليون دولار إلى 550 مليون دولار ومعدل دوران الأسهم من 100% إلى 184% خلال نفس الفترة.

4- سنة 2009: الشكل رقم (13) يوضح: كمية وقيمة الأسهم المتداولة لسنة 2009

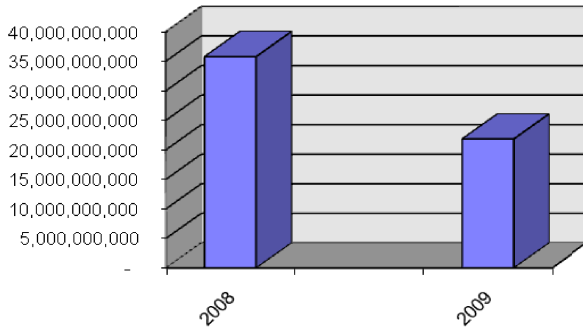
كمية الأسهم المتداولة
خلال الفترة من 1/1- 2009/12/31



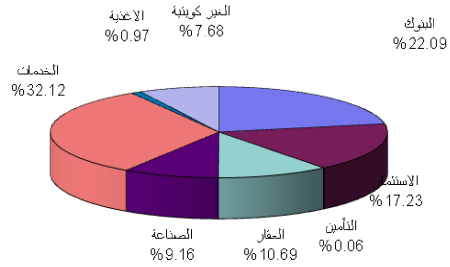
كمية الاسهم المتداولة
خلال الفترة من 1/1- 2009/12/31



القيمة المتداولة
خلال الفترة من 1/1- 2009/12/31



العملة المتداولة
خلال الفترة من 1/1- 2009/12/31



المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت

سجل في سنة 2009 مؤشر البورصة للكويت الذي يقوم بحسابه الصندوق انخفاضاً بلغت قيمته 17.5%، في نهاية عام 2009 ليصل إلى 218.8 مقارنة بمستواه المسجل في نهاية عام 2008 الذي بلغ مستواه 265.3 نقطة، بينما سجلت القيمة السوقية للشركات المدرجة ارتفاعاً بنسبة 33.7% لتصل في نهاية العام إلى 93.82 مليار دولار .

وعلى مستوى قيمة الأسهم المتداولة في السوق فإنها شهدت انخفاضاً بنسبة 22.4% نهاية السنة لتصل إلى 103.77 مليار دولار مقارنة مع سنة 2008 التي بلغت 133.65 مليار دولار هذا الأمر تسبب في انخفاض متوسط التداول اليومي في السوق من 550 مليون دولار إلى 420 مليون دولار، وانخفاض معدل دوران الأسهم من 184.5% إلى 111.2% خلال نفس الفترة الزمنية.

أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فإنها ارتفعت من 31.5% إلى ليصل إلى ما يقارب 106.34 مليار سهم بالمقارنة مع السنة الماضية الذي وصل إلى 80.85 مليار سهم .

أما في يخص الناتج المحلي الإجمالي فإن التقديرات الأولية لهذه السنة أشارت إلى انكماش معدله بنسبة 1.7 % بالمقارنة مع معدل النمو الذي بلغ 8.5% في سنة 2008 ومرد هذا الانكماش يعود انفجار الأزمة المالية

- نموذج العوامل القطاعية

يرتكز نموذج العوامل القطاعية على العوامل المؤثرة في الورقة المالية التي تصدرها مؤسسة إلى قطاع معين، حيث تتغير عوائد الأوراق المالية لقطاع اقتصادي ما نتيجة عوامل خاصة بالقطاع، فكل قطاع له خصائص تميزه عن القطاعات الأخرى.

و لذلك يركز النموذج على العوامل المرتبطة بذلك القطاع فقط دون غيره، و هذا يعني أن كل ورقة مالية متداولة في السوق، يتأثر عائدها بعامل واحد فقط، هو ذلك الذي يرتبط بالقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة المصدرة للورقة المالية.

يرتكز هذا النموذج على العوامل المرتبطة بذلك القطاع دون غيره، و بالطبع فإن استخدام مثل هذا النموذج يكون مقتصرًا على الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي تنتمي إلى هذا القطاع.

و كما هو الحال في نماذج العوامل التي سبق تناولها، لا يتوقع تماثل معامل استجابة عوائد الأوراق المالية على ذلك القطاع.

و باعتبار نموذج قطاعي يتكون من ثلاثة عوامل كل منها له تأثير على قطاع اقتصادي معين مثل القطاع الصناعي، قطاع الخدمات و القطاع المالي، فإن معدل العائد المتوقع للورقة المالية (R_e) يتحدد وفق الصيغة التالية:

$$R_e = \alpha + \beta_1 \chi_1 + \beta_2 \chi_2 + \beta_3 \chi_3 + \varepsilon \dots\dots\dots(51)$$

حيث أن:

χ_1, χ_2, χ_3 : تمثل للعامل القطاعي المؤثر في عائد الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة المنتمية إلى ذلك القطاع.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: تمثل معاملات حساسية العائد للعامل القطاعي المحدد للعائد.

ε : الخطأ العشوائي للتقدير.

و يعني هذا النموذج أن كل ورقة مالية متداولة في السوق يتأثر عائدها بعامل واحد فقط و هو الذي يرتبط للقطاع الذي تنتمي إليه الورقة المالية، فلو أن (λ) تمثل العامل المؤثر على القطاع الصناعي، فإن تأثيره سوف يقتصر على الأوراق المالية التي يصدرها هذا القطاع و يكون معامل الحساسية β مساويا للواحد الصحيح، بينما يعطي لمعامل الحساسية الثاني و الثالث قيم مساوية للصفر.

و يمكن تطبيق نفس الفكرة على عائد الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي تنتمي على القطاع الثاني و الثالث.

و تجدر الإشارة إلى أنه طالما أن العامل القطاعي يرتبط بقطاع معين، فإن معامل الارتباط مع العوامل الأخرى لا بد و أن يكون صغيرا، أما إذا كانت قيمة معامل الارتباط كبيرة، فحينئذ لا يمكن أن يكون النموذج مقبولا كنموذج قطاعي.

المبحث الخامس : تحليل نشاط التداول في سوق الكويت خلال سنة 2009 :

1- بشكل عام :

لقد تم إقفال مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية عند نهاية التداولات بتاريخ 2009/12/31 عند مستوى 7005.3 نقطة مسجلا تراجعاً بقيمة 10 % بالمقارنة مع السنة الماضية، أما بالنسبة لحجم التداول فقد عرفت ارتفاعاً كبيراً إذ بلغت كمية الأسهم المتداولة 10633 مليون سهم بارتفاع نسبته 31.5 % ما يقابل 21828.9 مليون د.ك، وبالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق فقد بلغت 27722.4 د.ك أي بنسبة انخفاض بـ 9.8 % بالمقارنة مع سنة 2008.

الجدول رقم (28) يوضح: أهم المؤشرات في السوق خلال سنتي 2008 – 2009

نسبة التغير CHANGE RATIO %	2009	2008	INDICATOR	المؤشر
(10,0)	7005,3	7782,6	MARKET INDEX (POINT)	مؤشر السوق (نقطة)
31,5	106331,7	80850,8	VOLUME OF TRADED SHARES (mil.share)	كمية الأسهم المتداولة (مليون سهم)
(38,9)	21828,9	35747,1	TRADING VALUE (mil.K.D)	قيمة التداول (مليون دينار)
(2,9)	1938987	1997661	NO. OF TRANSACTIONS	عدد الصفقات (صفقة)
(9,8)	27 722,4	30725,7	MARKET CAPITALIZATION	القيمة السوقية (مليون دينار)
16,1	65	56	HIGH PRICE COMPANIES	عدد الشركات التي ارتفعت أسهمها
15,0	125	147	LOW PRICE COMPANIES	عدد الشركات التي انخفضت أسهمها
(70)	3	10	NO.OF NEW COMPANIES LISTED IN THE MARKET	عدد الشركات التي أدرجت أسهمها
29,4	430,5	332,7	DAILY TRADING AVERAGE (MIL. SHARE)	معدل التداول اليومي (مليون سهم)
(39,9)	88,4	147,1	DAILY TRADING AVERAGE (MIL K.D)	معدل التداول اليومي (مليون دينار)

المصدر: www.kuwaitse.com تاريخ التصفح: ديسمبر 2010

إن أهم ما يمكن استنباطه من خلال الجدول أعلاه بأن مؤشر السوق سجل انخفاضا بقيمة 10%

خلال سني 2008 و2009، إضافة إلى الانخفاض المسجل في قيمة التداول بما مقداره 38.9%

خلال نفس الفترة، كما نلاحظ التراجع المحسوس في معدل التداول اليومي بنسبة 39.9% هذا التراجع المسجل في القيم المذكورة مرده إلى الآثار الناجمة عن الأزمة المالية العالمية.

2- تحليل نشاط التداول للسوق من 2005 إلى 2009:

يمكننا الاعتماد في ذلك على الجدول أدناه :

الجدول رقم (29) يوضح تطور مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية (2005-2009)

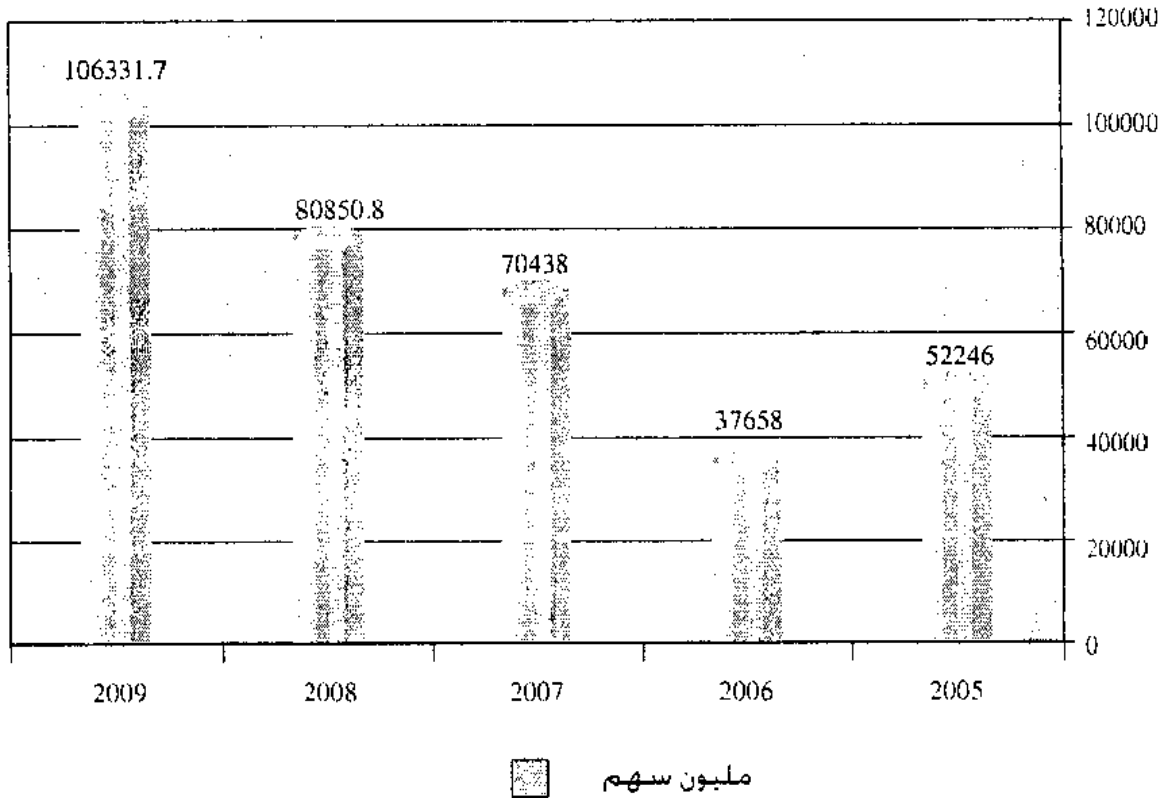
نسبة التغير السنوي (%) Annual variation ratio (%)			مؤشرات التداول Trading indicators			السنة Year
الصفقات المنفذة Executed transactions	القيمة Value	عدد الأسهم Volume	عدد الصفقات (بالآلاف) No. Of transaction (Thous)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار) Value (mil K.D)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم) Volume (mil.Share)	
85,0	86,0	55,8	1956,0	28422,0	52246,0	2005
(24)	(39,2)	(27,9)	1486,0	17284,0	37658,0	2006
41,4	114,1	87	2101,7	37009,5	70438,0	2007
(4,9)	(3,4)	14,8	1997,7	35747,1	80850,8	2008
(2,9)	(38,9)	31,5	1939,1	21 828,9	106 331,7	2009
---	---	--	356,1	3446,2	17078,2	الربع الأول 2009 First Quarter
132,1	180,7	187,7	826,7	9674,3	49147,7	الربع الثاني 2009 Second Quarter
(50,3)	(43,2)	(57,7)	411,2	5496,5	20810,9	الربع الثالث 2009 Third Quarter
(16,1)	(41,6)	(7,3)	345,1	3211,9	19294,9	الربع الرابع 2009 Fourth Quarter

المصدر: بتاريخ ديسمبر 2010 www.kuwaitse.com

إن من أهم ما تشير إليه بيانات الجدول أن النشاط الأبرز للسوق ظهر خلال الربع الثاني من سنة 2009، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة في هذه السنة 49147.7 مليون سهم، ما قيمته 9674.3 مليون دينار فبالنسبة لسنة 2009 تميزت بارتفاع حجم التداول بالمقارنة مع بقية السنوات، أما بالنسبة مؤشر السوق الكويتي فقد سجل في سنة 2009 تراجعاً محسوساً بالمقارنة مع مؤشرات الأسواق الخليجية، إذ قدر هذا التراجع بنسبة 10% بالمقارنة مع سنة 2008 .

فيما يخص حجم التداول يمكن التطرق إلى الشكل رقم 14 أدناه :

الشكل رقم (14) يوضح : تطور حجم التداول (2005-2009)



المصدر: بتاريخ ديسمبر 2010 www.kuwaitse.com

يتضح إذن من خلال الأعمدة البيانية بأن سنة 2009 حققت أكبر حجم للتداول بقيمة 106331.7 مليون سهم تليها سنة 2008 بقيمة 80850.8 مليون سهم ثم سنة 2007 بقيمة 70438 مليون سهم.

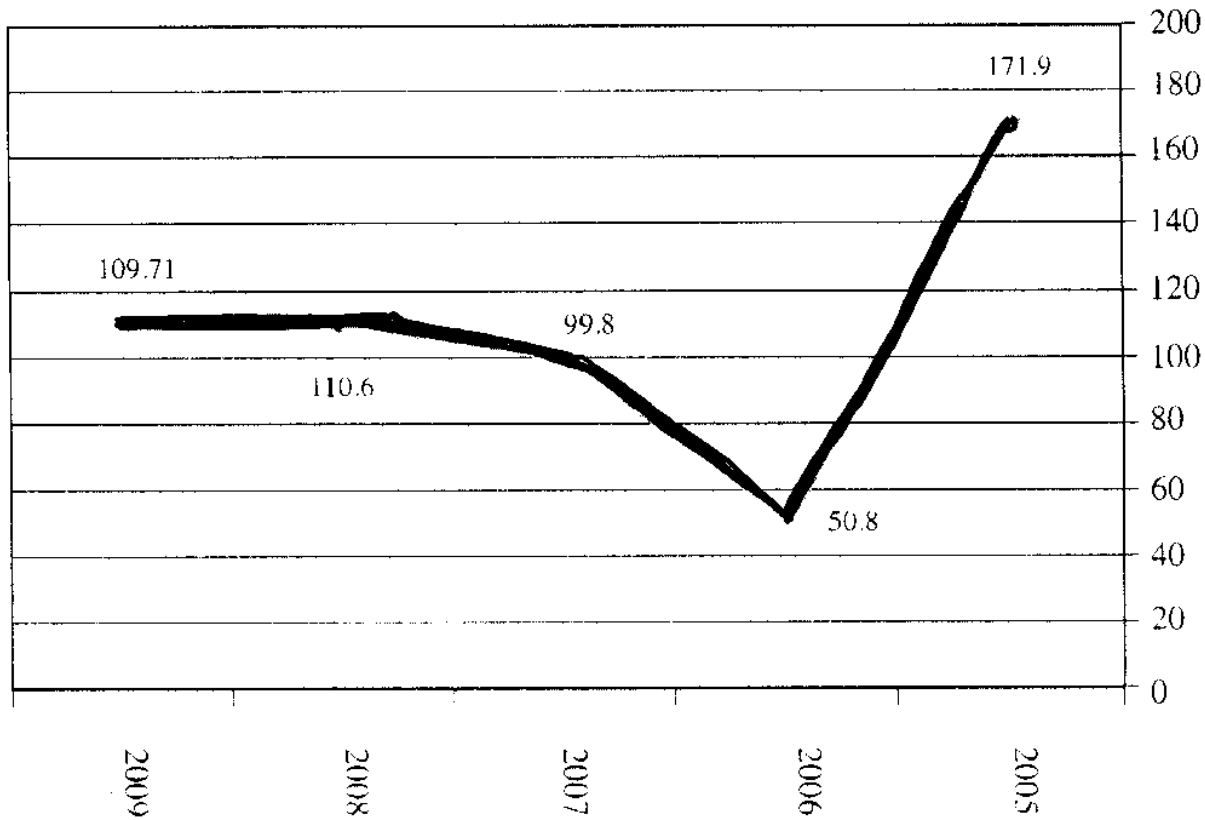
3- المؤشرات القطاعية :

يمكننا في هذا الصدد التطرق إلى القطاعات الثمانية، إذ من خلالها يتضح توزيع نشاط التداول، إلا أنه حسب البيانات الإحصائية نجد بان قطاع شركات الاستثمار احتل المرتبة الأولى من بين إجمالي القطاعات الثمانية خلال سنة 2009 من حيث نشاط التداول، إذ ساهم القطاع المذكور بنسبة 30.7 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي ما يقابل 32624.6 مليون سهم ويضم قطاع الاستثمار 47 مؤسسة من أصل 205 مؤسسة مدرجة في السوق، يليه في المرتبة الثانية قطاع الخدمات دائما في نفس السنة من ناحية التداول بما نسبته 24.7 % ثم يأتي في المركز الثالث قطاع العقار بنسبة 23.4 % من إجمالي التداول.

4- معدل دوران الأسهم المتداولة في قطاعات السوق:

إن هذا المؤشر يقيس عادة حجم النشاط في سهم معين أو في قطاع معين أو في السوق إجمالاً فالمنحني أدناه يوضح تطور المعدل خلال الفترة 2005-2009 :

الشكل رقم (15) يوضح: تطور معدلات دوران الأسهم في السوق خلال السنوات 2005-2009



متوسط معدل دوران الأسهم : %

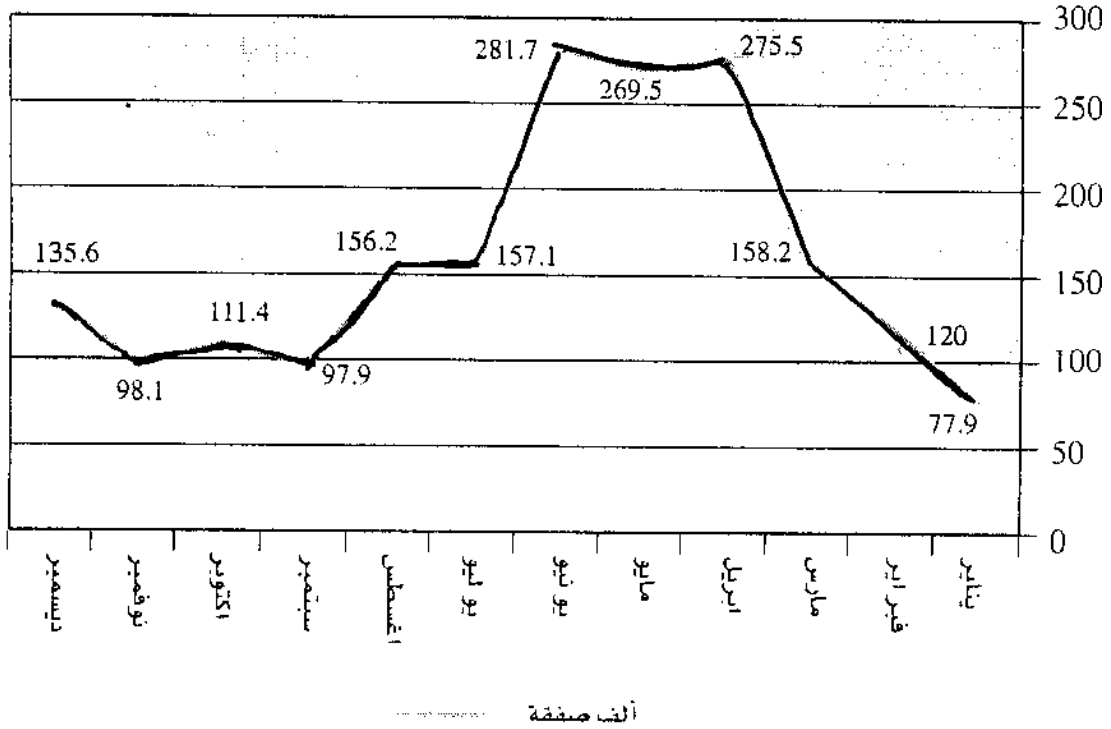
المصدر: بتاريخ ديسمبر 2010 www.kuwaitse.com

إن معدل دوران السهم المعبر عنه بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية بلغ قيمة 109.71% في سنة 2009 وقد سجل قطاع المؤسسات غير الكويتية أعلى قيمة للمعدل في سنة 2009 بقيمة 401.20 بالمائة يليه قطاع العقار بنسبة 127.2% بعد ذلك قطاع الاستثمار 101.98% أما أقل معدل فقد سجله قطاع التأمين بنسبة 3.68%.

5- تطور عدد الصفقات خلال سنة 2009 :

يساعدنا في تحليل ذلك المنحني أدناه :

الشكل رقم (16) يوضح: عدد الصفقات المنفذة شهريا في كل قطاع خلال سنة 2009



المصدر: بتاريخ ديسمبر 2010 www.kuwaitse.com

يتضح لنا من خلال المنحنى أعلاه، بأن في شهر جوان من سنة 2009 تم تنفيذ أكبر عدد ممكن من الصفقات بمقدار 281.7 ألف صفقة ما يعبر عنه بنسبة 14.5% من إجمالي الصفقات، أما أدنى قيمة فقد سجلت في شهر جانفي ما مقداره 77.9 ألف صفقة ما يقارب نسبه 4%، وتم تسجيل أعلى مستوى للانخفاض مقدرا بـ 44.2% مقارنة بشهر جوان في ذات الوقت سجل شهر أفريل أعلى معدل للارتفاع بنسبة 74.1%.

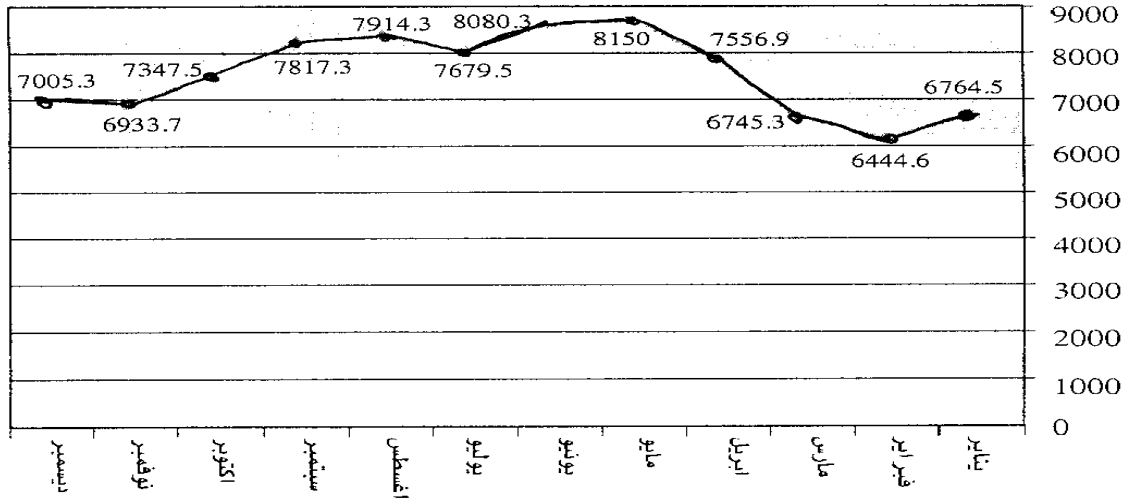
وتشير البيانات إلى أن 26.6% من إجمالي الصفقات تركزت في قطاع الخدمات بعده على الترتيب 26.4% العقار، 16.9% البنوك، 11.7%، الصناعة 8.8%، غير الكويتي 7.8%، الأغذية 1.6% قطاع التأمين 0.07%.

6- تطور المؤشر العام للسوق خلال سنة 2009:

شهد مؤشر السوق في هذه السنة خلال شهر جانفي وشهر فيفري انخفاضا ولكنه بعد ذلك سجل ارتفاعات متتالية منذ إقفاله في سنة 2008 وتم إقفال المؤشر بما يقارب النسبة 4% مع نهاية النصف الأول ثم اتخذ اتجاهها عكسيا متأثرا بمتغيرات عديدة من أبرزها الأزمة المالية وبعد ذلك تعرض لانخفاضات متتالية خلال النصف الثاني من السنة مسجلا إغلاقا عند مستوى 7005.3 نقطة بتراجع مقداره 10%.

أما بالنسبة للمؤشر السعري بلغ أعلى معدلات إقفالاته الشهرية خلال شهر ماي عند 8150 نقطة، عند الوقت الذي شهد فيه شهر فيفري أدنى هذه المعدلات بإقفال عند 6444.6 نقطة والمنحنى أدناه يوضح تطور المؤشر العام للأسهم.

الشكل رقم (17) يوضح: تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال سنة 2009



المصدر: بتاريخ ديسمبر 2010 www.kuwaitse.com

خلاصة الفصل التطبيقي

من خلال ما توصلنا إليه من نتائج تطبيقية يتضح بأن القرار الاستثماري تتحكم فيه مجموعة من العوامل ليس عوامل من داخل السوق فقط وإنما حتى من خارج السوق.

فالعوامل المؤثرة في القرار يمكن أن تتأثر في نفس الوقت بمستويات مختلفة أو في أوقات مختلفة بمستويات مختلفة، وعلى كل بهدف توجيه القرار الاستثماري في الاتجاه المرغوب فيه يجب الاعتماد على معايير موضوعية، إذ تعكس الواقع المالي والاقتصادي بصدق، وتحليل البيانات والنتائج المحققة في السنوات السابقة من أجل تجنب الأزمات والخروج منها على الأقل بأقل الخسائر.

اعتمدنا في الدراسة التطبيقية على نموذج العوامل المتعددة، إذ ركز على نمذجة معايير تم اختيارها من داخل السوق المالي الكويتي ومؤشرات الاقتصاد الكلي معدل النمو في الناتج الإجمالي المحلي والتضخم، سعر الصرف الخ...

كما اعتمدنا في هذا الفصل على تحليل واقع السوق المالي الكويتي من خلال مجموعة من الجداول الإحصائية والدوائر النسبية، فوجدنا بأن السوق تتميز نوعاً ما بالاستقرار.

إن الإشكال المطروح يتمثل في محاولة إرساء نموذج يساعد المستثمر في عملية اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة اعتمادا على مؤشرات تتصف بالمعيارية من داخل السوق ومن خارج السوق ذات التأثير على صافي الأرباح التي سيحصل عليها المستثمر مقابل العملية الاستثمارية، وعليه من خلال ما سبق تعتبر الأسواق المالية المحور الأساسي لتوجيه مختلف الأنشطة الاقتصادية، ولهذا فإن المستثمر في الأوراق المالية المدرجة في تلك الأسواق حتى يتميز قراره الاستثماري بنوع من الرشادة يتطلب عليه إجراء تحليلية ومستمرة لمؤشرات السوق دون الإغفال عن بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات التأثير على جانب القرار إذ بإمكانها أن تشكل مع مؤشرات السوق نموذجا يساعد على اتخاذ القرار.

كما أدى التقارب في الاقتصاديات الوطنية، إلى التقارب في نمطية الأسواق المالية على مستوى النطاق الجغرافي، مما يؤدي إلى سهولة انتقال الأزمات بين الأسواق، ولكن رؤوس الأموال الأجنبية تمثل محورا هاما في البورصات الكبرى.

إن وجهات النظر بين المحللين للبورصة مختلفة، مما يسبب في تحليل المتغيرات ذات التأثير على التسعير، ومن ثم على نماذج وطرق التقييم.

يعود اهتمام الإحصائيين بالميدان المالي إلى تميز هذا الأخير بجانب كبير من التعقيد، إذ يتطلب ذلك أكبر قدر من الدقة والتقييم، بشأن القرار الاستثماري وفي الأخير من أجل إعطاء وجه صحيح وفعال للقرار الاستثماري ويمكن تقسيم النتائج المتوصل إليها إلى نتائج نظرية ونتائج تطبيقية :

أولا : النتائج النظرية

بشكل عام نظريا توصلنا إلى ما يلي :

- العملية الاستثمارية تتم وفق مراحل وقواعد علمية يجب إتباعها.
- منطق الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب بناء خطط إستراتيجية تمكن المستثمر من احتواء حالات عدم التأكد والمخاطرة التي يتعرض لها من حين إلى آخر.
- واقع الأسواق المالية جد حساس للظروف المحيطة به داخليا و خارجيا ولهذا قبل الشروع في اتخاذ القرار يجب الاستعانة بالسماصرة والخبراء الذين هم على دراية أكبر بشؤون السوق.
- لا يمكن أن يكون القرار الاستثماري صحيحا في البورصة إلا إذا اتسمت هذه الأخيرة بمستوى مقبول من الكفاءة.

- وجود إرتباط بين عملات الدول فيما بينها يؤدي إلى تصدير الأزمات المالية من دولة إلى أخرى (الأزمة المالية العالمية 2007 كنموذج لذلك).

ثانيا: النتائج التطبيقية

- من خلال الفصل التطبيقي توصلنا إلى ما يلي :
- السوق المالي الكويتي من بين الأسواق العربية الأحسن أداء.
 - انطلاقا من الإشكالية المطروحة في الموضوع والدراسة الميدانية للسنوات محل الدراسة توصلنا إلى:
 - أن عملية اتخاذ القرار تعتمد على مؤشرات تتسم بالموضوعية والمعيارية ذات الصلة والعلاقة بالعائد المنتظر ومستوى المخاطرة المحتملة مثل (PER، BPA، DPA وحجم التداول ...).
 - يعبر مؤشر السوق تعبيرا جيدا عن السوق خاصة في حالة ما إذا تم معه إدراج المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج (أسعار الصرف ومعدل التضخم ومعدل النمو في الناتج الإجمالي المحلي).
 - يمكننا أن نؤكد الفرضية، التي تنص على أنه يمكن اعتبار النماذج الرياضية إحدى الطرق التي تسعى إلى تحقيق التوليفة المثلى لمؤشرات الاستثمار.
 - يمكن اعتبار النماذج الرياضية إحدى الطرق التي تحقق التوليفة المثلى لمؤشرات الاستثمار.
 - تتمثل مؤشرات الاستثمار في متغيرات السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي.
 - دقة وصحة القرار تعتمدان على مصداقية المعلومات المالية والمحاسبية المصرح بها.

التوصيات:

- بناء على النتائج الكمية التي توصلنا إليها انطلاقا من النموذج نوصي بما يلي:
- ضرورة حصول المستثمر على المعلومة الصحيحة طبقا لما تمليه قواعد الإفصاح المالي والمحاسبي.
 - الاستعانة بالطرق الكمية والرياضية انطلاقا من نماذج اتخاذ القرار والمساعدة على التنبؤ بتحركات الأسعار مستقبلا.
 - بناء نظام فعال للاتصال للمعلومات، فبقدر ما تحصل عليه المستثمر من المعلومات بخصوص المؤسسة المصدرة للورقة المالية في الوقت المناسب والمكان المناسب كلما اتجه القرار نحو الاتجاه المرغوب فيه.
 - التحديد المسبق للخطط الهادفة والاستراتيجيات المساعدة على تجنب التقلبات السريعة والأزمات والخلاص منها بأقل الخسائر.
 - اعتماد مؤشرات معيارية ذات دلالة جد قوية تعكس بصدق حالة السوق وواقع الاقتصاد الكلي.
 - اعتماد نموذج للتنبؤ بوضعية السوق ووضعية الاقتصاد الوطني، لغرض تجاوز الأزمات الاقتصادية والمالية بسهولة.

- تنظيم مؤتمرات وندوات علمية تعمل على تحسيس المستثمرين بثقافة السوق المالي وسبل اتخاذ القرار.
- دراسة مختلف أشكال الأوراق المالية ومشتقاتها المتعامل بها في السوق المالي.
- مراعاة جانب المخاطرة التي يكون المستثمر على استعداد لتحملها.
- إرساء الأساس الأحسن لنمذجة المحافظة المالية على المدى الطويل.

الآفاق:

مهما قمنا به من دراسات ومهما توصلنا إليه من نتائج يبقى دائما النقص والتقصير يتبعنا، فاعتمدنا في هذه الدراسة على محاولة لإرساء نموذج رياضي يساعد المستثمر في السوق المالي على توجيه القرار نحو الأمثلية انطلاقا من بعض المؤشرات لبورصة الكويت ومؤشرات الاقتصاد الكويتي، ولكن الدراسة تمت خلال خمس سنوات فقط نظرا وهذا هو كم المشاهدات الذي تحصلنا عليه، وكباب آخر نقترح ما يلي :

- إنجاز نفس الدراسة لكن في مدة أطول .
- بناء النموذج لاتخاذ القرار يسمح بالتنبؤ بحالة السوق مستقبلا .
- إبراز أهمية الجانب البسيكولوجي في نماذج اتخاذ القرار في البورصة.

قائمة المراجع

1- المراجع باللغة العربية:

- 1 - محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، جامعة سطيف، 2004.
- 2 - محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غيرمنشورة، جامعة الجزائر، 1999.
- 3 - جلال البنا، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، الطبعة الأولى 2006.
- 4 - سعيدة تلي، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009.
- 5 - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 6 - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 7 - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 8 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 9 - عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية، نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007.

10 - وائل إبراهيم الراشد حركة عشوائية أم تنبؤات ؟ جامعة الكويت
.www1.kku.edu.sa/conferences/ssefp.

11 - هوارى سويسي وعبد القادر دبون، الخصوصية والسوق المالية في سياق التحولات الاقتصادية في الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 2003.

12 - عبد الرزاق عريف، أهمية التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2008.

13 - جمال فروخي، نظرية الاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.

14 - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.

15 - طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، عمان - الأردن 2008.

16 - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، الإسكندرية 1998-1999.

II - المراجع باللغة الأجنبية:

17- Admane O.Hoang- ky. Ouaklin Statistique.OPU, Alger, 2006

18- ArnaudThauvron ,Annaick Guyvarc'h, Finance, éditions Foucher-vanves, 2008.

19- Franck Moreau, Afplane, Comprendre et gérer les risques, paris, 2002.

20- Gean –Baptiste Hugot, le Guide Capital-Investissement, paris, 2000.

21- Gérard Garibaldi, L'analyse stratégique, Achevé d'imprimer jouve Paris ,3ème édition, 2002.

22- Griffiths Degos, Gestion Financière, édition d'organisation, paris, deuxième tirage 2001.

23- Jean-Claude Augros, Michel quérue, risque de taux d'intérêt et gestion bancaire, paris 2000.

24- Mondher Bellalah, Gestion des risques de taux d'intérêt et de change ,de boek.2000.

25- Pierre Ramage, Finance de Marché, paris.2003

26- Pierre vernimmen , Finance d'entreprise, Dalloz, 6ème édition, 2005.

III - المواقع الإلكترونية:

1-www.aljazeera.net/nr/exeres/df77e-ecia-4d4c-a1a1-6ceoa5b01601.htm.26

2-www.wikipedia.org/wiki/2007

3-www.islamhouse.com/p/179693

4-www.gulfbase.com/site/interfase/index.aspx

5-www.xbs-me.com/home page.aspx

6-www.albankadawli.org/-en cache-pages similaires

7- www. kuwaitse.comportal/./r quotes-ospx

8- www.byblosbank.comib/nenscenter/financidal-reports/

9-www.kenanaonline.com/posts

10-www1.kku.edu.sa/conferences/ssefp

تمت زيارة هذه المواقع على الأنترنت خلال الفترة جوان 2009 إلى فيفري 2011.