



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة طاهري محمد بشار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة



مطبوع بيداغوجي حول:

محاضرات في إدارة المحفظة الاستثمارية

دروس و تطبيقات

Gestion de Portefeuille Financier

موجه لطلبة السنة الثالثة ليسانس محاسبة و مراجعة

أستاذة المقياس / موري سميرة

2022 – 2021

فهرس المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
I	قائمة المحتويات
II	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
01	المحاضرة رقم 01 :مدخل نظري للاستثمار و الاستثمار المالي
11	المحاضرة رقم 02 : مدخل للأسواق المالية:التداول و المؤشرات
72	المحاضرة رقم 03 : السوق المالي و سوق المشتقات المالية
57	المحاضرة رقم 04 : المحفظة الاستثمارية: العائد و المخاطرة
93	المحاضرة رقم 05 : إدارة المحفظة الاستثمارية
119	المحاضرة رقم 06 : ماهية المحفظة الاستثمارية
129	المحاضرة رقم 07 : العائد الاستثماري و المخاطرة
136	تطبيقات و أسئلة مساعدة على الفهم

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
8	أهم الفروقات بين الاستثمار المضاربة و المقامرة	1
25	مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة	2
26	مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل السعر .	3
27	مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية.	4
28	مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية.	5
78	توزيع الأرباح على حملة الأسهم.	6
79	الفروقات بين أنواع الأسهم.	7
83	أوجه الاختلاف بين الأسهم و السندات.	8
83	الفرق بين أدوات السوق النقدي و السوق المالي.	9
103	عائد الشركتين	10
104	عائدات مالية سهمية A و B لمدة 5 سنوات	11
107	الفرق بين المخاطر النظامية و غير النظامية.	12

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري	1
35	علاقة الاسواق المالية و المؤسسات المالية	2
115	التمثيل البياني لكل من العائد و المخاطرة	3
124	منحنى الحد الفعال	4
125	منحنيات السواء للعائد و المخاطرة	5
127	تحديد المحفظة الكفوءة	6
127	المحفظة المثلى حسب نموذج توبين	7
128	اختيار المحفظة الكفوءة حسب نموذج شارب	8

تقديم عام

يعد المال من الإحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيره من الحاجيات، ولا يمكن أن يغيب عن الذهن أنه عصب الحياة بإعتباره المحرك الأساسي للمهام داخل أي منظمة أعمال و من ثم لابد أن يتوفر المال في الوقت المناسب و بالقدر المناسب، ما جعل للمبادلات التجارية دور حيوي و فعال في ترقية النشاط الإقتصادي وتحقيق التنمية الشاملة عن طريق

لجوء المؤسسات الإقتصادية إلى البنوك التي قد تفرض عليها الكثير من القيود و الشروط من أجل الإقراض، أو تقوم بطرح

أوراق مالية في سوق الأوراق المالية.

و تمثل الأسواق المالية مر كزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة ، لا سيما تلك التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية ، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة ، نظراً لما تزاوله من نشاط

و هي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية في أي دولة.

و يرى بعض المهتمين أن الاستثمار في أسواق رأس المال من أكثر الاستثمارات درأاً للربح ، علاوة على عدم احتياجه إلى رأس مال كبير ، فالاستثمار في هذه الأسواق يتميز بسرعة إسالة الأصول المستخدمة فيه (الأوراق المالية) ، فهو عكس الاستثمار في القطاع العقاري لذلك يسعى المستثمرون لبناء محافظ استثمارية من أجل تعظيم أرباحهم عن طريق السوق المالي

و أدواته التي تتمتع بفرصة تحقيق عوائد كبيرة لكن بدرجة مخاطرة كبيرة أيضا.

في هذا الإطار جاء هذا المطبوع الموجه لطلبة السنة الثالثة ليسانس محاسبة و مراجعة و السنة أولى ماستر مالية و تجارة دولية من أجل إزالة بعض الغموض الذي قد يواجه الطلبة في فهم أساسيات الاستثمار الدالي و بناء المحافظ الاستثمارية و هو نتاج جهد و بحث و تدريس لعدة سنوات لهذا المقياس، و يشمل المطبوع في محاضراته جميع المحاور المقررة في المناهج الدراسية

المستويات.

المحاضرة رقم 01: مدخل نظري للاستثمار

تقوم عملية الاستثمار على التخصيص المنتج للثروات والموارد ، توخياً لتحقيق منافع مستقبلية ، ذلك أن الاستثمار هو أساس العجلة الاقتصادية ، وآلية خلق الثروة في الاقتصاد ، حيث تتحدد الثروة المادية في أي مجتمع بالطاقة الانتاجية للاقتصاد ، أي السلع والخدمات التي ينتجها المجتمع ، أفراداً ومؤسسات ، هذه الطاقة الانتاجية تعد بدورها تابعاً للأصول الحقيقية في الاقتصاد : الأراضي والمباني والآلات والمعرفة المتخصصة الموظفة في انتاج السلع والخدمات .

مقابل ذلك هناك وجه آخر للأصول الحقيقية أو المادية ، يتمثل في الأصول المالية كالأسهم والسندات والمشتقات ، هذا الأصول لا ترتبط مباشرة بالطاقة الانتاجية للاقتصاد ، وإنما هي أدوات لإنشاء الحقوق في الأصول الحقيقية ، ومن ثم فإن الأصول المالية تحوّل حاملها حق الحصول على الدخل المتولد عن الأصول الحقيقية .

إن الأصول الحقيقية تعدّ إذن مصدراً لتوليد الدخل في الاقتصاد ، أما الأصول المالية ، فتحدد آلية توزيع الدخل والثروة بين الأفراد والكيانات المؤسسية ، حيث يمكن للفرد المفاضلة بين استهلاك الثروة اليوم ، أو استثمارها لتحقيق منافع أكبر في المستقبل .

1 - مفهوم الاستثمار:**أ - المفهوم المحاسبي:**

يقترن الاستثمار بحسب هذا المفهوم بالقيم الثابتة أو مجمل الممتلكات التي تندرج ضمن حسابات الصنف 02 حسب النظام المحاسبي المالي SCF، حيث يرتبط بعنصر الزمن وبذلك فهو الزيادة في أصول المؤسسة غير المنقولة: كالأراضي، المباني، التجهيزات والمعدات ... إلخ.

ب - المفهوم الاقتصادي:

هو تكوين رأس مال ثابت أي إحداث تراكم للعوامل المادية والتي تسمح بزيادة الطاقة الاقتصادية للمؤسسة والمساهمة في تشغيلها لعدة دورات إنتاجية كما يمكن اعتباره توظيف للموارد المالية الموجودة في المؤسسة بهدف تعظيم قيمتها المستقبلية وعليه فهو التضحية باستهلاك حالي أكيد في سبيل الحصول على استهلاك مستقبلي غير أكيد في ظل ظروف غير مؤكدة.

ج - المفهوم المالي:

حسب هذا المفهوم فإن الاستثمار يشمل كل نفقة إنفاقية بإمكانها تحقيق عوائد أو يؤدي إلى التقليل في النفقات كإنشاء تجهيزات تعمل على رفع الإنتاج أو تؤدي إلى تنقيح النفقات المالية العامة.

ومن خلال ما تقدم فإن الاستثمار :

يمكن تعريف الاستثمار Investment على أنه (الاضافة الى الطاقة الانتاجية ، أو الاضافة الى رأس المال) . كما ويعرف بأنه : (التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ، ولمدة من الزمن ، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة ، وكذلك عن النقص المتوقع في قوتها الشرائية بفعل عامل التضخم ، علاوة على توفير عائد معقول يتناسب مع عنصر المخاطرة المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات) .
وبعني الاستثمار كذلك : التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من اشباع استهلاك حالي ، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من اشباع استهلاك مستقبلي ومن ثم فإن الاستثمار يهدف الى زيادة الثروة والمحافظة عليها .

إن الاستثمار يغطي حيزاً واسعاً من النشاطات ، فهو يشير الى استثمار الأموال في الأسهم والسندات ، وشهادات الايداع ، وصناديق الاستثمار ، والعقود المستقبلية ، وكذلك الأصول الملموسة (مثل : الذهب والعقارات) ، كل ذلك سيجعل مفهوم الاستثمار ينطبق على عملية شراء شخص ما لأي أصل من هذه الأصول بسعرها العادل ، إذا كانت نيته تحويل القوة الشرائية لمدة قادمة ، وإذا نتج عن هذه الأصول زيادة في قيمتها .

ومن خلال ما تقدم فإن الاستثمار : هو توظيف أموال في أصل معين ، أو عدد من الأصول يحتفظ بها شخص (مستثمر) فرداً كان أم مؤسسة لمدة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية ، تحقق له مردوداً معيناً ، يتمثل بالعائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر ، من أجل تعويضه عن :

أ . الوقت الذي تم فيه توظيف تلك الأموال .

ب . معدل التضخم المتوقع .

ج . عدم التأكد (المخاطرة) من عدم تحقق ذلك العائد .

2- المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار .

عندما يريد المستثمر أن يتخذ قراراً استثمارياً باختيار أحد البدائل المتاحة ، هناك عدة مبادئ عليه مراعاتها ، من أهمها :
1. مبدأ الاختيار : إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة ، لما لديه من مدخرات ، ليقوم باختيار المناسب منها ، بدلاً عن توظيفها في اول فرصة تتاح له ، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة في الاستثمار ، بأن يستخدم الوسطاء الذين لديهم خبرة في هذا المجال .

2. مبدأ المقارنة : أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية لاختيار المناسب منها ، وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل ، ومقارنة هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة .

3- "مبدأ الملائمة : يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً ، عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله ، وكذلك حالته الاجتماعية .

- يقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار ، والتي يكشفها التحليل الفني أو الأساسي ، وهي :
- أ . معدل العائد على الاستثمار .
- ب . درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار .
- ج . مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار .
- 4-مبدأ التنوع : حيث يلجأ المستثمر لتوزيع استثماراته ، وذلك للحد من المخاطر الاستثمارية وتجنب المخاطر غير النظامية.

3- العوامل المحددة للاستثمار.

أ-التكلفة:

إن حساب تكلفة الاستثمار عملية معقدة لأنها تقترن بسعر الف.مادة وحجم الأم. وال المخصصة للاستثمار. حيث توجد علاقة عكسية بين سعر الف.مادة وحجم الأم. وال المعدة للاستثمار. حيث كلما انخفض سعر الف.مادة شجع ذلك على الاقتراض وبالتالي زيادة الاستثمار.

ب- العائد:

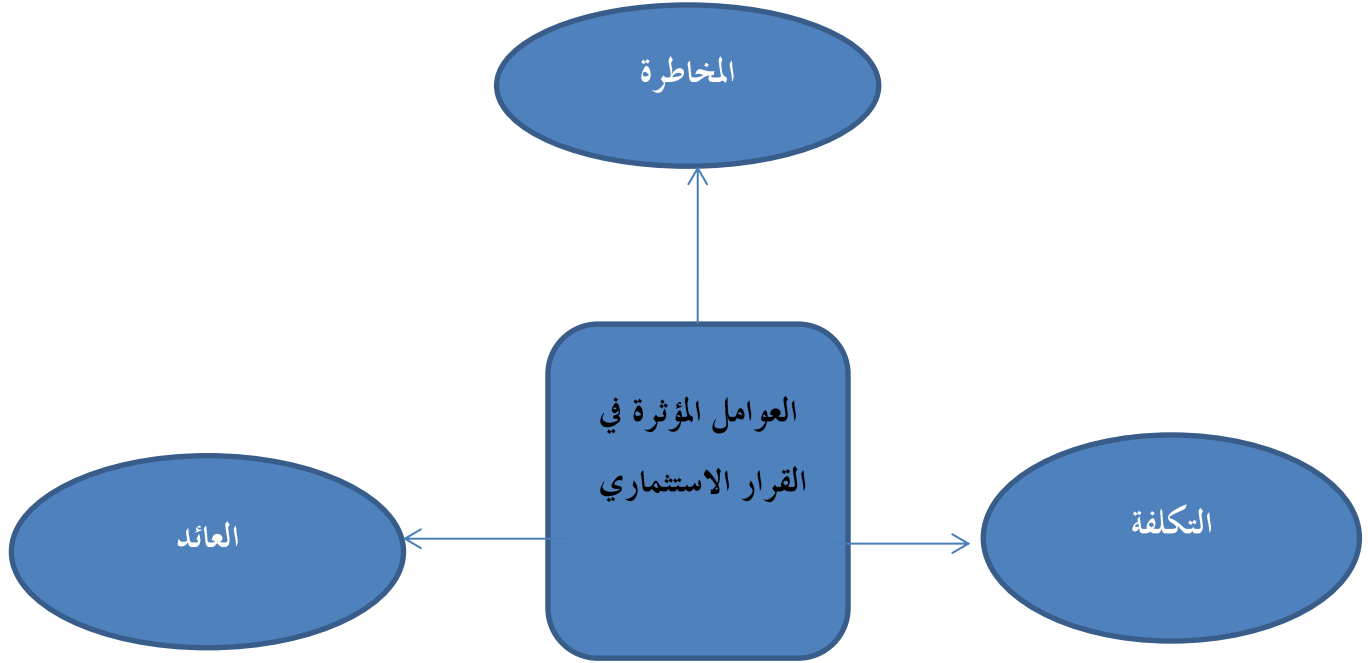
هناك علاقة تبادلية بين الناتج والاستثمار. حيث أن الاستثمار يجلب الربح للمؤسسة في حال تمكنها من بيع منتجاتها لقاء مبلغ أكبر مما استثمرته وعليه فإن زيادة الناتج (العائد) يتطلب الزيادة في الاستثمار وأن الزيادة في الاستثمار تتولد عنه الزيادة في الناتج.

ج-التوقعات:

تتوقف القرارات الاستثمارية على التوقعات الأولية. حيث تؤثر في الأحداث المستقبلية، فالمستثمرون يبذلون جهداً أكبر في تحليل الأوضاع محاولين قدر الإمكان التقليل من الخطر ومن خلال عدم التأكد المرتبطين بالاستثمار.

الشكل رقم (1)

العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري



4-أهداف الاستثمار.

يهدف الاستثمار إلى:

- تحقيق العائد أو الربح.
- تكوين الثروة وتنميتها.
- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة الاحتياجات.
- المحافظة على حصة السوق أو العمل على رفعها.
- تحسين ذمعة الإئتماع حتى يكون مقبول ومفضل لدى الزبائن.

5- تصنيفات الاستثمار.

هناك عدة معايير تصنف على أساسها الاستثمارات:

أ - معيار المدة: حيث نجد:

- ✓ استثمارات طويلة الأجل: تفوق 07 سنوات.
- ✓ استثمارات متوسطة الأجل: بين 02 إلى 07 سنوات.
- ✓ استثمارات قصيرة الأجل: تقل عن 02 سنتين.

ب - معيار التأثر بر (طبيعة التأثر):

- استثمارات إنتهاجية: تكون موجهة لإنتهاج سلع وخدمات وتكون في شكل حيازة أصول مادية مثل معدات؛

- استثمارات غير إنتهاجية: تكون طبيعتها غير مادية تنقسم إلى قسمين :

✓ الاستثمارات المعنوية: تكون في شكل قيم معنوية مثل براءات اختراع.

✓ الاستثمارات المالية: الأسهم والسندات الغرض منها الحصول على موارد مالية دون أن يقابلها إنتهاج.

ج - حسب معيار الهدف أو الغرض: حسب هذا المعيار نميز بين:

• الاستثمارات التجديدية (الإحالية):

هي الاستثمارات المتعلقة بعملية تبديل تجهيزات قديمة من أجل المحافظة على الطاقة الإنتهاجية للمؤسسة أو زيادة رقعة أعمالها.

• استثمارات التحديث (التطويرية):

الهدف من هذه الاستثمارات هو تحديثية التكاليف من خلال تطوير جهاز الإنتهاج الحالي وتحديثه للتقليل من العمالة الإضافية.

• استثمارات التوسع:

الغرض منها توسيع الطاقة الإنتاجية والربحية للمؤسسة وذلك بإدخال منتجات جديدة أو إضافة مافته أو زيادة الإنتهاج والمبيعات الحالية.

• الاستثمارات الاجتماعية:

تهدف هذه الاستثمارات إلى توفير شروط العمل ومحيط ملائم للمستخدمين في المؤسسة وإضافة إلى توفير بيئة ملائمة للمستخدمين من هذه الاستثمارات.

• استثمار مادية:

هي استثمارات تقوم بها المؤسسة عندما يكون عندها فائض مالي تستثمره حيث تكون بدائل لتسديد المؤسسة في طاقتها المالية.

د - حسب درجة الارتباط بالاقتصاد: نذكر منها :

• المشماريع المستقلة:

تتمثل باختيار أو رفض مشروع إذا ما توفرت الإمكانيات التقنية وعدم تأثر التدفقات النقدية للمشروع الأول باختيار أو رفض المشروع الثاني.

• المشـاريع المكـملة:

إذا ما أدى أحد المشروعات إلى تحسين المشروع الآخر من حيث الارتفاع في الإيرادات والتخفيض في التكاليف ومنه يمكن القول بأن المشروعان متكاملان مثـل مشروع إنشاء مقهى وإنشاء مطعم داخل هذا المجمع.

• المشـاريع المعـوضة:

إذا ما أدى المشروع الأول إلى تدهور المشروع الثاني أو نقصه من إيراداته أو الزيادة في تكاليفه فإنه يستغنى عن أحد المشروعين، وهنا نقول أن المشروعان معوضان مثل إنشاء محطة بـرية أو إنشاء محطة للسكة الحديدية (لأنه في نفس خط الإنـتـاج).

• المشـاريع المتكـاملة:

تستوجب المشاريع المتكاملة تحقيق المشروع الأول بتحقيق المشروع الثاني ومعنى ذلك يستلزم اختيار أحدهما اختيار الثاني وأن رفض أحدهما يعـدم التدفقات النقدية للمشروع الثاني وهذا ما يدفع لاعتـبـارهما كمشروع واحد مثل إنشاء نفق وإنشاء جـهـاز للتهوية داخله.

6- أهمية الاستثمار.

للاستثمار أهمية بالغة يمكن أن تتمثل في :

1. زيادة الانتاج والانتاجية ، مما يؤدي الى زيادة الدخل القومي ، وارتفاع متوسط نصيب الفرد ، ومن ثم تحسين مستوى معيشة المواطنين .
2. توافر الخدمات للمواطنين والمستثمرين .
3. توافر فرص العمل وتقليل نسبة البطالة .
4. زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة .
5. توافر التخصصات المختلفة من الفنيين والاداريين والأيدي العاملة الماهرة .
6. انتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين ، وتصدير الفائض منها الى الخارج ، مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات ، وزيادة التكوين الرأسمالي .

7- أنواع الاستثمار.

يمكن التمييز بين عدة أنواع للاستثمار منها على سبيل المثال : الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي ، الاستثمار المباشر وغير المباشر ، الاستثمار البشري ، وهكذا ، وهنا سيتم التركيز على الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي .

1. الاستثمار المالي :

هو شراء وبيع أدوات الاستثمار مثل الأسهم ، والسندات ، وشهادات الإيداع ، التي تعرف بالأوراق المالية . وهذا الاستثمار يوصف بأنه استثمار غير حقيقي ، لأنه لا يخلق طاقة إنتاجية جديدة ، بل هو : عبارة عن استملاك جزء من طاقة قائمة أصلاً ، فغداً اشترى شخص أسهم شركة ما قائمة ، فهذا يعني تحويل ملكية الأسهم من شخص لآخر دون أن تكون هناك زيادة في الطاقة الإنتاجية .

من هنا فإن شراء أسهم لأول مرة في شركة ما ، يعد استثماراً حقيقياً ، وليس استثماراً مالياً ، وذلك لأن شراء الأسهم لأول مرة (الشراء من السوق الأولي عند بداية الاكتتاب بالأسهم) أدى الى تأسيس شركة غير موجودة أصلاً ، مما أدى الى زيادة في الطاقة الإنتاجية ، وكذلك الأمر عند قيام الشركة بتوسيع مجال إنتاجها للسلع والخدمات ، كإضافة خطوط إنتاج جديدة ، أو طرح سلع جديدة لم تكن موجودة أصلاً ، أو الزيادة في كمية السلع الموجودة أصلاً ، فإذا مولت الشركة هذا التوسع عن طريق أسهم جديدة للاكتتاب فيعتبر هذا الاستثمار (الاستثمار بالأسهم) استثماراً حقيقياً كونه لأول مرة .

2. الاستثمار الحقيقي :

هو أي استثمار يهدف الى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع ، بمعنى آخر ، هو : كل استثمار يؤدي الى زيادة في الدخل القومي الاجمالي . من هنا فإن استخدام الموارد الاقتصادية ، أو استغلالها بشكل يضيف سلعة أو خدمات جديدة ، يعد استثماراً بالمعنى الاقتصادي ، وهو الاستثمار الحقيقي . ومن ثم يقصد بالاستثمار الحقيقي : كل الاستثمارات في المباني والآلات والأراضي ، فهذا النوع يختص في الاستثمارات المادية ذات القيم الحقيقية ، وليس المالية (الأسهم والسندات) .

8-علاقة الاستثمار ببعض المتغيرات الأخرى.

— الاستثمار، المقامرة والمضاربة

المقامرة Gambling : هي المراهنة على دخل غير مؤكد ، فعندما تكون لدى الشخص رغبة كبيرة جداً في تحمل درجة عالية من المخاطر ، تتمثل بعدم التأكد من النتائج سعيًا وراء الربح ، يتحول هذا الشخص الى مقامر Gambler .

المضاربة : يتردد مصطلح المضاربة كثيراً في عالم المستثمرين ، لا سيما بين المتعاملين منهم في سوق الأوراق المالية ، ويزداد استخدامه في المواسم التي تشهد فيها تلك الأسواق حركة تداول نشيطة ، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق

المالية ، وتتطلب المضاربة استعداد المستثمر لتحمل درجة عالية من مخاطر الأعمال ، أملاً في الحصول على عائد مرتفع ينتج عن التقلبات المتوقعة في الأسعار السوقية للأوراق المالية .

و تعني المضاربة : أن يكون الشخص مستعداً لتحمل درجة عالية نوعاً ما من عدم التأكد من النتائج ، ولكن بشكل مدروس وذلك أملاً في تحقيق أرباح عالية ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الاستثمارية ، عندها يسمى هذا الشخص مضارباً Speculator .

ومن هنا يمكن القول أن المضاربة تأتي في موقع متوسط بين الاستثمار والمقامرة . وهذا يعني أن المضارب هو مستثمر ولكن قبوله للمخاطرة يتعدى الحدود المعقولة للاستثمار ، ليدخل في نطاق المقامرة ، ومع ذلك لا يمكن اعتباره مقامراً ، ذلك لأنه إذا كان مضارباً محترفاً فسيبني معاملاته على تنبؤات محسوبة ، وهذا بعكس المقامر الذي غالباً ما يبني رهانه (مثلاً في سباق الخيل) على مجرد ضربة حظ .

جدول (1)

أهم الفروقات بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة

من حيث	الاستثمار	المضاربة	المقامرة
1. الأفق الزمني للعملية	أجل طويل	أجل قصير	أجل قصير جداً
2. الأمان	أكثر أماناً	أقل أماناً من الاستثمار	خطر جداً
3. الاستعداد لتحمل المخاطرة	متدنية نسبياً وتتوافق مع العائد المتوقع	على استعداد لتحمل درجة عالية من المخاطر	درجة المخاطرة تكون أكبر من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر والمضارب
4. نوع العائد (الربح)	العائد الرأسمالي والعائد الجاري ويهتم بالعائد طويل الأجل	العائد الرأسمالي فقط والعوائد قصيرة الأجل	العائد والربح السريع

-الاستثمار الادخار والاستهلاك

الاستثمار كمصطلح اقتصادي له علاقة وثيقة بالادخار والاستهلاك ، ففي أي وقت يمتلك فيه شخص ثروة معينة يكون لها قيمة سوقية عادية ، سنجد بمرور الوقت أن قيمة تلك الثروة من الممكن أن تزداد عن طريق دخل يحصل عليه ذلك الشخص ، ويكون هذا الدخل إما ناجماً عن تشغيل تلك الثروة ، أو نتيجة لعائد يتمثل بالمكاسب الرأسمالية المتحققة ، وسنجد أن الأفراد في هذه الحالة سيكونون أمام خيارين :

الأول : استهلاك جزء أو كل هذا الدخل .

الثاني : ادخار جزء من ذلك الدخل وعدم استهلاكه .

في النظرية الاقتصادية ينبغي أن يذهب الادخار الى الاستثمار من أجل استمرار دورة الدخل ، وتحقيق العوائد من أجل تحسين مستوى الدخل ، ولكن المشكلة هنا مثلاً في العراق واغلب الدول المتخلفة ، أن الادخار يذهب الى الاكتناز وليس الى الاستثمار .

– **الادخار** : يمكن تعريف الادخار Saving على أنه : استهلاك مؤجل يتخلى به الفرد أو الجماعة عن إشباع رغبة استهلاكية حاضرة ، بقصد تأمين الأموال اللازمة لإشباع رغبة استهلاكية محتملة في المستقبل ، وذلك بدون الاستعداد لتحمل أدنى درجة من المخاطرة .

ويعرفه بعض الاقتصاديين بأنه : فائض الدخل عن نفقات الاستهلاك . وحيث أن ارتباط مفهوم الادخار بمفهوم الاستهلاك يجعل الادخار مفاضلة بين استهلاك الحاضر واستهلاك المستقبل . من ذلك نستنتج إنه مادام المدخر يبحث عن الأمان المطلق لمدخراته (أمواله) فعليه بالمقابل أن لا يطمح الى زيادة قيمة هذه المدخرات .

– **الاستهلاك** : consumption الاستهلاك : هو استخدام سلع أو إتلافها أو التمتع بخدمات ، وذلك من أجل إشباع حاجات أو رغبات معينة . أو هو : النفقات على السلع والخدمات المستخدمة في تلبية احتياجات ورغبات خلال فترة معينة ، وهي في العادة سنة تقويمية . ويعرف كذلك بأنه : ذلك الفعل الشخصي الذي يقوم في جوهره على الانتفاع والاستخدام الاقتصادي للسلع والخدمات ، ومتضمنة عدد من العمليات المترتبة على تحقيق القرار لذلك الفعل .

ويمكن النظر إلى الاستهلاك على أنه الهدف أو الغاية الأساسية لكل النشاطات الاقتصادية ، وللاستهلاك علاقة عضوية بالإنتاج ، كما له دور أساسي في تركيب البنيان الاقتصادي وفي تحريك العجلة الاقتصادية ، إذ إن الاستثمارات وفرص العمل هما أمران متعلقان بحجم الطلب الكلي على السلع والخدمات .

والمستهلك على أية حال ينفق قسمًا من دخله ، أو من موارده السنوية على سلع وخدمات يراها ضرورية لبقائه واستمرار وجوده . وفيما يتعلق بالحسابات القومية ، فإن الناتج المحلي الإجمالي لأي بلد ينفق إما على الاستهلاك أو على الادخار الذي ينقلب إلى استثمار جديد يسهم في زيادة حجم الناتج الإجمالي في مرحلة لاحقة ، لذلك من الثابت أن هناك علاقة مباشرة بين الدخل والاستهلاك ، كما ذكرنا سابقاً . وبناء على بعض النظريات ، يمكن القول :

- أن السلوك الاستهلاكي لدى الأفراد هو سلوك متداخل يؤثر بعضه في بعض .
- أن العلاقات الاستهلاكية هي ذات اتجاه واحد ولا تتراجع مع الزمن ، مما يعني أن مستوى استهلاك الفرد لا ينخفض مباشرة عند حدوث تراجع في مستوى دخله .

أما العوامل المؤثرة في الاستهلاك ، فعلى الرغم من أن الدخل المتاح للمستهلك هو العنصر الأساسي الذي يتحدد بموجبه حجم الإنفاق الاستهلاكي ، فثمة عوامل أخرى : كالمعدلات العامة للأسعار ، وطبيعة توزيع الدخل العام بين الفئات والشرائح الاجتماعية المختلفة ، كذلك من العوامل المؤثرة في الاستهلاك وجود قطاع مصرفي متطور يوفر تسهيلات ائتمانية للمستهلكين (قروض استهلاكية) ، ثم إن معدلات الفوائد المصرفية السائدة هي من العوامل المؤثرة أيضاً ، وهناك أيضاً الانعكاسات الاستهلاكية الناجمة عن الطبيعة الديموغرافية للبلد المعني سواء أكان ذلك فيما يتعلق بالزيادات السكانية أم في التركيب السكاني ، وشرائح الأعمار وأثر ذلك في الأذواق وطبيعة السلع المطلوبة .

المحاضرة رقم 02 : مدخل عام للأسواق المالية: التداول والمؤشرات

تمثل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة ، لا سيما تلك التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية ، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة ، نظراً لما تزاوله من نشاط ، وهي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية في أي دولة .

تعتبر الأسواق المالية أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة على شكل أوراق مالية، فهي تمثل الجهة الماز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تحويل الأوراق المالية بسهميولة ويسر إلى نقد ماضرة.

1- التقسيم الهيكلي لسوق رأس المال.

تتكون أسواق رأس المال من الأسواق الأولية والثانوية ، وغالبية هذه الأسواق الحديثة هي منصات إلكترونية قائمة على الكمبيوتر ، ويعد سوق الأوراق المالية جزء من سوق رأس المال . لذلك يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى نوعين ، هما :

1- السوق الأولي (سوق الإصدار):

يتم فيه إصدار الأوراق المالية، حيث تقوم الشركات الجديدة بعد تأسيسها ببيع رأس مالها على شكل أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها، لهذا يطلق على هذا السوق بسوق الإصدار.

يعد هذا السوق بمثابة مصدر تمويل مستمر للشركات ، التي بحاجة إلى تمويل دائم بوسيلة أخرى غير الاقتراض من البنوك ، ويكون التعامل في هذا السوق عن طريق ما يعرف ب (الاكتتاب) الذي يتمثل في طرح الشركة لأسهمها في البورصة من أجل الحصول على قدر معين من المال من المكتتبين على أسهمها ، ويحصل المكتتب في المقابل على صك ملكية بقيمة ما تم الاكتتاب به .

2- السوق الثانوي (سوق التداول أو سوق البورصة):

يعرف السوق الثانوي ب (سوق التداول) ، وهو سوق مكمل للسوق الأولي ، يتم في هـ.ذا السوق تداول الأوراق المالية التي سـ.بـ.ق وأن طُرحت في الاكـ.تـ.بـ.اب من خـ.لـ.ال سـ.وق الإصـ.دـ.ار، تسمى هذه الاسواق بالبورصة ويكون هدف المستثمر في هذه السوق الاستفادة من فروق الأسعار .

من ناحية أخرى ، يشمل السوق الثانوي الأماكن التي تشرف عليها هيئة تنظيمية مثل لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) حيث يتم تداول الأوراق المالية الحالية أو الصادرة بالفعل بين المستثمرين ، وبذلك فإن الشركات المصدرة ليس لها دور في السوق الثانوية ، تعد بورصة نيويورك وناسداك مثالين للسوق الثانوية نو تنقسم إلى:

- سواق الأوراق المالية المنظمة: تدعى ببورصة الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون محاط بشفافية و إفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل متميز، وتحتضن معظم دول العامل سواقا للأوراق المالية المنظمة أو أكثر، مثل سوق نيويورك للأوراق المالية والسوق الأمريكية لتداول الأسهم وبورصة طوكيو وبورصة لندن، وكذلك سوق عمان للأوراق المالية وسوق القاهرة والاسكندرية للأوراق المالية وغيرها.

- أسواق الأوراق المالية غير المنظمة: تعرف السوق غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير رسمية و غير مركزية يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غري المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة، وبالتالي هي أسواق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات.

وقد وجدت هذه الأسواق في بعض الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول العربية مثل الكويت وتونس والأردن، وتضم هذه الأسواق شبكة من شركات الوساطة المالية وبعض التجار الذين يحتفظون بكميات من الأوراق المالية المختلفة يقفون على استعداد للتعامل بما بيعا وشراء حيث تتم العمليات بدون القواعد والاحجاءات التي تفرضها البورصة والتي تخضع لرقابتها وأنظمتها.

و لعل الأسواق الغير منظمة وغير الرسمية تؤدي خدمة كبيرة للمستثمرين المتعاملين بما من حيث توفير الجهد والوقت الذي يبذلونه ويقضونه في البحث عن مشتر لبعض أوراقهم أو بائع لبعض الأوراق التي يرغبون فيها وتنقسم الأسواق غير منظمة إلى:

• السوق الثالثة:

تمثل هذه السوق قطاعا من السوق غير المنظمة، وتتكون هذه السوق من بيوت سمسرة من أعضاء الأسواق المنظمة، وهي سوق غير رسمية يتم التعامل فيها على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة . وقد نشأت الحاجة إلى هذه السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبرى مثل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار بمميزات خصم العمولة عند تعاملها بالبورصة، في حتى يتيح لها السوق الثالث التفاوض بهذا الشأن و الحصول على تخفيضات في العمولة هذا من ناحية، ومن

ناحية أخرى تجد الشركات الكبرى صعوبة بعدم قدرة الوسطاء المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبرى وبالسرية المطلوبة.

● السوق الرابعة:

تعتبر السوق الرابعة سوقاً غير منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهم ويقصد هنا الأفراد الاثرياء الذين يملكون تلك الأعمال . ويقتصر دور الوسيط في هذا السوق على تسهيل المعاملات بين الاطراف ونظراً لدوره المحدود جداً فقد كانت عمولته منخفضة جداً مقارنة بالأسواق الأخرى، وعليه توفر هذه السوق سرعة إنجاز الصفقات المالية نتيجة الاتصال المباشر وهذا ينعكس أيضاً على الأسعار في حالتي البيع والشراء.

● أسواق الإقتراض الطويل الأجل: وتتعامل أسواق الإقتراض الطويلة الأجل بالقروض العقارية الإستهلاكية، قروض البنوك التجارية و القروض التنموية الأخرى الطويلة الأجل. أما عن المؤسسات التي تتعامل في هذه الأسواق فهي المؤسسات المالية الوسيطة وعلى رأسها البنوك التجارية

3- السوق غير المنظمة أو السوق الموازي:

تسمى سوق التداول خارج البورصة (خارج المقصورة) ، وهي : السوق التي تتعامل فيها الشركات التي لم تستوف شروط التسجيل في البورصات الرسمية . ويمكن أن يتكون من سوق ثلاثة وسوق رابعة ، حيث يتم التداول في أوقات خارج الأوقات الرسمية وبأوراق غير مسجلة في البورصة ، وعادة ما يكون المتعاملون في هذه الأسواق من كبار المستثمرين ، ومن ثم فهذه السوق لا تخضع لقوانين محددة ودقيقة كالبورصة .

علاوة على ذلك ، لا يوجد مكان مخصص لعملية التداول كالبورصة ، بل يتم التداول من خلال شبكه كبيرة من أجهزه التواصل تجمع بين المتعاملين في هذه السوق من أجل أن يتم تحديد الأسعار عن طريق التفاوض . أما عن الحد الأدنى للقيمة السوقية لأسهم الشركة المدرجة في السوق الموازية فيكون أقل بحوالي (10%) تقريباً منه في البورصة الرسمية . فضلاً عن وجود مرونة أكثر في متطلبات الطرح ، والإدراج للشركات في هذا السوق .

2- خصائص الأسواق المالية:

● المرونة الكافية التي تضمن انتقال م.ل.ك.م.ة الأوراق المالية بين المتعاملين في السوق بسهولة ويسر؛

● توفر التقنيات المناسبة من خلال شبكات الاتصال متقدمة التي تربط البورصات مع بعضها البعض م.م.ل.ا يضمن توفير المعلومات بالدقة والسرية المطلوبة؛

● يجب أن يتحقق في السوق المالي عنصر المنافسة بين العرض والطلب لت.ك.و.ن الس.و.ق متوازنة؛

- أن تتصف الأوراق المالية بصفة العلانية من خلال إلزام الشركات بنشر البيانات المتعلقة بالأسعار اليومية للأوراق المالية، وكذلك إصدار نشرات الدورية بحركة وحجم التداول موزعة على الأنشطة المختلفة؛

- أن يقوم بإدارة عمليات تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة مجموعة متخصصة من الوسطاء المتنبؤين بآراء الشركات التي تطرح أوراق مالية للتداول.

3- أهمية الأسواق المالية:

تولي معظم الدول حاليا اهتماما كبيرا بالبورصة، نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في تأمين السيولة و جلب الإستثمارات الأجنبية، إذ تساهم هذه الأخيرة في إنجاز المشاريع و المخططات الاقتصادية الحكومية و الخاصة. من هنا كانت البورصة إلى جانب القروض (البنكية و السندية) مصدرا للتمويل طويل الأجل إنطلاقا من أن المال هو العمود الفقري الذي يركز عليه النشاط الاقتصادي و عليه فقد أصبحت اليوم تساهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية.

من هذا المنطلق يمكن القول، أن للبورصة أهمية اقتصادية و مالية بالغة يمكن التطرق إليها فيما يلي . . . :

1- الأهمية المالية:

لتمويل العملات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على إستقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة، و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الإستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

أ- بالنسبة للمستثمر: يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات بإستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

"فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و إستعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، و المعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة و التي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في إسترداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة."

إذن فحامل السهم لا يمكنه إسترجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الإقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في البورصة و بهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع إحتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الإستثمارات المختلفة و الإحتياجات الخاصة.

ب- بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية: للحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، "حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"، و عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعاً من الإعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها ووضعتها، و هو ما يخلق درجة من الإطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى إقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الإقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و إحتياجاتها.

إلى جانب التمويل طويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض "التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم" التي تلجأ إليها الشركات بإعتبارها مصدراً للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

2- الأهمية الإقتصادية:

إن الدور الإقتصادي الذي تلعبه البورصة يرتبط أساساً بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الإستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الإقتصادية الخاصة و العامة، و هذا ما يعود بالإيجاب على الإقتصاد الكلي ليوجهه . ه نحوى الإنتعاش و التسريع من وتيرة التنمية.

و عموماً يمكن تلخيص أهمية السوق المالي في النقاط التالية:

1. تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص ، ومن ثم تنشيط الاقتصاد القومي ككل .
2. إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم لغيرهم .
3. تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة .
4. تحقيق مصالح البائعين والمشتريين بالحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية .

5. تعد سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال ، الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات ، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال في تحويل أوراق مالية الى نقود حاضرة وبالعكس في يسر وسهولة .

6. الحفاظ على المدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية .

4-المتدخلون في السوق المالي .

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، و متدخلين غير مباشرين.

أما المباشرين فهم السماسرة و الوسطاء و مختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية. و المتدخلية . . . ن غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة و الوسطاء على تنفيذ أوامرهم.

1 - السماسرة: السماسر هو وسيط في سوق الأوراق المالية، و يعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين و بين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة.

إذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمرا لسمساره، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا " فللسماسر دور مزدوج يكمل في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة . . . و العمل على تنفيذها من جهة أخرى... السماسر إذن هو ذو دراية و علم في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع و شراء للأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، و في المواعيد الرسمية، و يعد مسؤولا و ضامنا لصحة كل عملية يتمها.

و عمل السماسر ينحصر في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا ، مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه و إن كانت الصفقة تتم على يديه، فهو لا يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، و إنما يقرب بينهما فقط.

و نظرا للدور الفعال الذي يلعبه . . . السماسر في سوق الأوراق المالية، فقد . . . إشتهر . . . رط فيه . . . بعض القواعد . . . لحماية . . . المتعاملين . . . من و المصلحة العامة، أهمها ما يلي:

-أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية و التأهيل العلمي، و أن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جنائية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا كان قد رد إليه إعتباره.

- أن لا يكون قد حكم عليه . . . بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة، و أن لا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضوا بمجلس إدارة إحدى الشركات.

- لا يجوز له أن يعقد عمليات في البورصة . -ة لحسابه الخاص، أو لحساب زوجته أو أقاربه، كما لا يمكنه أن يقرض بضمان أوراق مالية مودعة لديه و إلا تعرض للشطب، إضافة إلى أنه لا يجوز له أن يقرض بضمان أوراق مالية لـ . . هـ، إلا في حدود مبلغ لا يزيد عن 2/3 من رأس ماله، و لا يزيد عن 1/2 من قيمة الأوراق الضامنة له.

2 - الوسط . . اء: "الوسيط هو أداة إتصال بين العميل و السمسار المقيد لديه، يحصل على حصة من العمولة التي يتحصل عليها السمسار، و هو مسؤول عن كافة العمليات المعقودة بواسطته ، و لا يجب أن يعمل إلا بإسم السمسار الذي يتبعه.

3 - المندوب الرئيسي: يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي، فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا بإسم السمسار الذي أوكله و لحسابه و تحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار، و أن لا يعمل لحسابه الخاص.

4 - الأعضاء المنضمون: هم الموظفون الذين توكلهم البنوك لعقد عمليات في البورصة لصالحها و حسابها الخاص، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سمسرة الأوراق المالية بأنفسهم دون أي وسيط.

5 - العم . . اء: هم الأطراف المتدخلون بصورة غير مباشرة في عمليات البورصة، و العميل قد يكون بنكا، شركة، دولة أو فرد.

و تدخل البنوك في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتب فيها، و كذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة.

و تدخل الشركات يكونه بطرح الأسهم أو السندات للإكتتاب فيها، و هو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطاتها.

5- النظام الداخلي للسوق المالي.

ضمانا للسير الحسن للعمل في سوق الأوراق المالية كان من الضروري تنظيم هذا الجهاز ووضع خطة محكمة يسير عليها، عن طريق إنشاء هيئات و جهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين و المصلحة العامة و كذا الحفاظ على أسواق حرة و مفتوحة، فتم تنظيم سوق الأوراق المالية وفقا للهيكل التالي:

1-الجمعية العامة:

يجتمع مجموع الأعضاء العاملين و المنضمين في البورصة في جهاز يسمى بالجمعية العامة، يترأس هذه الجمعية رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وظيفتها المصادقة على الميزانية و على حساب الإيرادات و النفقات.

للجمعية الحق في إبداء آرائها خاصة إذا تعلق الأمر بتعديل اللائحة الداخلية، و تصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.

2- لجنة البورصة (سوق الأوراق المالية) :

تضم عدة أشخاص يتم إختيارهم من بين السماسرة و من قبل الدولة، مهمتها ضمان السير الحسن للعمل في البورصة، كما أنها تقوم بإصدار نشرة الأسعار في كل يوم عمل أو جلسة و توزعها في اليوم التالي و تسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة . . . يصدركم بعهدة الوقف أو الشطب أو الغرامة.

3- اللائحة الداخلية:

تحدد هذه اللائحة . . . نظام العمل الداخلي . . . في سوق الأوراق المالية . . . ، و من أهم المواضيع . . . مع التي تعينه . . . :

- طريقة العمل في المقصورة.
- مواعيد العمل و أيام العطل.
- الرسوم و الاشتراكات.
- العمليات و جداول الأسعار.

4- المقصورة:

هي مكان يبنى في شكل مدرج، تعينه . . . لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البي . . . مع و الشراء التي يتلقاها السماسر من عميله، يحرم قطعياً على الأفراد دخول المقصورة نظراً لدقة العمليات التي تتم بها، و لا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة.

5- هيئة التحكيم:

لحل النزاعات القائمة . . . بين مختلف الأعضاء في البورصة تم تشكيل هيئة للتحكيم، لكن اللجوء إليها لا يتم إلا بموافقة الطرفين، تتألف . . . من هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة و أربعة أعضاء تختارهم اللجنة. قرارات هيئة التحكيم غير قابلة للاستئناف.

6- مجلس التأديب:

لم يهمل النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية الجانب التأديبي لبعض السماسرة المتلاعبين بمصالح عملائهم، لهذا تم إنشاء مجلس يسن عقوبات رادعة لكل من ينحاز من السماسرة عن تطبيق القوانين السائدة في البورصة، كالجوء البعض إلى الإخلال بقواعد السلوك، أو إخفاء حقيقة المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة.

و من أهم العقوبات التي يفرضها مجلس التأديب ما يلي . . . ي : الإنذار، الغرامة، الوقف و الشطب.

7- غرفة المقاصة:

فيها يتم تسوية كافة العمليات المبرمة في البورصة بين السماسرة الدائنين و المدينين من طرف نقابة السماسرة.

8- نقابة السماسرة:

مشكلة من سماسرة منتخبين فيما بينهم، هدفها حماية مصالحهم و الدفاع عن حقوقهم. يدير النقابة لجنة . . . منتخبة من طرف الجمعية العامة، تتألف من عدة أعضاء . . . أهمهم: رئيس و نائب رئيس 'أمين صندوق و مستشارين.

9-مندوب الحكومة:

تشرف الحكومة على كافة البورصات المتواجدة على الإقليم، و عليه يتعين على كل وزارة في هذه الحكومة أن تعين مندوبا أو أكثر لضمان تطبيق القوانين و اللوائح ، و يتم إستدعاء مندوب الحكومة لحضور كافة إجتماعات الجمعية العامة، جلسات لجنة البورصة، مجلس التأديب، و هيئة التحكيم، و إلا كانت قراراتها باطلة، كما أن له حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة و لجنة البورصة، في حين صدورها مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو حتى الصالح العام.

6- طرق التداول في سوق الأوراق المالية.

- و صل سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بني البائع و المشتري إذ يتم ذلك عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:
- **طريقة المفاوضة:** ووفقا لهذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب، أي الشراء لكل وسيط ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.
- **طريقة المزايدة:** في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الاعلان عن اراسع علنا وينتهي التداول بعقد صفقة الاوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

- **آوامر 0-0-1:** وهي تلك الاوامر التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء في البورصة بغية تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء وبيع الاوراق المالية وفق شروط محددة ومبنية بوضوح.
- **حجم الأمر:** عند قيام المستثمر بشراء أو بيع الورقة المالية، فإنه يقوم بإصدار الأمر إما لطلبية دائرية أو لطلبية صغيرة. ويقصد بالطلبية الدائرية عندما يكون الأمر لـ 233 سهم مثال أو مضاعفاتها، أما الطلبية الصغيرة فهي عادة يتراوح فيها الأمر من 32 إلى 00 سهم .
- أما إذا شملت الطلبية مثال أمر لـ 223 سهم، فتعتبر مزجا من طلبيتين دائريتين وطلبية صغيرة لـ 23 سهم - .
- **الحدود الزمنية للأمر:** يقع على عاتق المستثمر أن يضع حدودا زمنية على الأمر الذي يصدره، بمعنى الزمن المحدد للوسيط .

7- أنواع الأوامر:

يمكن الإشارة إلى أهم أنواع الاوامر فيما يلي:

- **الأمر بالسعر الأحسن:** وهو أمر شراء أو بيع بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد في الزمن، و يترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يختار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات، يعني أن تنفيذ الأمر مرتبط بظروف السوق.

يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر وقت استلامه مباشرة، فإذا وصله الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة قام ولكن عامة ما يفي بتنفيذه بسعر الافتتاح، أما إذا وصله الأمر خلال انعقاد جلسة الافتتاح فإنه يقوم بتنفيذه وفق السعر الأحسن

- **الأمر لأول سعر:** وهو أمر يتم تنفيذه عند أول سعر محدد، وبدون ذلك لا يمكن تنفيذه إلا عند افتتاح الجلسة المقبلة، و يختار العملاء هذا النوع من الاوامر بناء على تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سلفا .

- **الأمر بالسعر المحدد:** وهو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط، فلا يمكن تنفيذ هذا الأمر بسعر أكبر أو أقل منه في السوق الموازية تكون دائما بالسعر المحدد.

- **السعر المحدد المتبوع بإشارة "قف":** وهو أمر يستخدم بغية الحد أو التقليل من خسائر المتعاملين في البورصة. و هناك نوعين من هذا الأمر:

- **الأمر بالبيع "قف":** يعتبر أمرا بالبيع بالسعر الأفضل عندما يصبح السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من طرف البائع .

- **الأمر بالشراء "قف":** وهو عبارة عن أمر بالشراء بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في البورصة أكبر من أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.

➤ الأمر بسعر السوق: هذا الأمر يحمل أي إشارة حول السعر، كما يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة المالية في السوق، وهو أكثر الأوامر شيوعاً. و هذا النوع من الأوامر بسرعة و ضمان تنفيذ العمليات، إلا أن هنا يكون المتعامل لا يعلم معرفة سعر التنفيذ إلا بعد إخطاره بذلك بعد عقد الصفقة، كما قد يتحمل خسائر معتبرة في حالة إذا ما كانت البورصة غير كفؤة.

➤ الأوامر الخاصة: وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، فالأوامر المرتبطة تكون بطلب العميل من وسيطه شراء و بيع أوراق مالية في نفس البورصة حيث تتم العمليتين في نفس البورصة، أما الأوامر المرجحة فتقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداهما بالأخرى.

8-تكوين أسعار التوازن في البورصة

1-تعريف سعر البورصة: وهو سعر الشراء أو البيع لقيمة متداولة في وقت معين كما يعرف بأنه قيمة التوازن التي تتم بها عملية تداول الأوراق المالية خلال إحدى جلسات البورصة .

2 -العوامل المؤثرة في تحديد السعر: يمكن الإشارة باختصار إلى أهم هذه العوامل فيما يلي:

-ظروف السوق المالية وأسعار السندات: ويقصد بذلك أن تقلبات العرض و الطلب على النقود تجعل معدلات الفائدة التجارية تتغير، وبالتالي فإن هذه الثغرات تؤثر على القيم المتداولة خاصة منها السندات.

-العوامل الداخلية: كمثال على ذلك النتيجة المحققة من قبل المؤسسة أو المحتملة، الدراسات الاقتصادية والمعلومات المقدمة حول المؤسسة كالمعلقة منها بالنمو المنتظر.....إلخ

-العوامل الخارجية: و كمثال على ذلك السياسة المتبعة من قبل السلطات المالية والنقدية بخصوص معدل الفائدة السائد في السوق النقدية، السياسة الضريبية المتعلقة في البورصة وكذا المتعاملين بها، والتي قد بالشركات في تكوين الاسعار التي تساهم بشكل هام .

-تسعيرة الدرج: في هذه التسعيرة يتم كتابة الالتزامات وتوضع كل نوع من الأوراق المالية في درج خاص به، حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها، وبعد ذلك تتم عملية الفرز للعروض والطلبات، وعلى هذا الاساس يتم تحديد سعر التوازن.

-تسعيرة الصندوق: وهي تشبه كثيراً طريقة الدرج إلا أنه يتم اللجوء إلى هذه الطريقة في حالات استثنائية منها العروض العامة للتبادل أو الشراء أو البيع أو عند تسعير قيمة تعثرها العديد من المشاكل الخارجة عن العادة ويتم تحديد السعر من خلال تركيز كل الأوامر في صندوق واحد تحت وصاية سلطات البورصة .

-تسعيرة المعارضة : تمزج هذه التسعيرة بني تسعيرة المناداة والدرج، ذلك لأنها تحاول الأخذ بمحاسنهما كون الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الدرج إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلبي طلباتهم على أفضل وجه.

-العوامل التقنية: تهتم بتنظيم البورصة وتقنيات سيرها وهي تلك العوامل التي يمكن ذكرها:

1- تقنيات تحديد الاسعار: وهي التقنيات التي تهدف بصفة عامة إلى تعظيم حجم الاوراق المالية المتداولة وتسهيل عملية التداول. ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير :

*التسعير الدوري: إن غاية هذه الطريقة أن يتم تنفيذ أوامر المتعاملين من طرف الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزن إتمام مبادلة متعددة الاطراف، وتوجد منها أربعة أنواع هي :

-تسعيرة المناداة: وتصلح هذه الطريقة على الأوامر الآجلة وعلى الاوراق ذات الاوامر العاجلة. حيث يتم إجراء نقاش بين البائعين و المشترين بالنداء بأعلى أصواتهم، وتتم المزايدات والتخفيضات بين الوسطاء حسب الأوامر التي أعطيت لهم من قبل المتعاملين حيث يتم تحديد سعر التوازن.

-التسعيرة المستمرة: في أمرين مختلفين ويقصد بها أن عملية التبادل يمكن أن تتم في أي حين، وذلك عندما يتحقق أمر بالبيع وآخر بالشراء، وعليه فالتسعيرة المستمرة تسمح بتنفيذ الاوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي ب انتظار لتسعيرة الاوامر الجديدة، كما تحقق شفافية في إجراء مختلف العمليات، إلا أنه يعاب عليها أنها تحتنب تغيرات الاسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة. و تمر التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما :

*مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: حيث يتم تجميع الاوامر احمل عامة أوامر بالسعر الأفضل وأوامر بالسعر المحدد.

*مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تتم الصفقات ابتداء على أساس سعر الافتتاح الذي حقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب.

9- مؤشرات السوق المالي.

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

و يعرف أيضا بأنه مقياس إحصائي يقيس قيمة أداء الأوراق المالية المؤلف منها و تستخدم المؤشرات عادة لسوق ما أو لصناعة معينة و تستخدم كمؤشر إرشادي لمقارنة أداء ورقة مالية أو صناعة معينة .

و يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

و هناك نوعين من المؤشرات : المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة و مؤشر ستاند أند بور 500 و مؤشرات قطاعية تقيس حال السوق بالنسبة لقطاع معين.

و يقيس المؤشر تحركات أسعار أسهم متنوعة ارتفاعاً وانخفاضاً مما يعكس سعر السوق واتجاهه و يعد بالنسبة للمستثمر معيار لقياس مستوى الأسهم ككل وأيضاً لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل .

9-1- فوائد المؤشرات المالية.

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية بعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، غير أن المؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وأهمها ما يلي:

. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين الغير في سعر سهم والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، وعليه فإن المؤشر يمكن المستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد المحفظة المختلفة الأوراق المالية - إيجاباً أو سلباً - بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي يطرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى.

. الحكم على أداء المديرين المحترفين:

إن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليباً متقدمة في التنويع (والتي منها تنويع ماركويتز) يكون عليه التزاماً أن يحقق عائداً أعلى ولتحقق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة.

. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

إن تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط، فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار.

. تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدورة العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

9-2- أهداف المؤشرات.

تهدف المؤشرات إلى تحقيق ما يلي :

- على مستوى أسعار الأوراق المالية يتم التعرف في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة معينة، كما يساعد المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم وتحديد قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب.
- قياس كفاءة سوق الأوراق المالية ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية للدولة، نظرا لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق و معدل النمو الاقتصادي.
- مد المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق التي تشكل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير المحفظة .
- تقييم أداء الأوراق المالية المختلفة صعودا أو هبوطا فالمؤشر يعبر عن حالة السوق الفورية الحاصلة، و يعبر عن مدى استجابة أسعار البورصة للمعلومات الواردة إلى السوق وبذلك تكمن كفاءة السوق.
- توجيه المستثمرين والمضاربين نحو الاستثمارات الأفضل لمخاطرهم وأموالهم استنادا لأسعار وحالات الهبوط والصعود، ومساعدتهم في تحديد حجم المخاطر ودراسة إمكانية تجنبها، حيث تزداد درجات الأمان للاستثمارات.
- التنبؤ بالحالات السيئة قبل حدوثها واتخاذ العديد من الإجراءات و إمكانية المقارنة مع أسواق أخرى والتنبؤ بحجم الالتزامات القادمة.

9-3- خصائص و أساليب بناء مؤشرات السوق المالي.

أ- خصائص بناء مؤشرات السوق المالي:

أثناء تصميم المؤشرات يجب مراعاة النقاط التالية:

- 1- حجم العينة: فكلما كان حجم العينة كبير كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الممثل له.
- 2- أن يعبر عن المجتمع الذي سحب منه.
- 3- أن تكون وحدات القياس ملائمة.

- 4- الترجيح: و يقصد به إعطاء وزن معين لكل سهم على أساس قيمته بالمقارنة بالقيمة السوقية لإجمالي الأسهم المتداولة.
- 5- يأخذ المؤشر عينة من أسهم الشركات التي تمثل البورصة بشكل دقيق وعادة ما يأخذ 03 سهما مثل مؤشر داوجونز أو 233 سهم مثل مؤشر ستاندر أند بور .
- 6- يأخذ المؤشر إما أسعار الاسهم و يقسمها على العدد أو قيمة مجموعة الأسهم الداخلة ويقسمها على أسعارها في فترة سابقة .
- 7- يعالج المؤشر العينة بطريقة إحصائية إما الوسط الحسابي أو الوسط الهندسي، بحيث يمكن الوصول إلى إمكانية المقارنة .
- 8- يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة، كل ما يدخل من أسهم في فترة زمنية ويقارنها بالقيمة في فترة الأساس، كما أن المؤشر يحدد الخسارة التي يمكن أن تلحق بالسوق في حالة في حالة التعرض للاختيار و حوث الخسارة أو في حالة تحقيق أرباح أثناء حالة الصعود .
- 9-4-مراحل بناء المؤشر:

بالرغم من الاختلاف في كيفية بناء وحساب المؤشرات، إلا أنها جميعها تمر بالمراحل التالية:

- ملائمة العينة: وتعرف العينة فيما يخص بناء المؤشرات على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاث جوانب هي :
- الحجم: كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكبر تمثيلا وصدقا لواقع السوق
- الاتساع: و يقصد به أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات الاقتصادية في السوق دون تمييز
- المصدر: و يقصد به مصدر الحصول على أسعار الاسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي السوق الأساسية التي تتداول فيها تلك الأوراق.

9-5-أساليب بناء المؤشرات:

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

1- المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

إن مدخل الأوزان حسب القيمة نجده يعطي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية، يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

الجدول رقم 2): مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة Capitalisation boursière

أسهم	عدد	السهم	السعر 1	السعر 2
الشركات	المصدر	المصدر	المصدر	المصدر
أ	100	30	30	30
ب	50	60	60	66
ج	10	90	90	108

حسب الجدول أعلاه نحسب ما يلي:

$$\text{القيمة الاجمالية السوقية} = (100 \times 30) + (50 \times 60) + (10 \times 90) = 6900$$

ففي البداية يتم إعطاء المؤشر رقم مبدئي يتم اختياره يكون عادة الرقم 10 أو مضاعفاته إذن قيمة المؤشر $10/6900 = 690$

بافتراض أن أسعار الأسهم تغيرت في وقت لاحق لتصبح كما هو مبين في الجدول إذن:

$$\text{القيمة السوقية الجديدة} = 108 + 66 + 3000 = 7380$$

$$\text{قيمة المؤشر} = 690 / 7380 = 10,695$$

أي أن المؤشر ارتفع بمعدل 6,95% وهذا راجع لارتفاع سعر السهم ب.

إن هذه الطريقة لا تخلو من العيوب المتمثلة في التحيز للأسهم التي لها قيمة سوقية عليا بغض النظر عن عدد الأسهم المصدرة.

و على الرغم من هذه العيوب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر المؤشرات

التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندر آند بور، مؤشر Nasdaq نازداك، مؤشر الفينانشل تيميز، مؤشر CAC 40 مؤشر كولس، إلى غير ذلك.

2- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

بالنسبة لمدخل الوزن على أساس السعر، فإنه طالما يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر.

مثال: نفترض وجود أسهم لثلاث شركات تباع بأسعار مختلفة بتاريخ (01-01).

الجدول رقم (3): مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل السعر .

الشركة	السعر في 01-01	السعر في 01-02
أ	160	176
ب	80	80
ج	20	20

حسب هذه الطريقة نقوم بجمع أسعار الأسهم: $260 = 20 + 80 + 160$

نقوم بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها لنجد حسب المثال: $86,67 = 260 / 3$

و هي قيمة المؤشر بتاريخ 01-01

نلاحظ من الجدول أيضا أن أسعار الأسهم قد تغيرت في اليوم 01-02 إذن قيمة المؤشر تصبح:

$$92 = 20 + 80 + 176 / 3$$

و يمكننا أيضا حساب عائد السوق وفق القانون التالي:

قيمة المؤشر في يوم (01-02) - (01-01) / قيمة المؤشر في (01-01)

و حسب هذا القانون فإن عائد السوق يحسب كما يلي: $92 - 86,67 / 86,67 = 6\%$

ومما يعاب على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها،

ومن اكبر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داوجونز Dow Jones ونيكي 250.Nikkei.

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

حسب هذا المدخل فإنه يعطي قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا

يمثل فيها المنشأة بسهم واحد.

الجدول رقم (4): مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية.

السهم	السعر
أ	160
ب	80
ج	20

نقوم حسب هذه الطريقة بإعطاء السهم الأقل سعرا وزن نسبي صغير = 1

الوزن النسبي للسهم أ = $8/1$

الوزن النسبي للسهم ب = $4/1$

قيمة المؤشر: سعر السهم \times الوزن النسبي .

إذن قيمة المؤشر = 60

نفترض تغير سعر سهم الشركة ب إلى 100 إذن:

قيمة المؤشر تتغير و ترتفع إلى 65

أما عائد السوق فهو 8,3%

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان النسبية يعزل فكرة التحيز للأسعار ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب عليه من ناحية أخرى أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

4- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد سعر نسبي لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم مثلاً على سعر السهم أمس ثم يحسب الوسط الهندسي للأسعار و تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي في أساس المؤشر.

مثال: نفترض أسعار لأربع أسهم تستخدم في حساب مؤشر ما على أساس الأسعار النسبية كما هو موضح في

الجدول:

الجدول رقم (5): مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية.

السهم	السعر في 01-01	السعر في 01-02
أ	20	22
ب	35	33
ج	40	45
د	18	22

نفترض أن أساس المؤشر: 105

نحسب السعر النسبي للسهم وفق القانون التالي: سعر السهم أمس/سعر السهم اليوم

إذن الأسعار النسبية للأسهم : أ = 1,1 ب = 0,94 ج = 1,12 د = 1,22

الوسط الهندسي: $(1,1 \times 0,94 \times 1,12 \times 1,22)^{1/4} = 1,09$

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي X الأساس = 114,45

9-6- المؤشرات الشائعة الاستخدام في البورصات العالمية و العربية.

تختلف مؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر وفي هذا الصدد هناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وذلك بحساب المتوسط الحسابي وعدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي.

ويمكن تقسيم المؤشرات إلى مجموعتين رئيسيتين: مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها المنشأة.

أ- أهم مؤشرات البورصات العالمية: من أهم المؤشرات شائعة الاستخدام ما يلي:

1. مؤشر كاك 40 (CAC 40): مؤشر كاك 40 قد أنشأ في جوان وهو مكون من عينة لأربعين قيمة مسعرة في البورصة الفرنسية مختارة من بين أول قيم سوقية (Parmi les 100 premières capitalisations boursières).

المؤشر كاك 40 مرجح بالأوزان حسب القيمة السوقية الكلية لكل منشأة بطريقة يعطى فيها وزن مهم لكل المنشأة الكبيرة، حتى يتم إزالة احتمال تذبذبات في المؤسسات الصغيرة وغير تمثيلية (non représentatives) للاتجاه العام.

أساس المؤشر هو 10 في 1987/12/31 وفي 1996/12/31 كانت قيمته 2315,33 نقطة تمثل صعود قدره 131,5% منذ إنشائه، أين حقق أرباح ارتفعت إلى 29,5% وفي عام 1998 أين حقق ربح قدره 31,5% مردودية تماثل تلك المحققة بالأسواق المالية الكبيرة، ورغم الأزمة المالية لسنة 1998 بالبلدان الآسيوية لم تمنع المؤشر من بلوغ أرقام قياسية من جديد، علاوة على ذلك القيم السوقية الجديدة للمؤشر يتم حسابها ونشرها بفترات منتظمة قدرها 30 ثانية، بين 9^h إلى 17,30^h.

في سبتمبر 1999 القيم التالية المحسوبة في مؤشر كاك 40 تمثل المنشآت التالية:

Danone, Lyonnais, BNP, AXA, Alcatel, Air Liquide, AGF, Accor, France telecom, Eridama Beghin-say, Equant, Elf aquitaine, Dexia, sanofi, Saint-Gobain, Rhône-polenc, Renault, lagardère, la fodge, Suez-lyonnaise des eaux, Sodextio alliance, St microélectronique, Schriader, carre four, Casino, Canal +, Valeo et vivendi, Total fina, CSF, Thomson.

كاك 40 وضع كبروماتر لقياس حركة السوق ولكن يلعب أيضاً دور مهم في ترقية القيم التي تكونه.

إن أسلوب وطريقة حساب المؤشرات التي تعطي أهمية في الأوزان للمؤسسات الكبيرة، تجعله حساس للتغيرات هذه المؤسسات مثل Total fina التي تحسب بأكثر من 13% في المؤشر في نهاية مارس 2002، الذي يعني أن ارتفاع 5% لـ Total fina ترفع ميكانيكياً المؤشر بـ 0,65%.

2- مؤشر SBF (120): أنشأ في سبتمبر 1993 يحتوي على 120 قيمة فرنسية (كاك 40 + 80 قيمة الأكثر سيولة في البورصة)، وبذلك يسمح بمتابعة أفضل لمردودية السوق.

مؤشر SBF 120 محسوب باستمرار كل 30 ثانية، حيث أن نفس المجلس الذي باشر في الاختيار هو نفسه الذي يقوم بمراجعته كل 03 شهور على أربع معايير أساسية.

مبلغ رأس المال المتبادل، عدد المعاملات اليومية، معدل الدورات اليومي، الانحراف بين أفضل عرض وأفضل طلب، طريقة حساب المؤشر هي نفسها المستخدمة في كاك 40.

أساس المؤشر هو 1000 نقطة في 1990/12/31.

بالإضافة إلى 120 SBF، هناك 250 SBF، 80 SBF.

3- مؤشر 250 SBF: أنشأ في نفس تاريخ 120 SBF، مؤشر 250 SBF يضم 250 قيمة فرنسية، إنه المؤشر الأكبر اتساعاً في بورصة باريس، ولكن عكس CAC 40 و 120 SBF، يتم حساب المؤشر فقط بعد الافتتاح وبعد انغلاق تداول البورصة، أول مؤشر يتم قياسه على الساعة الحادية عشر و 40 دقيقة على أسعار الافتتاح والثاني بعد الإغلاق مباشرة.

مؤشر 250 SBF يقيم قيم مؤشر 120 SBF ويضاف إليها 130 مؤسسة أخرى مأخوذة بتحديد في السوق الأول والسوق الثاني مسعرة باستمرار أو ثابت.

يعمل المجلس العلمي للمؤشرات le conseil scientifique des indices على البحث على تقسيم قيمة 250 ضمن أكبر القطاعات نشاطاً ويتم مراجعة العينة Echantillon بنظام مرة في السنة على أن يتم القيم بالتصحيحات كل ثلاثة أشهر.

المؤشر يتم حسابه بنفس طريقة 120 SBF وفي 1990/12/31 أين كان أساسه 100. حتى يتم إمكانية التحليل القطاعية بدقة، SBF، Bourse الفرنسية تقوم بنشر مؤشرات قطاعية متخصصة des indices sectoriels spécialisés انطلاقاً 250 SBF.

4. مؤشر السوق الثانوي L'indice du seconde marché: يوجد مؤشر خاص بالسوق الثانوي متداول أكتوبر 1996 ويتكون أساسياً من قيم فرنسية لسوق الثانوي باستثناء القيم الأكثر قوة والأكثر ضعفاً في السوق، عكس المؤشرات التي تحسب على عدد ثابت من القيم إنه يضم عينة مفتوحة ويحسب مرتين في اليوم إنه يقوم على أساس 1000 في 1990/12/31.

5. مؤشر 100 FTSE: كما يشير اسمه فإنه يركز على عينة 100 قيمة انجليزية. هذه القيم مختارة من بين أكبر القيم السوقية وحجم المعاملات الأكبر في بورصة إنجلترا.

هذا المؤشر مثل كاك 40 الفرنسي، إنه يمثل أكثر من ثلاثة أرباع المعاملات وأكبر حصة سوقية كلية في البورصة. غنه أكبر مؤشر مرجعي لبورصة إنجلترا. هذا المؤشر يقاس على أساس القيمة 100 FTSE له أساس 1000 في 3 جانفي 1984 ويحسب كل 15 ثانية بين 8^H إلى 16^H و 30د منذ جوان 2001 FTSE يأخذ بطريقة الحساب بالأوزان المعومة وليس المقومة أي التي تتعامل في السوق فقط.

La méthode de calcul pondéré par les flottants

6. مؤشر BEL 20: BEL 20 يتكون من 20 أكبر القيم المرجحة بالتعويم، الأكثر شهرة بين المؤشرات البلجيكية في العالم، المؤشر BEL 20 هو مؤشر الذي يتابع باستمرار تطورات أسعار 20 سهم بلجيكية الأكثر سيولة والمسعرة باستمرار، قاعدة حساب المؤشر 1000 في 1990/12/30.

7. مؤشر الألماني DAX: مؤشر DAX لبورصة فرانكفورت والأهم في منطقة الأورو، إنه محور منذ 1987/12/31 مكون من 0 قيمة التي تمثل 70 من قيم السوقية الكلية وما يقارب 85 من المعاملات مثل المؤشر الفرنسي كاك 40 فإن سهم Deutshe telecom الذي يمثل أكثر قوة سوقية في DAX، إنه مرجع بالأوزان بالقيمة ولكن القيم المعومة في جوان 2002 أساسه 1000 في 1987/12/31 وهو محسوب كل 15 ثانية من 9^H إلى 18^H .

8. مؤشر Average stock. Nikkei: مؤشر Nikkei يركز على 225 قيمة أكثر نشاطاً في بورصة طوكيو ويحسب على أساس متوسط سعر مثل مؤشر Dow-jones قد أنشأ في 1950 بالتعاون مع Dow-jones بعرض تجربته في مادة المؤشرات، هناك مؤشر آخر Nikkei 300 الذي يضم 300 قيمة بالأوزان بالقيم السوقية.

9. مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة Dow-jones: يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً. إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جوان 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو Charles Dow وبدأ العمل بتسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ووصل حجمها إلى 30 سهم وذلك منذ 1928 وهذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، وفي البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول، خاصة عندما يحدث اشتقاق الأسهم إحدى الشركات داخل العينة أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهماً جديدة مقابل توزيعات مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن وفقاً للسعر الذي يباع به ومعنى هذا أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة. وقد أسفرت العديد من الدراسات إلى نتائج في صالح مؤشر Dow-jones ولعل هذا يفسر المكانة التي لا تزال يحتلها المؤشر حتى اليوم ذلك أنه أكثر مؤشرات أسعار السوق شهرة واستخداماً.

10. مؤشر ستاندر أندبور S&P.500: تتكون العينة التي تقوم عليها مؤشر S&P.500 من 50 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء والماء...)، 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي وعلى

عكس مؤشر Dow-jones وأعطى المؤشر فيها قيمة جزائية قدرها 10، كما سبق الإشارة فإن المؤشر هو واحد من بن المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة.

11. مؤشر نازداك **Nazdaq**: يقيس مردودية القيم التكنولوجية.

يتكون أساساً من أقوى القيم نمواً مثل Tél , Internet, Informatique, Biotechnologie, communication, إنه يقارب 5000 قيمة أين 10% ليست أمريكية، قد أنشأ هذا المؤشر في 5 فيفري 1971 بأساس 100 ومرجح بالأوزان بالقيمة Capitalisation boursi re .

12. مؤشر كولس **Cowles index**: مؤشر كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له. ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.

ب-أهم مؤشرات البورصات العربية: من أهم المؤشرات شائعة الاستخدام ما يلي:

مؤشر سوق عمان المالي الأردن : عام 1992 بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية ، وبدأت فترة الأساس بـ 100 نقطة وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق ، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و 70 شركة عام 2001 .

1- مؤشر بنك أبو ظبي الوطني الإمارات العربية المتحدة: وهو مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق ويضم 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية .

2- مؤشر سوق البحرين المالي: بدأ إنشاء المؤشر عام 1989 وهو يحتسب بطريقة رسملة السوق ومرجح بـ 24 شركة .

3- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية: وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة .

4- المؤشر العام للأوراق المالية المملكة العربية السعودية : وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما SAMA وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي و بلغ عام 2001 عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة .

5- مؤشر مازي المغرب :وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية لكونه مؤشر شاملا للرسملة وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء .

6- مؤشر مسقط الأوراق المالية: وهو مؤشر عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة .

- 7- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر) : تم إطلاق هذا المؤشر عام 1986 بـ 100 نقطة وهو يحتسب على أساس المعادلة الآتية: مؤشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر X مؤشر الأسعار ليوم الأساس / إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر .
- 8- مؤشر بلوم 30 BLOM لبنان: وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار .

10. مؤشر Case 50 لسوق المال في مصر: يشير مؤشر Case 50 إلى مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية المكون من 50 سهماً من أسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية وأحد المؤشرات التي بدأت البورصة المصرية في استخدامها ويتضمن مؤشر Case 50 أفضل 50 شركة تتداول أسهمها في البورصة من حيث السيولة ومستوى النشاط، ويحسب مؤشر Case 50 باستخدام فكرة الترجيح للقيمة الرأسمالية للسوق، حيث تشير القيمة الرأسمالية للسوق إلى مجموع عدد الأسهم المكونة للمؤشر في سعر الإقفال لهذه الأسهم.

10-مؤسسات سوق الأوراق المالية:

تمثل المؤسسات الفاعلة في سوق الأوراق المالية في:

-البنوك التجارية: تعتبر البنوك من المؤسسات المالية الهامة في الاقتصاد الوطني ، نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفري القروض لمن يرغب بها، فهي بذلك تقوم بتجميع المدخرات من الوحدات التي لديها فائض وتقدمها للوحدات ذات العجز.

-مؤسسات ترويج الاكتتاب: وهي مؤسسات مالية تعنى بالاسواق المالية من الاصدار الاولي وحتى التداول في البورصة، وتقوم بإدارة محفظة الاوراق المالية للعملاء والوساطة في التداول و تقديم الخبرات و المشورات للآخرين

-نوادي الاستثمار: وهو اتفاق بين مجموعة من صغار المدخرين الذين يعملون في مؤسسة واحدة على اقتطاع جزء من دخولهم و تجميعها بهدف المضاربة في الاسواق المالية، بحيث عندما ينتهي النادي يمكن أن توزع الاسهم على المشتركين ويصبح لكل فرد محفظة مالية يصعب عليه الحصول عليها دون هذا التنظيم الجماعي

-صناديق الاستثمار: وهي شكل من أشكال شركات الاستثمار التي ظهرت في أوروبا و أمريكا، تهدف إلى تجميع أموال صغار المدخرين للحصول على رأس مال كاف لتوظيفه بشكل اقتصادي في الاسواق المالية.

11- العلاقة بين المؤسسات المالية و الأسواق المالية.

المؤسسات المالية هي عبارة عن وسيط يوجه مدخرات الأفراد وقطاع الأعمال والقطاع الحكومي إلى قروض أو استثمارات، ويمكن أن تُميز بين المؤسسات المالية التالية:

أ - البنوك التجارية: (مصرفية أو بنكية)

هي مؤسسات مالية تقبل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل، تمنح القروض القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل.

وتعتبر البنوك من المؤسسات المالية الهامة للاقتصاد نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفير القروض لمن يرغب بها، فهي بذلك تقوم بتجميع المدخرات من الوحدات التي لديها فائض وتقدمها للوحدات ذات العجز. إضافة إلى هذا الدور التقليدي للبنوك فإنها تؤدي دوراً هاماً في تفعيل أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال القيام بما يلي:

- تقديم المعلومات للمتعاملين في سوق الأوراق المالية كتطورات حركة أسعار الأسهم والسندات .
- توفير من لديهم الخبرة والكفاءة في تكوين المحافظ الاستثمارية للمدخرين الذين لا يستطيعون المضاربة .
- دراسة عناصر المخاطرة في السوق، وبالتالي تقديم النصيحة فيما يتعلق بالخطر الذي يتعرض له السوق.

ب - مؤسسات الإقراض والادخار:

تركز على قبول المدخرات الطويلة الأجل، كمثالاً تمنح القروض الطويلة الأجل للقطاع العائلي وقطاع الأعمال على شكل قروض عقارية مثل: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط **CNEP**.

(*Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance - Banque*)

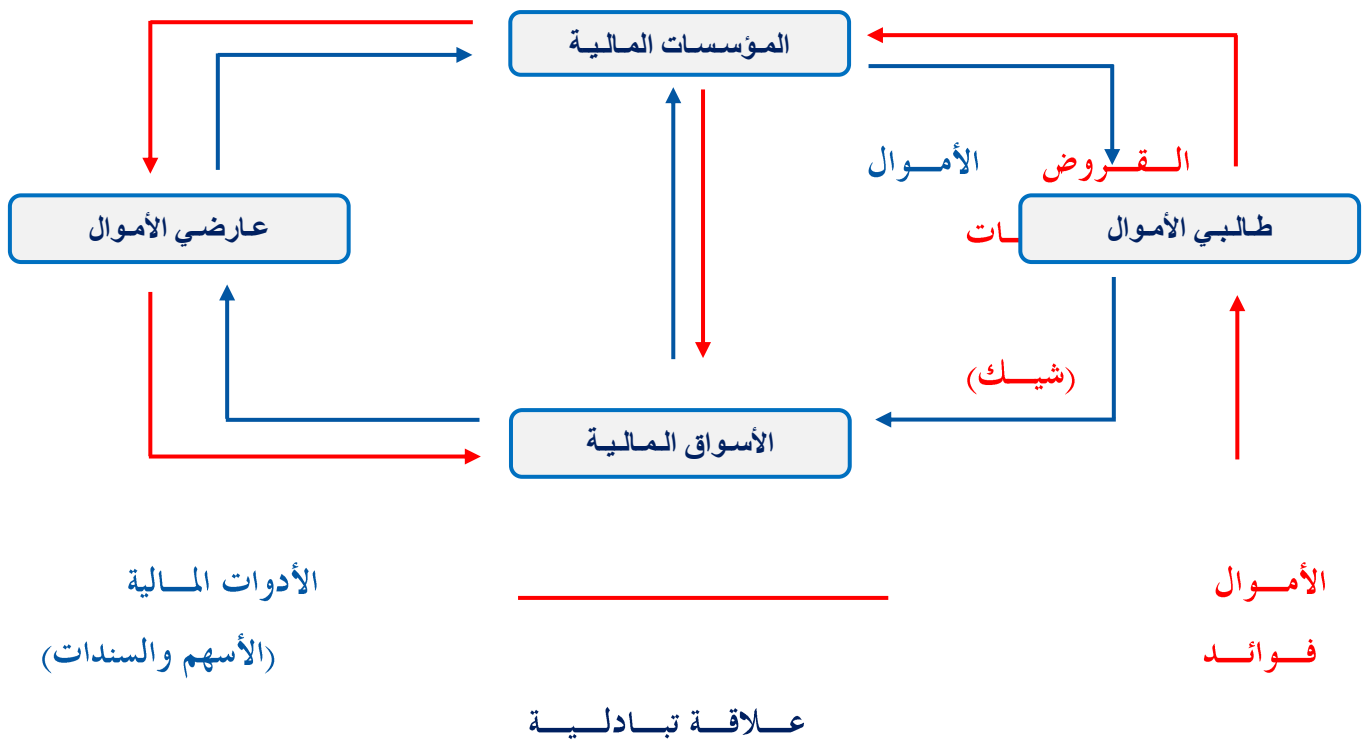
ج - شركات التأمين:

تتعامل هذه الشركات مع الادخارات الفردية فهي تسلم أقساط التأمين وتستثمرها بهدف تغطية المدفوعات النقدية المحتملة لتحقيقها مستقبلاً، كما تقوم بإقراض الأفراد وقطاع الأعمال والحكومات من خلال السوق المالي.

د - بنوك الادخار:

تقبل ودائع التوفير "الادخارية" المرتبطة بفوائدها بفوائد السوق النقدي، وتقوم بإقراض واستثمار الأموال من خلال السوق المالي كما تقوم بتقديم القروض العقارية.

الشكل رقم (2): علاقة الاسواق المالية و المؤسسات المالية



11- أنواع الاستثمار في الأوراق المالية.

أ - الاستثمار المباشرة :

يكون للمستثمر خيار استثمار المباشر لأي ورقة مالية تصدرها شركة أو حكومة، وينقسم الاستثمار المباشر:

- تبعاً للزمن، حيث أن هـ.نـ.ك:

✓ استثم. مارات ل. ه. م. ا. ف. ت. رة استحقاق أقل من س. ن. ن. ة ي. ط. ل. ق. علي. ه. ا. س. م. : أدوات
ال. س. م. ق. ال. ن. ق. م. د. ي.

✓ استثمارات لـ هـ ـ ما فتـ ـ رة استحقاق تفـ ـ وق السنة يطلق عليها ـ ما اسـ ـ م: أدوات سـ ـ وق رأس

المـ ـ الـ ـ

● حسب مصدر التمويل:

أي إذا كانت الأدوات الاستثمارية أدوات دين أو مـ ـ لـ ـ كـ ـ يـ ـ ةـ ـ

كـ ـ ما يمكن تسمية الاستثمار ـ ما استثمار مـ ـ مباشر بالمشتقات المالية، وسميت كذلك كـ ـ ون

قيمة ـ ـ هـ ـ ما تشـ ـ ق من قيم أصل ـ ـ ول مـ ـ مالية أصلية ـ ـ

بـ ـ الاستثمار غير المباشر: تقـ ـ وم شـ ـ ركة استثمارية بـ ـ إدارة حصة ـ ـ المـ ـ سـ ـ ةـ ـ مـ ـ رـ ـ

فـ ـ ي محفظة الصـ ـ دوقـ ـ

المحاضرة رقم 03 : السوق المالي و سوق المشتقات المالية**أولاً: السوق المالي و أدواته**

أدوات السوق المالي عبارة عن الأوراق المالية بأشكالها العديدة ، كالأسهم (العادية والممتازة) والكفالات والسندات وغيرها وتختلف الأوراق المالية بحسب طبيعة السوق ، الذي يحكم عملية إصدارها وتداولها ، والبعض يصنف الأوراق المالية تقليدياً في :

- أوراق سوق النقد : يعد سوق النقد من أدوات الدخل الثابت ، كما تعد الأوراق المتداولة في سوق النقد أوراق مديونية قصيرة الأجل ، ذات قدرة تسويقية عالية ، وسيولة مرتفعة ، كما تمتاز بانخفاض مخاطرها ، لذلك تسمى أحياناً بأشباه النقد بفضل عنصري الأمان والسيولة .
- أوراق سوق رأس المال : تتسم هذه الأوراق بطول أجلها ، وارتفاع عنصر المخاطرة فيها ، ومع ذلك تتميز هذه السوق بدرجة أكبر من التنوع .

1- سوق النقد و أدواته.

- يعد سوق النقد من أدوات الدخل الثابت ، كما تعد الأوراق المتداولة في سوق النقد أوراق مديونية قصيرة الأجل تُسبغ بـ واسطة المؤسسات المالية، الشركات والحكومات، فترة استحقاقها سنة واحدة أو أقل، ابتداءً من تاريخ إصدارها تكون متاحة للبيع وتتميز بدرجة سيولة عالية ومخاطر منخفضة.

1-1- الأنواع الرئيسية لأدوات السوق النقدي:**أ - أذونات الخزنة:**

- هي أكثر الأدوات النقدية تداول والأكثر سيولة حيث تقوم الحكومة بالاقتراض عن طريق إصدار أذونات الخزنة وبيعها للمستثمر بآجال استحقاق مختلفة (90 يوم أو 180 يوم)، ويمكن شراء هذه الأذونات من الميزاد أو من خلال السوق الثانوي عن طريق الوسطاء، وتتمتع بالصفاء المالية:
- ✓ تتمتع بالسيولة المرتفعة أي يسهل بيعها بسهولة والحصول على الأموال بوقت قصير.
 - ✓ إمكانية تداولها بكميات صغيرة مقارنة بأدوات السوق النقدي الأخرى.
 - ✓ لا تتعرض لمخاطر عدم الوفاء وبالتالي يكون عائدها معروفاً لذلك تعتبر استثماراً آتياً عديم المخاطر.

ب - شهادات الإيداع:

- هي ودیعة لأجل صمدارة من قبل البنك لا يمكن سحبهها عند الطلب، يقوم البنك بدفع الفائدة والمبلغ المودع في نهاية المدة المحددة لشهادة الإيداع، وتتمتع بالخصائص التالية:

✓ تتميز بـأهمها قصيرة الأجل "أقل من 12 شهر".

✓ تتميز بالسيولة المرتفعة ودرجة بـيعة عالية إذا كانت فترة استحقاقها أقل من 06

أشهر أمـ إذا زادت فترة الاستحقاق عن 06 أشهر تكون شهادات الإيداع نسبياً ذات درجة بـيعة أقل؛

✓ يمكن بيعها للمستثمر آخر قبل حلول فترة الاستحقاق.

✓ تصدر شهادات الإيداع بـمجموع كبيرة تكون قابلية للتداول.

تصدر الشركات المعروفة التي تكون بحاجة للأموال سندات دين غير مضمونة مباشرة للجمهور بدلاً من الاقتراض من البنوك، تسمى هذه السندات بالأوراق التجارية حيث أن الحد الأعلى لفترة استحقاقها 270 يوم (09 أشهر) وقد تكون فترة استحقاقها شهر أو شهرين، وتتميز بالخصائص التالية:

✓ ذات سيولة عالية.

✓ البيع المباشر على الأوراق التجارية يعتمد على فترة الاستحقاق وتصنيف الجدارة الائتمانية له.

د - القبول بـحالات المصرفية:

تنشأ القبول المصرفية عند إصدار بنك عميل إلى بنك معين لدفع مبلغ من المال في تاريخ لاحق يكون عادة لفترة 06 أشهر وعندها يصمد البنك على أمر الدفع بالموافقة فإنه سيكون مسؤولاً عن الدفع النهائي إلى حامل القبول المصرفي، وتتميز بـمجموع بالخصائص التالية:

✓ تتمتع بالأمان والسيولة.

✓ تتميز بـمجموع الخصم من القيمة الاسمية لأمر الدفع كما هو الحال لأذونات الخزنة.

2- سوق رأس المال و أدواته .

تداول في سوق رأس المال أدوات استثمارية لها فترة استحقاق تفوق السنة، تُميز بين ثلاثة أنواع:

- أدوات العائد الثابت: هي أدوات استثمارية تعطي سلسلة من التدفقات النقدية عبر الزمن. تسمى بأدوات العائد الثابت.

- أدوات سوق الملكية: هي أدوات استثمارية تكون لها مشاكة في ربحية الشركة المستقبلية "استثمارية" تعرف بـأدوات سوق الملكية.

• أدوات الدين: وهي السندات.

أ- أدوات العائد الثابت:

يتم تداول الأوراق المالية في سوق المال طويلة وعائد ثابت، ز. ج. د. م. ن. هـ. أ.:

1 - سندات الخزينة:

هي أهم أساليب الاقتراض التي تلجأ إليها الحكومات في معظم الدول حيث تقترض من الجمهور عن طريق:

- إصدار سندات الخزينة متوسطة الأجل: لا تتجاوز فترة استحقاقها 10 سنوات.
 - إصدار سندات الخزينة طويلة الأجل: تتراوح فترة استحقاقها من 10 إلى 30 سنة.
- من خصائصها:

- ✓ تدفع عليها فوائد نصف سنوية.
- ✓ تتميز بأنها قابلة للاستدعاء خلال فترة زمنية معينة تكون عادة خلال 05 سنوات الأخيرة من عمر السند، وبالتالي يعطي هذا الحق للخزينة بإعادة شراء السند بالقيمة المدفوعة.

2 - سندات الشركات:

هيكل هذه السندات مشابه لسندات الخزينة حيث توزع فوائد سنوية، يتم دفع القيمة الاسمية للسند إلى المستثمرين عند فترة الاستحقاق، إلا أنه يختلف عن السندات الخزينة من حيث درجة المخاطرة، وتنقسم إلى:

- ✓ سندات مضمونة: يتم دعمها بأصول تحمي المستثمرين في حالة إفلاس الجهة المصدرة لها.
- ✓ سندات غير مضمونة: لا يكون هذا النوع مدعوم بأصول أو شروط التي من شأنها أن تزيد من موقف حامليها عند المطالبة بحقوقهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة لها.

3 - سندات الشركات القابلة للتحويل:

تُعطى الخيار بتحويل السندات إلى أسهم الشركة المصدرة لها عند فترة الاستحقاق، وتتميز بالخصائص التالية:

وتتم توزيع الأرباح التي يحصل عليها حاملو الاسهم العادية على شركة نقدية أو على شكل أسهم. م، وهذا ما ك ثلاثة قيم. م للأسهم العادية:

✓ **القيمة الاسمية:** هي القيمة المدونة في وثيقة الأسهم عند إصداره، لذلك تعتبر قيمة نظرية.

للتسجيل حسب رأس المال المدفوع في القيمة المدونة؛

✓ **القيمة السوقية:** هي السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية وتتحدد هذه

القيمة استناداً إلى: حالة الاقتصاد، التوقعات المستقبلية، مدى توفر المعلومات

المستخدمة للمستثمرين في البورصة؛

✓ **القيمة الدفترية:** تعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون لتمويل استثمارات الشركة مقابل

كل سهم من أسهم الشركة وتساوي حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم. م

العادية القائمة.

وتُحسب القيمة الدفترية من المعادلة الآتية :

حقوق الملكية

القيمة	الدفترية	للسهم
=		
.....		
.....		
.....		

عدد الأسهم المصدرة

وتشمل حقوق الملكية : رأس المال المدفوع ، والاحتياطيات ، والأرباح المحجوزة .

✓ **قيمة التصفية (أو التصفوية) :** وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة ،

وسداد الالتزامات التي عليها ، وكذلك سداد حقوق حملة الأسهم الممتازة .

وتحتسب قيمة التصفية للسهم من المعادلة الآتية :

الموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة

قيمة	التصفية	للسهم
=		
.....		
.....		

عدد الأسهم العادية

مثال : إذا كانت موجودات شركة ما (3) ملايين دينار ، والتزاماتها مليون دينار ، وعدد الأسهم العادية (200000)

سهم ، والقيمة الإسمية للسهم الواحد (10) دنانير .

المطلوب : احسب القيمة التصفية للسهم .

$$1000000 - 3000000$$

قيمة التصفية للسهم =

$$10 \text{ دنانير قيمة السهم الواحد} =$$

$$200000$$

✓ قيمة السهم حسب العائد : وهي القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه

العائد ، ويطمح بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله ، وتحسب بالمعادلة الآتية :

القيمة الإسمية للسهم × نسبة التوزيع المعلنة

قيمة السهم حسب العائد =

معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

مثال : على فرض أن إحدى الشركات توزع أرباحاً على حملة أسهمها بنسبة (25%) ، وأراد أحد المستثمرين شراء

هذا السهم ، وطلب عائداً مقداره (9%) على أمواله ، فإذا كانت القيمة الإسمية لسهم هذه الشركة ديناراً واحداً .

المطلوب : حساب القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على هذا السهم .

$$0,25 \times 1$$

	العايد	حسب	السهم	قيمة
=				
.				
دينار = 2,77				
	0,09			

و هي قيمة السهم الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه .

وبناء على قيمة السهم المحسوبة ، وسعر السهم في السوق ، يكون قرار المستثمر ، إما شراء هذا السهم أو عدم شرائه ، فإذا كان سعره السوقي أقل من (2,77) دينار أو يساويه ، يقوم بشرائه ، والعكس صحيح .

أ- مميزات الأسهم العادية و سلباتها:

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من المميزات :

1. لا تشكل الأسهم العادية التزاماً مالياً على الشركة ، فإذا حققت الشركة الأرباح تقوم بتوزيع نسبة معينة على المساهمين ، إلا أن عدم تحقيق الأرباح لا يلزم الشركة بدفع أية عوائد على المساهمين ، على عكس السندات .
 2. لا يوجد للأسهم تاريخ استحقاق معين ، ومن ثم لا تلتزم الشركة بتخصيص مبالغ إطفاء ، كما تفعل السندات التي لها تاريخ استحقاق معين .
 3. تعد الأسهم عامل أمان وضمنان للدائنين ، ومن ثم تستطيع الشركة الاقتراض إذا لزم الأمر .
 4. سهولة التعامل بالأسهم من حيث البيع والشراء ، كما يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة .
 5. تستطيع الشركة الناجحة بيع أسهم جديدة ، وتقاضي ما يسمى بعلاوة الاصدار ، وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية .
- أما سلبيات الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة لها :

ترى الشركة المصدرة للأسهم ، إن هذه الأسهم لها بعض المساوئ ، من أهمها :

1. احتمال فقدان السيطرة على ادارة الشركة ، بسبب التبادل السريع للأسهم ، حيث تستطيع أي جهة شراء الأسهم المتداولة ، ومن ثم ممارسة الضغوط على الادارة الحالية ، وهذا العامل يعد خطيراً لاسيما في الشركات صغيرة الحجم .
 2. لا تؤدي الأسهم الى وفرة في الضرائب ، بسبب عدم فرض الضريبة على الأرباح الموزعة على المساهمين .
- تكاليف اصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات .

2 - الأسهم الممتازة:

هي أحد مصادر التمويل طويلة الأجل تتميز بقيمة اسمية تُعطي لـ ح. ا. م. هـ. ا. ح. ص. ة من توزيعات الأرباح تكون ثابتة ومنتظمة. يجب دفعها قبل توزيعات الأسهم العادية، وتتمثل بـ الأسهم العادية والمهمة لزيادة كـ و ن كـ لـ يـ هـ مـ ا. يـ مـ ثـ لـ أداة الملكية إلا أنهما تختلفان في مـ ا. يـ لـ يـ :

- ✓ يعطى صاحب السهم الممتاز الأولوية في السداد عند تصفية الشركة.
- ✓ يستحق حملة الأسهم الممتدة حصة نصيبهم من الأرباح المقدرة قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية.
- ✓ تعتبر الأسهم الممتدة أقل مخاطرة للمستثمرين من الأسهم العادية.
- ✓ عدم مشاركة حملة الأسهم الممتدة في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة.

أ - أنواع الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممثلة بأداة مجمعة الأرباح:
إن الأرباح غير الموزعة على حملة الأسهم الممتازة في سنة معينة سواء بسبب عجز الشركة عن دفع الأرباح أو عدم إعلانها عن التوزيعات لأي سبب كان، في مثل هذه الحالة لا بد على الشركة أن تدفع يوم بتدوير الأرباح المجمعة (غير الموزعة) من سنة إلى أخرى حيث يتحصل صاحبو الأسهم الممتازة على نصيبهم بخلاف حملة الأسهم العادية الذي يسقط حقهم في المطالبة بأرباح هتمة التوزيعات.
 - الأسهم الممثلة بأداة قابلة للتحويل:
تمتع الأسهم الممتازة بقابلية تحويلها إلى أسهم عادية حيث يتيح لحامله فرصة تحويله لأسهم عادية عندئذ يرفع السعر السوقي للسهم العادي مما يدفع له مكاسب رأس مالية.
 - الأسهم الممثلة بأداة قابلة للاسترداد (قابلة للإرجاع):
يوجب هذا النوع تستطيع الشركة أن تلزم صاحب أو حامل السهم الممتاز بإعادته إلى الشركة بعد فترة زمنية معينة من تاريخ إصداره ويكون ذلك عادة بهدف تقليص مساهمات حملة الأسهم الممتازة.
- الجدول رقم (6): توزيع الأرباح على حملة الأسهم.**

أ. ز. - و. ع	قرار الشركة بتوزيع أرباح ح. أ	قرار الشركة بعدم توزيع أرباح ح. أ
الأس. ح. م		

الأسمه .م المتمه .مازة	يحصلون المساهمين على نسبة من الأرباح الموزعة بقدر مساهمتهم في الشركة.	لهم .م الحق في الحصه .ول على نسبة معينة من أرباح الشركة.
الأسمه .م العه .ماديه	يحصلون المساهمين على نسبة من الأرباح الموزعة بقدر مساهمتهم في الشركة.	ليس لهم الحق في الحصه .ول على نسبة معينة من أرباح الشركة.

1 - كيفية حساب الربح المجموع:

في سنة (N) استثمرت شركة 150 مليون دينار، حققت ربح قدره 100 مليون دينار، وعند اتخاذها قرار بعدم توزيع الربح فتقوم بإعادة استثماره، حيث تستثمر في السنة (N+1) مبلغ $150 + 100 = 250$ مليون دينار، فتحقق ربح قدره 120 مليون دينار وتتخذ قرار بعدم توزيعه.

فيصبح مبلغ الأرباح المجمعة: $100 + 120 = 220$ مليون دينار.

أ- مميزات الأسهم الممتازة و سلبياتها :

أولاً: المميزات:

من أهم مميزات الأسهم الممتازة ما يأتي :

1. تضمن الأسهم الممتازة لحاملها دخلاً شبه ثابت وأكثر استقراراً من دخل الأسهم العادية .
2. حملة الأسهم الممتازة الأولوية في استلام الأرباح والحصول على استثماراتهم في حال تصفية الشركة ، وتأتي هذه الأولوية قبل حملة الأسهم العادية .

ثانياً: عيوب الأسهم الممتازة :

من أهم العيوب ما يأتي :

1. إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون للمخاطر في الوقت الذي يتسلمون أرباحاً محدودة لا تتناسب مع مستوى المخاطر .
2. تميل أسعار الأسهم الممتازة الى التذبذب أكثر بكثير من أسعار السندات .
3. لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التدخل في شؤون الشركة أو الانتخاب .

الجدول رقم (7): الفروقات بين أنواع الأسهم.

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	الفروقات
المشاركة في الملكية	المشاركة في الملكية	ملكية الشركة
التصويت ممنوع	التصويت مسموح	المشاركة في التصويت
قيمة في الأرباح	قيمة في الأرباح	سعر الأمان

العوائد (الأرباح)	قيمتها غير ثابتة	قيمة ثابتة
قيمة الاستحقاق	متغيرة	ثابتة

3- العوامل المحددة لأسعار الأسهم.

لا شك أن سعر الأسهم يتحدد في سوق الأوراق المالية وفقاً لعوامل و متغيرات عديدة، لعل من أهمها: عوامل إقتصادية و أخرى مالية.

أما الأولى فتتربط بنشاط المؤسسة و مدى نجاحها و إزدهارها، و ما ينتج عن ذلك من إرتفاع في الأرباح و هو ما يجلب المساهمين و الأفراد إلى إقتناء كميات كبيرة من هذه الأسهم، و بطبيعة الحال فإن إرتفاع الطلب يؤدي لا محالة إلى إرتفاع أسعار الأسهم، و العكس صحيح، حيث أن تدهور نشاط المؤسسة يؤدي إلى إنخفاض دخلها و أرباحها، الأمر الذي يؤدي إلى إعرض المتعاملين عن شراء أسهمها و بالتالي إنخفاض أسعارها في سوق الأوراق المالية.

أما العوامل المالية "فتتأثر بقانوني العرض و الطلب في سوق الأوراق المالية، فكلما إرتفعت كمية رؤوس الأموال المعروضة للتداول كلما تحسنت أسعار الأسهم و إتجهت نحو الصعود، و كلما قلت هذه الكمية كلما إنخفضت أسعارها.")

ب- أدوات الدين (السندات):

هي أدوات دين طويلة الأجل يوافق بموجبها المقرض على سداد دفعات من الفائدة إلى حامل السند بتاريخ محدد بموجب العقد، وبالتالي فهو يمثل دين على الجهة التي أصدرتها، أمّا حامل السند فيعتبر دائناً لتلك الجهة وله حق استرداد قيمته في الموعد المحدد لاستحقاق السداد، كما أن له أولاًوية الحصص على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.

1 - بعض المفاهيم:

أ - القيمة الاسمية:

هي القيمة المعلنة أو المحدد عند إصدار السند وهي ثابتة لا تتغير، وتمثل مقدار المبلغ الذي افترضته المؤسسة لـ كـ لـ سـ نـ د وتتعهد بإعادته بتاريخ الاستحقاق.

ب - القيمة السوقية:

هي سعر السند في السوق المالي وبالتالي قد يكون أقل أو أكبر من القيمة الاسمية بسبب عدة عوامل: الـ اـ تـ ضـ خـ م، سـ عـ رـ الـ صـ رـ ف، الـ عـ رـ ضـ والـ طـ لـ ب ...

ج - تاريخ الاستحقاق:

هو تاريخ الذي يوجب استرداد القيمة الاسمية للسند.

د-معدل الفائدة على السندات:

هو مقدار الفائدة الذي يعبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند مثل:

أصدرت شركة سند بقيمة 1.000 دج تدفع له الشركة فائدة نصف سنوية بـ 40 دج أي بفائدة سنوية بـ 80 دج، وعليه يمكن حساب معدل الفائدة على السند بالعلاقة التالية: $1.000 \div 80 = 0.08 = 8\%$

2- الخصائص الرئيسية للسند:

يمكن تلخيص خصائص السند الذي يصدر عن شركة مساهمة بما يأتي :

1. السند أداة دين : يرتب السند لحاملة على الشركة المصدرة حق دائنيه ، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية ، لذا يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة ، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية .
2. السند أداة استثمار ثابتة الدخل : يعد السند من ادوات الاستثمار ثابتة الدخل ، لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة ، وتبعاً لنسبة توزيع الأرباح ، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز .
3. محدودية الأجل : يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله ، وينص على الأجل صراحة في عقد الاصدار ، هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل ، ويعد أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند ، وكذلك سعره السوقي .
4. القابلية للتداول : يشبه السند السهم في هذه الخاصية ، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي .

3 - أنواع السندات: ونميز بين عدة أنواع من السندات :

أ - السندات القابلة للاستدعاء:

تتمتع بعض عقود إصدار السندات على حق استدعائها ويعطي هذا الشركة الحق في إعادة شراء هذه السندات من حامليها بسعر محدد قبل تاريخ الاستحقاق ويكون عادة سعر الاستدعاء أعلى من القيمة الاسمية للسند.

ب - السندات المضمونة:

تكون هذه السندات مغطاة برهن على أصول معينة عادة ما تكون عقارات بحيث يجب أن تكون القيمة السوقية للعقار المرهون أعلى من قيمة الإصدار، في حالة تصفية الشركة. رتبة سداد قيمة السندات من تصفية الأصول المرهونة.

ج. - السندات غير المضمونة:

يعتمد هذا النوع من السندات على القوة الإلزامية (الإيرادات) للشركة كضمان لعمائدها، في حالة إفلاس أو تصفية الشركة. يدرج حملة هذه السندات مع فئة المقرضين الخاصين بالشركة ويوجد عادة في بنية إصدار هذه السندات بعض الحماية للاحكام عليها.

د - سندات ذات الفائدة العائمة:

هذه السندات تحمل سعر فائدة متحرك صاعد أو نزولاً مع تحركات سعر الفائدة في السوق، وبالتالي فهي لا تُحدد معدل الفائدة الاسمي الثابت على السند وإنما تربطها بمعدل الفائدة في السوق النقدي.

4- مميزات السندات و سلباتها :

يتمتع حاملو السندات بالمميزات الآتية :

1. المخاطرة : يعد السند من أقل الاستثمارات مخاطرة ، وذلك لأن حامله يتمتع بحق الأولوية في استرجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة .

2. الدخل : يحصل حامل السند على دخل ثابت ، ومستقر وفي أوقات محددة ، لأن الفوائد المدفوعة لحملة الأسهم لا تتأثر بتحقيق الأرباح ، أو عدم تحقيقها بالنسبة للشركة مصدرة هذه السندات ، ومن ثم تعد تلك الأرباح دخلاً ثابتاً لحامل السند بغض النظر عن إيرادات الشركة .

أما سلبات السندات بالنسبة لحاملها نجد:

. لا يحق لحامل السند التصويت ، أو التدخل في شؤون الإدارة للشركة ، إلا في حالة الإفلاس .

. الدخل الثابت الذي يحصل عليه حامل السند يتأثر بالتضخم ، مما يؤدي الى التقليل من القدرة الشرائية لتلك النقود .

5- العوامل المحددة لأسعار السندات:

يتحدد سعر السند في البورصة وفقاً لأسعار الفائدة السائدة في السوق، والعلاقة بينهما علاقة عكسية محضة، فارتفاع أسعار الفائدة في السوق النقدي يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات والعكس صحيح.

و كمثال على ذلك تقوم شركة ما بإصدار سند، قيمته الاسمية تساوي 100 دج، بمعدل فائدة سنوي يعادل 4 % أي أن مالك السند سيحصل سنوياً على مبلغ 4 دج كفائدة طول مدة السند، مهما تغيرت أسعار الفائدة في السوق، ففي حالة

إنخفاضها إلى 2% مثلاً فهذا ما يستلزم توظيف 200 دج في البنك بدلاً عن 100 دج للحصول على نفس العائد أي 4 دج، وهذا ما يعني ارتفاع قيمة السند و بالتالي ارتفاع سعره.

و بالطبع يحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، إلى 8% بدلاً من 4% .

و في هذه الحالة يكفي للمستثمر أن يوظف 50 دج عوض عن 100 دج، ليحصل على نفس العائد أي 4 دج، بمعنى أن 100 دج السابقة ستعود عليه لو وظيفها في البنك بـ 8 دج، وهذا يعني انخفاض قيمة السند و بالتالي انخفاض سعره، و بالتالي فإن معدل الفائدة السائد في السوق، هو المؤشر الفعلي لحركة أسعار السندات.

سؤال ما الفرق بين الأسهم والسندات ؟

* أوجه التشابه:

كلاهما أداة من أدوات سوق رأس المال طويلة الأجل.

فترة استحقاقها أكثر من سنة.

تباع بواسطة: المؤسسات، الشركات، الحكومات....

تتمتع بالأوراق المالية.

تمتيز بملاءة كبيرة ودرجة مخاطر عالية.

الجدول رقم (8): أوجه الاختلاف بين الأسهم و السندات.

مميزات الأوراق المالية	حامل الأسهم	حامل السندات
من حيث ما يتحصل عليه	يتحصل على عائد حسب مردودية المؤسسة	يتحصل على فوائد ليس لها علاقة بمردودية المؤسسة
من حيث القرارات السياسية	يشترك في القرارات السياسية للشركة	لا يشترك في القرارات السياسية للشركة
من حيث النتيجة المحققة	النتيجة المحققة	النتيجة المحققة
من حيث المشاركة في ربحية الشركة	يكون له المشاركة في ربحية الشركة الاستثمارية	لا يكون له المشاركة في ربحية الشركة الاستثمارية

سؤال: ما الفرق بين أدوات السوق النقدي وأدوات سوق رأس المال ؟

الجدول رقم(9): الفرق بين أدوات السوق النقدي و السوق المالي.

أدوات سوق رأس المال Capital Market	أدوات سوق النقدي Money Market
<ul style="list-style-type: none"> – هي أدوات طويلة الأجل. – تَباع بواسطة المؤسسات المالية، الشركات، الحكومات. – فترة استحقاقها سنة واحدة أو أقل. – ابتداءً من تاريخ إصدارها تكون متاحة للبيع. – تتميز بدرجة سيولة عالية ومخاطر منخفضة. 	<ul style="list-style-type: none"> – هي أدوات قصيرة الأجل. – تَباع بواسطة المؤسسات المالية، الشركات، الحكومات. – فترة استحقاقها سنة واحدة أو أقل. – ابتداءً من تاريخ إصدارها تكون متاحة للبيع. – تتميز بدرجة سيولة عالية ومخاطر منخفضة.

ثانياً: سوق المشتقات المالية

1- ماهية المشتقات المالية:

1-1-تعريف المشتق المالي: تعرف بأنه أدوات مالية مشتقة ليس لها قيمة في حد ذاتها وإنما تستمد قيمتها

من أصل محل العقد، فقد تكون هذه الأصول:

✓ أصل حقيقي مثل: المعادن، المذرة، مجلات الزراعة.

✓ أو أصل - بول م - مالية مثل: الأسهم، السندات.

وتعتبر المشتقات المالية أدوات تدرج خارج الميزانية.

1-2- أسواق المشتقات المالية:

✓ أسواق منظمة (البورصة): وهو السوق الثانوي المعروف سابقا.

✓ أسواق غير منظمة: حيث تجرى في بيوت السمسرة وتجري فيها المعاملات على المنضدة.

1-3- خصائص أسواق المشتقات المالية:

- هي أسواق عقود وفي العقد يوجد طرفين.
- يتضمن العقد مجموعة من العناصر: تحديد التعاقد، تحديد السعر، تحديد الكمية، تحديد النوع الأصل محل التعاقد. تحديد الزمن الذي يسري عليه العقد.

1-4- أهداف الاستثمار في المشتقات المالية:

- المضاربة: هي عملية جني الأرباح عن طريق الاستفادة من مزايا المعرفة المالي من خلال المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية.
- التحوط: التحوط ضد احتمالات التذبذب في أسعار الأسهم. أسواق المالية.

1-5- المتعاملون في أسواق المشتقات المالية:

- المضاربون: لا يملكون الأصل محل التعاقد ولا يرغبون في امتلاكه، الدافع من تعاملاتهم هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح.
- المراجحةون: هم الأشخاص الذين يقومون بعملية المراجعة أي يشترون الأصل بسعر منخفض في السوق A ويبيعونه في نفس الوقت بسعر أعلى في السوق B وبذلك يحققون أرباحاً.
- المتحوطون: هم الأشخاص الملتزمين الذين يتعرضون لسمخاطر التغيرات السعرية للأصول محل التعاقد، ويهدفون بتغطيتها إما بإمساك بتخفيضها أو بتجنبها.

1-6- مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

إن التعامل في أدوات المشتقات المالية يهدف إلى الحد من مخاطر تقلبات معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع إلا أن طبيعة تلك الأدوات يجعلها عرضة للعديد من المخاطر التي تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة ويمكن ذكر هذه المخاطر في:

1-المخاطر السوقية: Market Risk

تتعلق أساسا بالتقلبات الغير متوقعة في اسعار عقود المشتقات و التي ترجع الى تقلبات اسعار الاصول محل التعاقد الى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية فقد تصل الاصول المتعاقد عليها الى حدها الادنى يوم التسوية الذي قد ي شهد تقلبات حادة مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها تسوية الصفقة.

2-المخاطر الائتمانية: Credit Risk

هي المخاطر الناجمة عن عدم وفاء احد اطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد و يعتبر هذا النوع الاكثر انتشارا في البورصات الغير منظمة.

3-المخاطر التنظيمية:

يرتبط هذا النوع من المخاطر بالخسائر الناجمة عن غياب توثيق العقد و غياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن القصور المنظم في ابرام العقد و تنفيذه او تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية.

4-المخاطر الرقابية او مخاطر التشغيل:

هي تلك المتعلقة بضعف نظم الاشراف و الرقابة الداخلية على العاملين في البنوك و غيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات و كذا المخاطر الناجمة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

5-المخاطر القانونية: Legal Risk

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد او ترتيبات التصفية ذات الصلة.

6-مخاطر الرفع المالي:

من بين مخاطر الادوات المشتقة الرفع المالي فمثلا نجد المستثمر يودع 10 بالمئة من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها و يمكن ان يربح أو يخسر عشر مرات أكبر لو انه اشترى او باع الاصل محل التعاقد .

1-7- أهم الانتقادات الموجهة للتعامل بالمشتقات المالية:

✓ ليس له قيمة اقتصادية.

✓ أسواق المشتقات هي أسواق للمضاربة.

✓ سهاهم في خلق العديد من الأزمات وإفلاس الكثير من المؤسسات بسبب غياب الرقابة على تداول

المشتقات وعدم معرفة من يمتلكها.

✓ أجمع فقهاء المسلمين بحرمة تداول جميع أنواع المشتقات.

ثانياً - أنواع المشتقات المالية:

أ - عقود الخيار Ava-Options:

هو اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري وحامل الخيار وآخر بائع، بموجب هذا الاتفاق يحقق للطرف المشتري إذا ما رخص بأن يشتري من محرر الخيار هذا العقد بسعر معين أو بسعر الأصل محال. التعاقد "أسهم، سندات، منتجات صناعية" بسعر معين ويسمى هذا السعر بسعر التنفيذ **Strike** بتاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريري. إن العقد يسمى هذا التاريخ بتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

ب-أنواع الخيار:

• خيار الشراء Call Option:

هو عقد بين طرفين مشتري الخيار وهو الشخص الذي يملك الحق في شراء أصل معين (إذا ما رغب من الطرف الآخر البائع أو محرر الخيار) وذلك بتاريخ مستقبلي محدد أو خلال فترة زمنية معينة بسعر محدد عند التعاقد وذلك مقابل حصول المحرر على مبلغ من المشتري يسمى بالعلوذة وينفذ المشتري الخيار هذا العقد ويشترى الأصل محل التعاقد من محرر الخيار إذا ارتفع السعر المستقبلي للأصل عن السعر التنفيذي محدد في العقد.

• خيار البيع Put Option:

هو عقد بين طرفين مشتري الخيار وهو الشخص الذي يملك الحق في بيع أصل معين (إذا ما رغب من الطرف الآخر البائع أو محرر الخيار) وذلك بتاريخ مستقبلي محدد أو خلال فترة زمنية معينة بسعر محدد عند التعاقد وذلك مقابل حصول بائع الخيار أو محرر الخيار على مبلغ من المشتري مقابل هذا الحق يسمى بالعلوذة أو سعر الخيار وبهذا المفهوم يكون محرر الخيار ملزم بأن يشتري الأصل محل التعاقد حسب شروط العقد وبسعر التنفيذ في حال ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد وينفذ المشتري الخيار هذا العقد ويبيع الأصل محل التعاقد إلى محرر الخيار إذا انخفض السعر المستقبلي للأصل عن السعر التنفيذي محدد في العقد.

ب - العقود الآجلة:

هو اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري وآخر بائع يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من الأصل بتاريخ في المستقبل في مكان محدد بسعر محدد يتفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد.

تتضمن العقود الآجلة مخاطر العجز عن الوفاء (عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته) فقد الأج.ل.ل.ن. ينفذ كم.ا. هو مخطط ل.ه. إذا م.ا. عجز المشتري عن استلام أو تدبير النقد.ود أو إذا عجز الب.ائع عن تسليم العقد محل التعا.اق.د.

تُح.ق. قيمة العقد الآج.ل.ل. في ت.ا.ريخ انته.ا. صلاحية العقد حيث لا ت.وجد مدفوعات عند بداية العقد وت.وجد نقد.ود يتم تحويلها.ا. من طرف إلى آخر.ر قبل انته.ا. صلاحية التعا.ق.د.

ويمكن تحديد خصائص هذه العقود من خلال:

1. في العقود الآجلة البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد ، ولذلك فانهما يمتلكان حرية التصرف ، وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة ، وهكذا يبرز في هذه العقود المرونة المتاحة لأطراف العقد .
2. العقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية ، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج الى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له .
3. تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان ، أو مخاطر العجز (عدم الوفاء) وهي المخاطر الناجمة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته ، فالعقد لن ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن تدبير النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل ، أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد .
4. يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وبين سعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين .
5. تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد ، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف لآخر قبل انتهاء صلاحية العقد .
6. إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ ، فإن المشتري يحقق المكاسب بينما يحقق البائع الخسائر ، وذلك لأن الأصل في هذه الحالة سوف يباع بأقل من قيمته الجارية ، بينما إذا هبط السعر الى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع ، وذلك لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية .

ج - العقود المُستقبلية:

تعرف على أنه.ا. عقد.ود تَعط.ي الحق في ش.راء أو بيع كمية من أصل.ل. معين بسعر محدد مسبق.ا. ب.ت.ا.ريخ التعا.اق.د على أن يتم التسليم.م في ت.ا.ريخ لاحق في المستقبل.

ي.ل.ل.ت.زم كل من الطرفين "الب.ائع والمشتري" بإيداع نسبة من العقد لدى السمس.ار ل.غرض ح.ماية كل منهم.ا. من مش.اكل ومخاطر عدم مقدرة الطرف الآخر.ر بالوف.اء بالتزاماته يسم.ى هذا المبلغ

هــامش التـأمين غـالباً مـما يتـراوح بين 05% و 15% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استدلاله عند تصفية العقد.

ويوجد اختلافان أساسيان بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، هما:

الأول: تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل، وذلك لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية، وتتمتع العقود المستقبلية بشروط وخواص نمطية، مثل جودة وكمية الأصل محل العقد، وتاريخ انتهاء صلاحية العقد، وهذه النمطية تسمح لهذه العقود بأن تتداول في الأسواق الثانوية (البورصات) مثلها مثل الأسهم العادية.

الثاني: تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان، أو مخاطر عجز عن الوفاء بالتزامات أقل، وذلك مقارنة بالعقود الآجلة، ويرجع ذلك إلى أن العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى (هامش المبدئي)، كضمان وإبداء لحسن النية، لدى السماسرة الذين يقومون بدورهم بإيداع هذا الهامش الذي يكون عادة بين (3% - 6%) من قيمة العقد، لدى غرفة المقاصة.

أ- أهداف الاستثمار في العقود المستقبلية:

1- المضاربة: يأتي استخدام المستثمر للعقود المستقبلية من أجل المضاربة عندما تكون له القدرة على التنبؤ بالأسعار المستقبلية لا صل معين فمثلا اذا كان يتوقع ارتفاع سعر سهم شركة ما مستقبلا فانه يستطيع المضاربة استنادا على هذه التوقعات عن طريق شراء عقود مستقبلية لذلك الاصل.

2- التحوط: عندما يتصرف المستثمر كمتحوط تجاه تقلبات الاسعار فإنه سيحول دون مخاطر التغير في الاسعار عن طريق اتخاذ مركز لعقود مستقبلية متعارض و معاكس لمركز قائم للأصل موضوع العقد المستقبلي.

ب- أنواع العقود المستقبلية:

1- العقود المستقبلية السلعية:

هي عقود مستقبلية على سلع نمطية حقيقية مثل المحاصيل الزراعية او الموارد الطبيعية كالذهب او الفضة (المعادن) او مواد الطاقة (نفط او غاز) او سلع اخرى مثل الاسمدة و المطاط والزجاج.

2- العقود المستقبلية المالية:

تتضمن العقود المستقبلية على العملات كالدولار الأمريكي و الأورو الين اضافة الى العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم.

3- العقود المستقبلية لأسعار الفائدة:

تتضمن عقود مستقبلية على أذونات الخزانة و سندات الخزينة و ودائع الأورو دولار.

4- العقود المستقبلية للأسهم الفردية:

تستخدم هذه العقود أساساً من قبل المضاربين و يتم تداولها إلكترونياً في الأسواق المنظمة فإذا توقع المضارب ارتفاعاً في سعر سهم معين فإنه يتخذ مركزاً طويلاً أي يقوم بشراء هذا السهم بعقد مستقبلي بينما يقوم ببيع العقود المستقبلية على السهم إذا توقع انخفاضاً في سعر السهم و يحقق المضارب أرباحاً إذا تحققت توقعاته و يتحمل خسائر في حالة عدم حدوثها.

د - المبادلات أو المقايضات Swaps:

هي اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية معينة وفق ما لصيغة مرتبة، ففي مبادلات العملة دولارات مثلاً يرغب الطرف A بمبادلة الدولار باليورو إلى الطرف B، في المقابل يرغب الطرف B بمبادلة اليورو الذي بحوزته إلى الطرف A، وكنتيجة لذلك فإن اتفاق الطرفين يدخلهم في عقد مبادلة العملة.

ثالثاً : العقارات

- تأتي المتاجرة بالعقارات بالمركز الثاني بعد الأوراق المالية في عالم الاستثمار ، حيث يتم الاستثمار فيها بشكلين :
1. شكل مباشر : عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان ، أراض) .
 2. أو بشكل غير مباشر : عندما يقوم مستثمر بسند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلاً ، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية . وتصدر مثل هذه المؤسسات أوراقاً مالية غالباً ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لتمويل مبان أو شراء العقارات .
- ويواجه الاستثمار في العقار اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي ، أو السوق الأجنبي ، وقد تأسست في معظم الدول بنوك عقارية متخصصة في منح القروض العقارية ، كما تأسست فيها أيضاً مجموعة من الشركات الاستثمارية المتخصصة بالعقارات .

رابعاً: أدوات الخزينة

تعد أدوات الخزينة من أدوات سوق النقد ، وهي أبسط أشكال الدين ، حيث تعمل الحكومة على الاقتراض بصورة غير مباشرة ، من خلال إصدار وبيع صكوك للجمهور ، بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية التي تستحق في مدة لا تتعدى عاماً واحداً . وعند حلول أجلها يحصل حاملها على القيمة الاسمية ، ومن ثم يحقق عائداً يتمثل بالفرق بين القيمة الاسمية وسعر الشراء ، أي :

$$\text{عائد أدوات الخزينة} = \text{القيمة الاسمية} - \text{سعر الشراء}$$

وفي العادة تتراوح آجال أذونات الخزينة بين شهر واحد وثلاثة أشهر ، أو ستة أشهر ، أو عام على الأكثر ، وتمثل أذونات الخزينة جزءاً كبيراً من سوق النقد كما تقدم . ومن أجل توضيح الصورة أكثر ، نعرض المثال الآتي :

يشترى أحد المستثمرين أذن خزينة بقيمة (4900) دولار عند قيمة اسمية (5000) دولار ، وتلتزم الحكومة برد القيمة الاسمية بعد ثلاثة أشهر ، ومن ثم يحسب معدل العائد على هذه الأداة الاستثمارية بالشكل الآتي :

$$\text{العائد} = \text{القيمة الاسمية} - \text{السعر} \quad (\text{سعر الشراء})$$

$$100 = 4900 - 5000 =$$

$$\text{معدل العائد} = \frac{\text{العائد}}{\text{السعر}}$$

$$= 100 \div 4900 = 2,04\% \quad (\text{لفترة استثمار قدرها ثلاثة أشهر})$$

خامساً : السلع

تتمتع بعض السلع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها أداة صالحة للاستثمار لدرجة أن أسواقاً متخصصة (بورصات) قد تكونت للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية ، لذا أصبحنا نسمع مثلاً عن وجود بورصة للقطن في مصر أو في نيويورك ، وبورصة للذهب في لندن ، وبورصة للبن في البرازيل ، وبورصة للشاي في سيلان . . . الخ

ويتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم (العقود المستقبلية) : وهي عقد بيع بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار غالباً ما يكون مكتب سمسة ، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليمه كمية معينة من سلعة معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد . وتشبه المتاجرة بالسلع ، المتاجرة بالأوراق المالية في كثير من الوجوه ، كذلك يتمتع الاستثمار في السلع بدرجة عالية من السيولة كالاستثمار في الأوراق المالية ، كما أن أسعار كل منها تكون معلنة في السوق ولا تخضع لأية مساومة ، كما يحدث في مجالات الاستثمار الأخرى

عموماً وحتى تتوافر لسلعة معينة سوقاً متخصصة ، لابد من توافر حد أدنى من الشروط نلخصها بما يأتي :

1. أن تكون السلع متجانسة .
2. أن تكون قابلة للترتيب أو التصنيف في درجات ، مثل قطن باب أول ، وقطن باب ثاني ، وذهب عيار 21 ، وذهب عيار 24 ، . . . الخ .
3. أن تسود سوق السلعة منافسة كاملة تحد من نشوء الاحتكار .
4. أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية (الخام) ، أو نصف المصنعة ، فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية ، كسبائك الذهب والفضة ، والسكر ، والنفط .

سادساً : العملات الأجنبية

تحتل أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر ، حيث تنتشر هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم مثل : لندن ، باريس ، فرانكفورت ، طوكيو ، ونيويورك ، وغيرها .

ويتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بعنصرين :

العنصر الأول : حساسيته المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية ، مما يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار فيه ، ولعل من أهم أنواع المخاطرة التي يتعرض لها : مخاطر أسعار الفائدة ، مخاطر السيولة ، مخاطر تخفيض سعر صرف العملة .
العنصر الثاني : إنه سوق يفتقر الى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية ، بل يتم التعامل فيه بواسطة أدوات الاتصال الحديثة .

وتتأثر أسعار العملات الأجنبية بمجموعة من العوامل ، يمكن تصنيفها الى مجموعتين :

1. العوامل الاقتصادية والسياسية (الظروف الاقتصادية ، وضع ميزان المدفوعات ، الاستيراد والتصدير ، القروض الدولية ، الأحداث السياسية ، التضخم والانكماش الاقتصادي ، . . . الخ)
2. العوامل الفنية (ظروف السوق النقدي ، عرض العملات والطلب عليها ، . . . الخ) .

سابعاً : صناديق الاستثمار

صندوق الاستثمار : هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة ، وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمارية) ، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ، ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً ، عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع .
أو هو : صورة من صور الاستثمار الجماعي ، التي بموجبها يتم حشد الموارد التي تقدمها مجموعة من المستثمرين ، وتوظيف حصيلتها في شراء الأوراق المالية على اختلاف أنواعها والاستفادة من العوائد الإيرادية والرأسمالية المتولدة عن تلك الأدوات الاستثمارية .

يشرف على إدارة استثمارات صندوق الاستثمار مدير الصندوق الذي يتولى تخطيط وتوقيت عمليات المتاجرة في أصول الصندوق ، واستلام توزيعات أرباحها ، أو دخول الفائدة المترتبة عليها ، هذه الأرباح التي يحققها صندوق الاستثمار توزع على المستثمرين الأفراد كل حسب مساهمته في الصندوق ، وتعرف قيمة الحصة في صندوق الاستثمار باسم (القيمة الصافية للأصول) ، هذه القيمة تحسب بصورة يومية على أساس :

القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق

القيمة	الصافية	للأصول	=
.....
.....
.....

عدد الحصص التي يملكها المستثمرون

لذلك يعد صندوق الاستثمار أداة مالية ، وأداة استثمار مركبة بسبب التنوع ، ويمارس صندوق الاستثمار عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً ، ومن مزايا صناديق الاستثمار أنها تهيء الفرصة لمن لديهم مدخرات ، ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يقوموا بتسليم مدخراتهم لمجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولون ادارتها مقابل عمولة معينة ، وبذلك تتفوق على المستثمر الفرد في قدرتها المالية وخبراتها الإدارية والفنية وقدرتها على خفض تكاليف الصفقات (العمولات ورسوم السماسرة) بفضل قدرتها على تداول كميات كبيرة من الأوراق المالية .

من حيث النوع يمكن تصنيفها الى نوعين أساسيين ، هما : صناديق الاستثمار المغلقة ، وصناديق الاستثمار المفتوحة ، وهناك أنواع أخرى ولكن كلها تندرج تحت هذين النوعين ، مثل : (صناديق النمو ، صناديق الدخل ، صناديق الدخل - رأس المال ، صناديق متخصصة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، صناديق الاستثمار النقدية) ، وهكذا .

1. صناديق الاستثمار المغلقة : هي الصناديق التي تقتصر على فئة محددة ، أو مختارة من المستثمرين ، لها هدف محدد ، وعمر محدد ، أي يحتفظ بها لمدة محددة ، يصفى بعدها الصندوق ، وتوزع عوائده على المستثمرين .

صناديق الاستثمار المفتوحة : تتميز هذا الصناديق بأنها مفتوحة لدخول المستثمرين وخروجهم ، وأنها تقدم عروضاً مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع الى الجمهور ، وعدد الأسهم التي تحتويها محفظة هذا الصندوق غير ثابت ، وغير محدد ، وبهذا يبقى الصندوق مفتوحاً لدخول المستثمرين وخروجهم ، طالما ظل نشاطه قائماً .

المحاضرة رقم 05: المحفظة الاستثمارية: العائد والمخاطرة

1- تعريف المحفظة الاستثمارية:

مفهوم المحفظة في الاشتقاق اللغوي: كما ورد في معاجم اللغة فإن كلمة "محفظة" تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يحتفظ فيه قطع من النقود و الأوراق المهمة الأخرى ، وعند مساع كلمة محفظة يتبادر إلى الذهن الشيء الذي نحملة معنا باستمرار و الذي نضع فيه النقود التي نحملةا معنا، وبطاقات الائتمان و اثبات الشخصية و رخصة السياقة و أي وثائق أخرى نرى أن لها أهمية و التي يتطلب منا حملها باستمرار.

أما اصطلاحاً يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة.

و عموماً المحفظة الاستثمارية هي مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات أو مالية مثل الأسهم والسندات أو مزيج من النوعين، يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنوع مكوناتها (الهدف من تنوع مكوناتها هو تقليل المخاطر). أمّا المحفظة الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية تعرف بأنها مجموعة أو مجموعة من الأوراق المالية لشركة ذات خصائص مختلفة مثل: الأسهم، السندات، المشتقات المالية... إلخ، يطلق على هذه المجموعة محفظة الأوراق المالية.

وبعد قرار التنوع من القرارات الهامة التي يتخذها مدير المحفظة الاستثمارية ، إذ أن التنوع هو جوهر نظرية المحفظة الاستثمارية ، وهناك أسلوبان لعملية التنوع :

أ. أسلوب التنوع البسيط (الساذج) : الذي يعتمد على اختيار عدد من الأسهم (لا يزيد عن 15 سهماً) بشكل عشوائي من الأسهم الموجودة في السوق المالي .

ب. أسلوب تنويع ماركويتز : ويعتمد هذا الأسلوب على انتقاء الأسهم حسب معامل (بيتا) لها ، كما ويعتمد أيضاً على الوزن النسبي لمكونات المحفظة الاستثمارية .

و بشكل عام يمكن تصنيف موجودات المحافظ الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين هما:
أولاً: الموجودات المالية: و تمثل ما يستحق او يتحقق عن القابلية الايرادية للموجودات و يتم التعبير عن هذا الاستحقاق من خلال اصدار شهادة رسمية تقرر الخصائص و الحقوق المرافقة لذلك الاستحقاق
ثانياً: الموجودات الحقيقية: و هي لا تتعلق بمستحقات مالية و إنما بحيازة المستثمر للموجودات الحقيقية ذاتها المكونة للمحفظة و كلما ارتفعت قيمه هاته الموجودات ارتفعت حصة المستثمر من المكاسب الرأسمالية.

2-أهداف المحفظة الاستثمارية .

إن أهداف مدير أي محفظة استثمارية هو تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة من المخاطر ، مع توافر لعنصر السيولة ، بمعنى آخر ، ادارة الأموال بأقل خسائر ممكنة . ومن أهداف ادارة المحفظة : إدارة الموازنة (المبادلة) بين العائد والمخاطر ، ومع ذلك يمكن صياغة أهداف المحفظة الاستثمارية على النحو الآتي :
أ. المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة ، من خلال عدم المخاطرة به ، والمحافظة على القيمة الحقيقية لرأس مال المحفظة .

ب. تحقيق أفضل عائد ممكن بأقل المخاطر الممكنة .

ت. الحفاظ على قدر من السيولة ، من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل الى نقدية بدون خسائر مهمة .

ث. تأمين الحصول على الدخل المتواصل والمتمثل بالدخل الجاري .

ج. التنويع سواء أكان من حيث الأوراق المالية وأنواعها وطبيعتها ، أم التنويع في الأوزان النسبية .

و يحكم تشكيل المحفظة الاستثمارية مجموعة من العوامل والتي يجب مراعاتها لتحقيق الاهداف المرجوة و هي:

-العائد: ويعرف العائد على الاستثمار على انه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الاموال، و تأخذ العوائد عدة اشكال هي:

-توزيعات الارباح: اذا كانت هاته الاموال تمثل حقوق من اموال ملكية مثل الاسهم .

-الفوائد: ذا كانت الاستثمارات تمثل اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت هذا

السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، وبالتالي يحصل حامل السند على الفائدة المتفق عليها مع الشركة

-الارباح الرأسمالية: تنتج هذه الارباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا ما استطاع بيع

السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشترته به يكون قد حقق.

- توقع دخل مقبول وتقدير راس المال في الوقت المطلوب والحصول على السيولة ..

- المحافظة على رأس المال المستثمر من الاندثار باستعمال أسس سليمة عند اختيار الموجودات المالية حتى لا تصل الخسارة الى رأس المال مهما كانت درجة الخطر التي تتعرض لها المحفظة
- تحقق الاستقرار في تدفق الدخل لتحقيق التنمية في رأس مال المحفظة الاستثمارية والتركيز على الاسهم التي تحقق سيولة عالية لمواجهة توقعات العسر المأل من خلال الاستثمار في أدوات لها سرعة التحول الى نقد.
- تساهم في تخفيض مخاطر الاستثمار و تنمية رأس المال للمحفظة الكفوءة,
- تساهم في تحديد الموجودات الاستثمارية بناء على اوزانها النسبية في المحفظة المثلى، كما تساعد على صياغة الخطط الطويلة والقصيرة الاجل.
- تساهم في بناء استراتيجيات الاستثمار التي تختلف من مستثمر الى اخر سواء كان مهاجماً او حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.
- تستخدم المحفظة إدارة مخاطر أسعار الفائدة: حيث أنها حساسة لاسعار الفائدة بسرعة كما من الممكن ان تباع وتشترى بسرعة وفي تواريخ استحقاق مختلفة .
- تستخدم المحفظة إدارة رأس المال المعرض للمخاطرة حيث ان اغلب الاوراق المالية التي تمتلكها المصارف تمتلك وزن مخاطر منخفض جدا

3-أهمية المحافظ الاستثمارية :

- تكمُن أهمية المحافظ انها تساهم فالاستثمارية في امتصاص الفوائض المالية لدى المستثمرون و الافراد والشركات ويمكن توضيح أهمية المحافظ الاستثمارية في العناصر التالية:
- 1-توجه رأس المال المتدفق والفوائض المالية لدى الافراد والشركات المختلفة الى الاستثمار في الاسهم والسندات لتحقيق عوائد بأقل درجة خطر .
 - 2- إن اهتمام المستثمر بالربح السريع يتطلب إيجاد أسلوب علمي دقيق لتحقيق هذا الهدف .
 - 3- تقدم الاستشارة من نصائح وارشادات وخدمات الى المستثمرون الجدد في الاسهم والسندات
 - 4-تساهم في توسع الاستثمار في الصناديق المشتركة ومحافظ المؤسسات المالية مثل شركات التأمين والبنوك وتنوع أدوات الاستثمار المتاحة المحلية والدولية..

4-أنواع المحافظ الاستثمارية .

1. المحافظ المخاطرة أو الهجومية :

يتبنى هذا النوع من المخاطر المضاربون ، الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان ، فيركزون في أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة . والنموذج الشائع لهذا النوع من المحافظ هو ما يعرف بمحفظة رأس المال ، أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عوائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح ، وإنما عن طريق النمو الحاصل في قيم أصول المحفظة . وتكون معظم الاستثمارات في هذه المحفظة مكونة من الأسهم العادية ، ويلجأ مديرو المحافظ الاستثمارية الى تبني هذا النوع من المحافظ خلال الظروف التي تشهد رواجاً وازدهاراً اقتصادياً محتملاً .

2. المحفظة المتحفظة أو الدفاعية :

يتبنى هذا النوع من المحافظ المستثمرون المتحفظون تجاه عنصر المخاطرة ، ومن ثم فهم يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد ، لذلك فإنهم يركزون اهتمامهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محفظة الدخل) ، التي تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية ، وأذونات الخزينة ، والسندات المضمونة ، والأسهم الممتازة ، ويلجأ مديرو المحافظ الاستثمارية الى تبني هذا النوع من المحافظ خلال الظروف الاقتصادية التي تتجه نحو الكساد أو التراجع .

3. المحفظة المتوازنة (الهجومية - الدفاعية):

تعد هذه المحفظة وسطاً بين المحافظ الهجومية والمحافظ الدفاعية ، ويتبنها غالبية مديرو المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم ، لذلك فإن رأس المال في هذه المحافظ يكون موزعاً على استثمارات تحقق حداً أدنى من الدخل الثابت ، مع وجود فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن ارتفاع قيمة أصول المحفظة . وتكون الاستثمارات في هذه المحفظة من شهادات الايداع ، والسندات طويلة الأجل ، علاوة على الأسهم الممتازة والأسهم العادية . كما يوجد تصنيف آخر للمحافظ الاستثمارية يتمثل في:

1-محفظة النمو: تتكون هذه المحفظة من الاسهم التي تحقق نمواً من خلال عملية المضاربة في البورصة، فالمستثمرون في هذه المحافظ راغبون في الحصول على اعلى العوائد مقابل مخاطر عالية، أي عملية شراء أسهم المحفظة تكون بالغة الدقة بحيث أنها تحقق عائداً.

2-محفظة الدخل : تهدف الى تحقيق معدلات عالية من العوائد سواء كانت من فروقات الاسعار او من التدفقات ومن واجبات المستثمر اختيار الاوراق المالية ذات العائد الاكبر، مثل التركيز على السندات التي تحقق اعلى فائدة باقل وقت وكذلك الاسهم التي تعطي أرباح عالية بأقل مخاطر و يفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الاوراق المالية، او المستثمرون المحافظين الذين لا يرغبون بالمخاطرة حتى لو احتوت هذه المحفظة على عوائد اكبر.

3- المحفظة المتوازنة: هي من أفضل المحافظ الاستثمارية التي تهدف الى تحقيق التوازن العام لاستثمارات الخاصة فـ مكوناتها وتبناها غالبية المستثمرون راغبون في تحقيق استقرار نسب مخاطر مقبولة، أي ان أدوات المحفظة تكون موزعة على استثمارات تحقق أدنى حد من الدخل الثابت مع وجود فرص لتحقيق أرباح رأسمالية ناتجة من ارتفاع قيم هذه الموجودات، ومن أدواتها نجد اذونات الخزنة وشهادات الايداع والسندات طويلة الاجل وتعد هذه المحفظة وسيطا بن المحافظ الدفاعية والهجومية.

4- المحفظة الدولية: المحفظة التي تستثمر في الاوراق المالية المتداولة عالميا منها هو تنوع المحفظة والهدف والتخلص من المخاطر المنتظمة، ولكن هذا النوع من المحافظ سواجه مخاطر سعر الصرف المختلفة بن الدول، اذ توفر التنوع الدولي يعطي الراحة والامان للمستثمر لأنها تكون مستثمرة في موجودات مختلفة لدول تشهد أسواقها المالية الازدهار والتطور.

5- المحفظة المختلطة: تركز على التوزيعات النقدية للأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها و بالتالي تنوع هذه المحفظة ما بني الاستثمارات التي تؤدي إلى توزيعات نقدية عالية و استثمارات تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

6- المحفظة المتخصصة في الصناعات: وهي تلك المحافظ التي تخصص في الاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية

5-تطور نظرية المحفظة الاستثمارية

تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار سواء في الاصول المالية أو المادية و الافتراض لهذه النظرية هو أن المستثمر متجنب للمخاطرة، أي تصفه بالمستثمر الرشيد في ممارسة عملية المفاضلة بني الاستثمارات، إذ تقوده إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند الاستثمارات التي تحقق معدل عائد معين.

وعليه، تستند نظرية المحفظة للفروض الموالية:

إن أحد الافتراضات الاساسية في نظرية المحفظة هو أنك كمستثمر ترغب في تعظيم العوائد لاجمالي استثماراتك عند مستوى مخاطرة محدد و حتى يمكن للمستثمر أن يتعامل مع هذا الافتراض فإنه يجب عليه اتباع بعض القواعد الاساسية أهمها أن المحفظة يجب أن تحتوي على مجموعة متنوعة من الاستثمارات بمعنى أن المحفظة لا تحتوي على أسهم فقط أو سندات فقط لأن عوائدها الاستثمارات المختلفة تتعامل مع بعضها و بالتالي فإن العلاقة بين الادوات الاستثمارية التي تشكل منها المحفظة ستكون مهمة و بنفس الوقت لا يمكن القول أن المحفظة تكون جيدة لمجرد أنها تحتوي على استثمارات فردية ذات نوعية جيدة و لكن المهم أن يتم إدارة المحفظة بشكل يساهم في تعظيم العائد و بأدنى مستوى مخاطرة.

و تركز نظرية المحفظة التي يعود الفضل لماركوتز في تطوير المفهوم الحديث التي وضعها سنة 1952 إذ تركز على الافتراضات المرتبطة بسلوك المستثمر و هي:

- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد.
- ان المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة.
- ينظر المستثمر للمخاطر على أساس كونها تمثل التقلب في العائد المتوقع.
- ان المستثمر يتخذ قراره الاستثماري على أساس متغيرين هما العائد و المخاطرة و لذلك فإن منحى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع و التباين المتوقع للعوائد.
- عند مستوى مخاطر محددة فإن المستثمرين يفضلون العوائد الاعلى و بنفس الوقت فإنه عند مستوى عائد متوقع فإن المستثمرين يفضلون المخاطر الاقل من المخاطر الاعلى.

و ضمن هاته الافتراضات فإن الاصل الواحد أو محفظة أصول معينة يمكن أن تعتبر على أنها محفظة كفاءة إذا لم يكن هناك أصول أو محفظة أصول تعطي عائد متوقع أعلى بنفس درجة المخاطر أو أقل أو بمخاطرة أقل مع نفس مستوى العائد أو أعلى منه لذا يمكن تحديد المفهوم البسيط للمحفظة الكفاءة بأنها المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة أو تخفض المخاطرة عند مستوى معين من العائد.

من اهم مراحل تطور نظرية المحفظة هي:

1-أساس النظرية هاري ما ركويتز 1952م:

أرسيت مبادئ نظرية المحفظة عام 1952 على يد الاقتصادي هاري ما ركويتز، بحيث بين هذا الاخير الطريقة التقليدية لبناء محفظة صحيحة نوعا ما، الا انها لا تقدم تفسيراً علمياً دقيقاً للكيفية التي تخفض بها المخاطر، لهذا أوضح في مقالته الرائدة بأن التباين المشترك بين عوائد الاوراق المالية في المحفظة هو العامل المهم الذي يتحكم بمخاطر المحفظة، بالإضافة الى كل من مخاطرة الاوراق المالية منفردة ومقدار أو وزن الاستثمار في كل ورقة مالية من مجمل المبلغ المستثمر في المحفظة.

وبالتالي جوهر نظرية المحفظة عند هاري ما ركويتز كان يدور حول أثر التنويع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة و بناء على ذلك قدم نظرية المحفظة الكفاءة و التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة.

وعلى افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة طور ما ركويتز المجموعة الكفاءة أو ما يعرف بالحد الكفاء، والذي يعني أنه بعدد محدود من الاصول يمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية.

2-اسهام توين 1951م: ساهم جامس سي توين في تطوير نظرية المحفظة الاستثمارية من خلال العائد الخالي من المخاطرة، حيث طرح افتراضاً جديداً هو إمكانية اقراض أو اقتراض المستثمر بمعدل عائد خالي من المخاطرة و هو معدل

عائد الخالي من المخاطرة لا يحمل اية حالة عدم تأكد، وبالتالي المخاطرة تساوي الصفر ، وعليه أصبح شكل الحد الكفو خط مستقيم يمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفو لما ركوبتيز.

3-إسهام شارب 1963م: يمثل الاسهام الكبير الذي قدمه شارب سن 1963 م هو اقتراحه لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM و يمثل هذا النموذج الامتداد الجوهرى لنظرية المحفظة ويعرف أيضا بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، وبالتالي قدم هذا النموذج الاساس الكمي لقياس المخاطرة.(سيخصص له جزء مفصل لاحقا)

6-قرارات المحفظة الاستثمارية :

إن أهم القرارات التي تتخذها إدارة المحفظة الاستثمارية ، هي على النحو الآتي :

1. قرار المزج أو تنويع الأصول :

بما أن المحفظة الاستثمارية تتكون من عدد من الأدوات الاستثمارية ، فإن أي تغيير في أسعار وعوائد أداة معينة ، سوف لن يكون مؤثراً على عوائد المحفظة ككل ، لاسيما إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات التي تتكون منها المحفظة سالبا .

من المعروف إنه كلما زادت عدد الأوراق المالية المكونة منها المحفظة الاستثمارية ، كلما انخفضت المخاطر الكلية ، وقد أثبتت الدراسات أن أفضل محفظة تلك التي تحتوي على (15) ورقة مالية ، وفي حال زادت أصول المحفظة عن (15) ورقة مالية ، أصبحت إدارتها صعبة ، كما أنها تصبح مكلفة من حيث الوقت والجهد .

2. اختيار الأدوات الاستثمارية لأهداف المحفظة:

تعد عملية انتقاء الأوراق المالية التي تتكون من المحفظة ، من أهم الخطوات بعد تحديد رأس مال المحفظة ، وتحديد النسبة المئوية (الوزن النسبي) لكل ورقة ، وحتى نستطيع اختيار الأدوات ، أو الأوراق المالية ، وضمها الى المحفظة الاستثمارية ، لابد من معرفة طبيعة الشركة التي نحن بصدد شراء أسهمها ، من حيث منتجاتها ، وإمكانيات التوسع المستقبلي ، وكفاءة إدارة الشركة ، وحجم الأرباح ، ومدى تأثير الشركة بالقرارات الحكومية ، وسعر سهمها في السوق ، ونسبة النمو في سعر السهم ، ومدى تأثير الشركة بالدورات الاقتصادية ، علاوة على تحليل البيئة الخارجية كالعائد المتوقع ، ودرجة المخاطر ، وبناء على ذلك يكون القرار .

3. قرار التوقيت الاستثماري (عمليات الشراء والبيع والاحلال):

إن قرار البيع أو الشراء من القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية ، فالتحليل الأساسي يبين لنا ماذا نشترى ؟ والتحليل الفني يبين لنا متى نشترى ؟ ومعرفة ذلك يساعد على اتخاذ القرار الصائب الذي يزيد العائد ويقلل المخاطر .

7- أساليب تنويع المحفظة الاستثمارية:

يمكن التمييز بين اسلوبين مهمين هما:

1-التنويع الساذج(البسيط): يعتمد هذا الاسلوب على توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع و ذلك من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الاسهم يتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة و يستند مفهوم التنويع البسيط على

فكرة أن المحفظة التي تشتمل على ثلاث أوراق مالية تصدرها ثلاث مؤسسات هي أكثر تنوعاً من محفظة مالية تشتمل على ورقتين ماليتين لمؤسستين مختلفتين و المحفظة التي تشتمل على أربعة أوراق مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي أكثر تنوعاً من محفظة تشتمل على ثلاث أوراق مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة.

و بالتالي فإن اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة من مؤسسات مختلفة يجعها تتعرض لمؤشرات اقتصادية مختلفة، فإذا كان أداء عدد منها (الأوراق المحتفظ بها) ضعيفاً فيوازنه أو يعوض عنه الأداء الجيد للأوراق المالية الأخرى المحتفظ بها ضمن المحفظة نفسها مما يجعل عائد المحفظة ككل يظهر تقلباً أقل لبعض الوقت.

و هكذا قد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، و ذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد المالية في أسهم عدد محدود من المنشآت، و تبدو أهمية التنوع في ظل نتائج الدراسات التي تشير إلى أن المخاطر الغير منتظمة أي التي يمكن تجنبها بالتنوع ما يزيد عن 50% من المخاطر الكلية كما تشير الدراسات كذلك أن الجانب الأكبر من المخاطر الغير منتظمة يمكن التخلص منها من خلال تشكيل المحفظة من عشرة استثمارات مختارة عشوائية أو أكثر من ذلك قليلاً ، و ذلك حتى و لو كانت مخصصات المحفظة موزعة بينها بالتساوي.

و يفضل أن تكون مكونات المحفظة من الأوراق المالية لمؤسسات تعمل في صناعات مختلفة و ذات ارتباطات ضعيفة ، إذ يتم تجميع هذه الأسهم من هاته الصناعات بناءً على معايير معينة منها: العوائد و توزيعات الأرباح و المضاعف السعر/العائد و بعض النسب المالية الأخرى ، رغم أن هذا لن تكون له مزايا كبيرة بالمقارنة مع الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة خاصة إذا تكونت المحفظة من عشر أوراق مالية متنوعة فأكثر.

8-أنواع المحافظ الاستثمارية

المحافظ المخاطرة أو الهجومية: يتبنى هذا النوع من المخاطر المضاربون ، الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان ، فيركزون في أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة .

والنموذج الشائع لهذا النوع من المحافظ هو ما يعرف بمحفظة رأس المال ، أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عوائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح ، وإنما عن طريق النمو الحاصل في قيم أصول المحفظة . وتكون معظم الاستثمارات في هذه المحفظة مكونة من الأسهم العادية ، ويلجأ مديرو المحافظ الاستثمارية إلى تبني هذا النوع من المحافظ خلال الظروف التي تشهد رواجاً وازدهاراً اقتصادياً محتملاً .

المحفظة المتحفظة أو الدفاعية: يتبنى هذا النوع من المحافظ المستثمرون المتحفظون تجاه عنصر المخاطرة ، ومن ثم فهم يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد ، لذلك فإنهم يركزون اهتمامهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محفظة الدخل) ، التي تتكون قاعدتها الأساسية من السندات

الحكومية ، وأذونات الخزينة ، والسندات المضمونة ، والأسهم الممتازة ، ويلجأ مديرو المحافظ الاستثمارية الى تبني هذا النوع من المحافظ خلال الظروف الاقتصادية التي تتجه نحو الكساد أو التراجع .

المحفظة المتوازنة (الهجومية - الدفاعية : تعد هذه المحفظة وسطاً بين المحافظ الهجومية والمحافظ الدفاعية ، ويتبنها غالبية مديرو المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم ، لذلك فإن رأس المال في هذه المحافظ يكون موزعاً على استثمارات تحقق حداً أدنى من الدخل الثابت ، مع وجود فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن ارتفاع قيمة أصول المحفظة . وتتكون الاستثمارات في هذه المحفظة من شهادات الايداع ، والسندات طويلة الأجل ، علاوة على الأسهم الممتازة والأسهم العادية .

9- قياس عوائد المحفظة الاستثمارية .

أولاً: تعريف العائد: هو سلسلة من التدفقات النقدية المتوقعة الحصـول عليهـا خلال فترة زمنية معينة.

هو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله ، فالمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته و تعظيم أملاكه.

و يعرف العائد على الاستثمار على انه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، بحيث يشمل هذا العائد

الأرباح الصافية لعملية الاستثمار بالإضافة إلى القيمة الإضافية المحققة زائد الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه يأخذ عدة أشكال أهمها:

- توزيعات الأرباح: إذا كانت هاته الاستثمارات تمثل حقوقاً من أموال ملكية مثل الاسهم فحامل السهم شريك.

- الفوائد: إذا كانت الاستثمارات تمثل اقتراض مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت هذا السند و قيمة القرض هي قيمة السند و بالتالي يحصل حامل السند على الفائدة المتفق عليها مع الشركة.

- الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الإستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا ما استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون قد حقق ربحاً رأسمالياً.

2- أنواع العوائد على الاستثمارات: تتمثل في:

1 - مُعدل العائد التاريخي: يقيس هذا المعدل التغير في قيمة الاستثمار . مـ.مـ.مـ.فـ إليه أي توزيعـات نقدية خلال سنة واحدة، يعتمد هذا المعدل على عنصرين:

✓ عائد التدفيعات: هي نسبة توزيع الأرباح السنوية للسهم من السعر الاسمي لذلك السهم، ويحدد بالعلاقة التالية:

$$Dy = \frac{Ct}{Pt}$$

Ct توزيعات الأرباح النقدية المستلمة خلال الفترة t
 Pt قيمة الاستثمار في بداية الفترة t

✓ عائد الربح الرأسمالي: يمثل التغير في سعر السهم ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$CG = \frac{Pt+1 - Pt}{Pt}$$

Pt قيمة الاستثمار في نهاية الفترة t
 $Pt+1$ قيمة الاستثمار في بداية الفترة $t+1$

وعليه فإن معدل العائد الكلي للاستثمار نرمز له بالرمز: Rt ويحسب كما يلي:

$$R = Dy + CG$$

$$Rt = \frac{Ct}{Pt} + \frac{Pt+1 - Pt}{Pt} = \frac{Ct + Pt+1 - Pt}{Pt}$$

مثال:

نفترض أن المستثمر A قام بشراء 100 سهم من أحد البنوك التجارية في تاريخ 01 / 01

N / بسعر 10 دج / للسهم، حيث أن البنك قرر توزيع الأرباح في نهاية السنة بمعدل 02 دج / للسهم.

المطلوب: أحسب معدل العائد على الاستثمار في الحالة عين:

• حالة ارتفاع سعر السهم في السوق إلى 12 دج.

• حالة انخفاض سعر السهم في السوق إلى 09 دج.

الاجابة:

حالة انخفاض سعر السهم في السوق إلى 09 دج	حالة ارتفاع سعر السهم في السوق إلى 12 دج	الاجابة:
---	---	----------

$100 \times 10 = 1.000$ $100 \times 9 = 900$ $900 - 1.000 = -100$	$100 \times 10 = 1.000$ $100 \times 12 = 1.200$ $1.200 - 1.000 = +200$	<ul style="list-style-type: none"> • قيمة الاستثمار في بداية الفترة t • قيمة الاستثمار في نهاية الفترة t • الربح أو الخسارة
$100 \times 2 = 200$	$100 \times 2 = 200$	الأرباح الموزعة
$Dy = 200 \div 1.000 = 0,2$	$Dy = 200 \div 1.000 = 0,2$	عائد الأرباح الموزعة
$CG = (900 - 1.000) \div 1.000 = -0,1$	$CG = (1.200 - 1.000) \div 1.000 = 0,2$	عائد رأس المال
$Rt = Dy + CG$ $Rt = 0,2 + (-0,1) = 0,1$ $Rt = 10 \%$	$Rt = Dy + CG$ $Rt = 0,2 + 0,2 = 0,4$ $Rt = 40 \%$	معدل العائد الكلي

2- معدل العائد المتوقع: لقياس العائد المتوقع لمحفظة استثمارية يقتضي الأمر توفر معلومات عن متغيرين رئيسيين:

الأول: هو نسب القيمة الكلية للمحفظة التي تستثمر في كل أصل من أصول تلك المحفظة أي نسبة مساهمة كل أصل في القيمة الكلية للمحفظة فمثلا إذا ما تم استثمار مبلغ 100 دج في أحد الأسهم و مبلغ 300 دج في سهم آخر فإن القيمة الكلية للمحفظة ستكون 400 دج و عليه فإن نسبة مساهمة السهم الأول في المحفظة تكون $25\% (400/100)$ و نسبة مساهمة السهم الثاني $75\% (400/300)$.

الثاني: عائد كل أصل يدخل في تكوين المحفظة و يتم قياسه على أساس توقعات تحقق ذلك العائد وفقا للتوزيع الاحتمالي و في ظل الحالة الاقتصادية و ظروف السوق.

و يمكن تعريف العائد المتوقع بأنه لـجـوء المستثمر إلى تقييم الاستثمار المستقبلي نسبة إلى التوقعات أو التنبؤات لمعدل العائد على ذلك الاستثمار و يتم قياسه باستخدام نظرية الاحتمالات حيث يتم تحديد الاحتمالات لتقييم كل العوائد الممكنة التي تنحصر بين 0 و 1.

حيث احتمـال 0 يعني عدم تحقق عائد وبالمقـابل فإن احتمـال 1 يعني التأكد التام بأن الاستثمار سيحقق مـعدل عائد معين يُحسب بالعلاقة التالية:

$$E (R_i) = \sum_{i=1}^n (P_i \times R_i)$$

P_i احتمـال حدوث القيمة الممكنة للعائد.

R_i هي القيمة الممكنة للاستثمار i وفقاً للاحتـمالات حدوثها.

n عدد القيم المتوقعة للعائد.

مثـال: يُظهر الجدول التالي تقديرات المحلل المالي لـ «و.د. شركة» بـ H و G :

الجدول رقم (10): عائد الشركتين

نسبة الاحتمـال	عـ.د. الشركة H	عـ.د. الشركة G
0,1	15 %	12 %
0,6	13 %	16 %
0,3	07 %	07 %

المطلـوب: أحسب مـعدل العائد المتوقع للشـركـة «و.د. شركة».

الحـل: العـ.د. المتـوقـع للشـركـة «و.د. شركة» H و G :

$$E (R_H) = (0,1 \times 15) + (0,6 \times 13) + (0,3 \times 7) = 11,4$$

$$E (R_G) = (0,1 \times 12) + (0,6 \times 16) + (0,3 \times 7) = 12,9$$

النتـيجة: «و.د. شركة».

نلاحظ أن العائد المتوقع للشركة G أكبر من عائد المتوقع للشركة H لأن وزن العائد المتوقع للشركة G هو أكبر واحتمـال نسبة حدوثه 0,6 مـمـا كـان لـ «و.د. شركة» واضح للعائد المتوقع للشركة G .

3- متوسط العائد الحسابي: هو متوسط العائد السنوي المحقق لفترة متعددة لسنوات يحدده بالعلاقة التالية:

$$AM = \frac{\sum_{i=1}^n R_n}{n}$$

R_n العوائد السنوية لعدد من السنوات.

n عدد السنوات.

4- **متوسط العائد الهندسي**: هو متوسط العائد السنوي المركب لعدد من السنوات يعطى بالعلاقة التالية:

$$GM = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)]^{1/N} - 1$$

مثال:

الجدول رقم (11) يوضح عائدات مالية سهمية **A** و **B** لمدة 5 سنوات.

السنوات	A	B
01	12 %	05 %
02	- 04 %	- 15 %
03	00 %	10 %
04	20 %	38 %
05	02 %	17 %

المطلوب: أحسب معدل الخصم المالي والهندسي.

الحل:

1- **حساب المعدل الهندسي:**

$$AM (A) = (12 - 4 + 0 + 20 + 2) \div 5 = 6 \%$$

$$AM (B) = (5 - 15 + 10 + 38 + 17) \div 5 = 11 \%$$

2- **حساب المعدل الهندسي:**

$$GM (A) = [(1 + 12) \times (1 - 4) \times (1 + 0) \times (1 + 20) \times (1 + 2)]^{\frac{1}{5}} - 1 = 5,65 \%$$

$$GM (B) = [(1 + 5) \times (1 - 15) \times (1 + 10) \times (1 + 38) \times (1 + 17)]^{\frac{1}{5}} - 1 = 9,65 \%$$

5-العائد على المحفظة الإستثمارية: يختلف عائد المحفظة الاستثمارية عن عائد الورقة المالية الفردي، فهو عبارة عن مجموع المنافع الاضافية التي تدر مجموعة الأصول المشكلة لها. وبالتالي فهو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأصول المكونة للمحفظة، ويعبر عنه بالصيغة الموالية:

$$ER (P) = \sum_{i=1}^n (W_i - R_i)$$

- هو معدل العائد المتوقع من المحفظة $ER (P)$

- الوزن النسبي للورقة W_i

- العائد المتوقع من الورقة R_i

6-معدل العائد الحقيقي (الفعلي): ويسمى أيضا بمعدل فترة الاحتفاظ ، و الذي يتكون من العائد الجاري وهو العائد الناتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الاصل أو المزيج بينهما.

وهو عبارة عن قيمة الاستثمار في نهاية المدة مقسوما على قيمة الاستثمار في بداية المدة. يحسب كما يلي

$$R_i = (D_i + P_i - P_0)/P_0$$

حيث أن:

R_i هو معدل العائد الحقيقي

D_i مقسوم الارباح للسهم الواحد

P_i سعر السهم في نهاية المدة

P_0 سعر السهم في بداية المدة

حيث معدل العائد الدوري يساوي D / P_0 حيث أن D هو مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم، بينما يساوي معدل العائد الرأسمالي $P_0 - P_1 / P_0$

وعندما لا يكون هناك مقسوم أرباح موزعة فإن معدل العائد الفعلي للسهم R_j يحسب كما يلي:

$$R_j = P_1 - P_0 / P_0$$

7-معدل العائد المطلوب: و يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك و درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار و يحسب بالصيغة التالية:

$$RR = R_f + (ER_m - R_f) \beta$$

RR معدل العائد المطلوب

R_f معدل العائد الخالي من المخاطرة

ER_m معدل عائد محفظة السوق المالية

B معامل بيتا

ثانياً: المخاطرة.

1. تعريف المخاطرة: ترتيب خط المخاطرة بحسب الحالة عدم التأكد إذا كان العائد المحقق سوف يكون مساوياً للتعويض المتوقع أم لا.

تعرف المخاطرة على أنها التذبذب في العائد المتولد أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو عدم التأكد من حيث حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معاً.

كما تتمثل المخاطرة في أنها احتمال حدوث اختلاف ما بين العائد الفعلي للاستثمار والعائد المتوقع منه .

2. أنواع المخاطرة:**أ - المخاطر النظامية:**

يطلق عليه المخاطرة السوق وبالجملة مالي فـإن مـصـادر هـذا النـوع من المـخـاطر لا يمكن تجنبها لأنها ترتبط بالسوق، والمرتبطة أساساً بالظروف الاقتصادية العامة: التضخم، تقلب في أسعار الفائدة، تقلب في سعر الصرف، الحروب ... إلخ، تؤثر هذه المخاطر على جميع الشركات بدرجات متفاوتة يمكن تعديلها بالاعتماد على مبدأ التنويع.

ب - المخاطر غير النظامية:

هي تلك المخاطر التي تنشأ لأسباب عشوائية تتعلق بالشركة في حد ذاتها مثل: إضراب العمال، سوء تسيير الإدارة، دعاوى قضائية، يمكن تجنب هذه المخاطر عن طريق التنويع.

ج - المخاطر الكلية:

هي المخاطر المرتبطة بالمحفظة وهي مجموع كل المخاطر النظامية وغير النظامية ويمكن أن نذكر ما يلي من المخاطر في مـصـادـر هـي:

الجدول رقم (12): الفرق بين المخاطر النظامية و غير النظامية.

المخاطر النظامية	المخاطر غير النظامية
<ul style="list-style-type: none"> لا يمكن تجنبها بالاعتماد على مبدأ التنويع ولكن يمكن تعديلها؛ هي مخاطر متعلقة بالسوق. 	<ul style="list-style-type: none"> يمكن تجنبها بالاعتماد على مبدأ التنويع؛ هي مخاطر متعلقة بالشركة.

3-مصادر المخاطر الاستثمارية :

1. مصادر المخاطر النظامية :

إن مصادر المخاطر النظامية عديدة منها :

أ . مخاطر التغير أو التذبذب في أسعار الفائدة : وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة ، بسبب حدوث تغيير في أسعار العوائد السوقية خلال مدة الاستثمار ، فمثلاً المستثمر الذي اشترى السند كأداة استثمارية ويتوقع الحصول على دخل ثابت ومستمر نتيجة استثماره سوف يتأثر بالتغير في أسعار الفوائد بشكل عكسي .

لذلك فالعلاقة عكسية بين سعر الفائدة في السوق وأسعار السندات ، بمعنى أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي ينتج عن السند ، سوف يؤدي الى انخفاض أسعار (أو القيمة السوقية) لهذه السندات والعكس صحيح أيضاً .

ويمكن الحد من مخاطر التغير في أسعار الفوائد السوقية بالنسبة للمستثمرين في السندات ، وذلك عن طريق شراء سندات قصيرة الأجل ، التي من الممكن أن تكون أقل تعرضاً للتقلبات في أسعار الفوائد من السندات طويلة الأجل . إلا أنه هناك علاقة طردية بين مدة الاستثمار ومعدل الفائدة على السندات .

ب. مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد : وهي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للدخول أو المبالغ المستثمرة ، نتيجة لوجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس على القوة الشرائية لوحدة النقد فتتدن قيمتها ، بعبارة أخرى هي المخاطر الناجمة عن التآكل في قيمة النقود بسبب ارتفاع الأسعار .

والمثال الآتي يوضح ذلك : إذا كان معدل التضخم السنوي (5%) ، واقترض شخص منك مبلغاً مقداره (1000)

دينار ، ولمدة (5) سنوات . فما هي القوة الشرائية لتلك النقود ؟ بافتراض عدم وجود فوائد على هذا القرض .

الحل : يمكن حساب القوة الشرائية من المعادلة الآتية :

المبلغ المقترض

القوة	الشرائية	لوحدة	النقد	=
.....
.....
.....

(1 + معدل التضخم)ⁿ

1000

=

783,70 = دينار

$$(0,05 + 1)^5$$

ح. المخاطر السوقية : تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم . وحالات الكساد تؤثر في الاستثمارات المالية لا سيما الاستثمار بالأسهم العادية ، حيث تنخفض أسعار تلك الأسهم . ومن الأمثلة على المخاطر السوقية حالات الكساد التي حدثت في الماضي ، والتي أثرت بشكل مباشر وكبير في أسعار الأسهم السوقية ، ومن أحدث الأمثلة على المخاطر السوقية ، الانهيار الكبير في أسعار الأسهم في العام 2008 بسبب الأزمة المالية التي نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم امتدت الى باقي دول العالم .

خ. خطر الرفع المالي: يعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر المخاطر المنتظمة إذا ما تعلق الامر بمبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للغالة في الاعتماد على الديون يزداد التقلب في الأرباح وهذه التقلبات الدورية تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الاسهم.

2. مصادر المخاطر غير النظامية :

أ . مخاطر الإدارة : من الممكن أن تتسبب الأخطاء الادارية في شركة معينة ، في اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار ، على الرغم من قوة المركز المالي للشركة وجودة منتجاتها ، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الادارية ضمن المخاطر غير النظامية ، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد لتلك الشركة حتى في حالات الازدهار في الاقتصاد .

ومن الأمثلة الإدارية الشائعة ، سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة ، وإضرابات العمال ، وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها ، أو بسبب عدم تأمين الحراسة عليها ، وخسارة المبيعات أو فقدان ممولين أساسيين للشركة ، مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم ، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الادارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الادارة على ادارة الأزمات .

ب. مخاطر الصناعة : وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح ، دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع . فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب فإن جميع الشركات في هذا القطاع ، علاوة على العملاء والممولين سيتأثرون بدرجة كبيرة بهذا الإضراب ، وإذا ما استمر هذا الإضراب لمدة طويلة فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة. وقد تتأثر مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها : عدم توفر المواد الأولية ، ففي الحرب العالمية

الثانية ، حدثت خسائر جسيمة للشركات المنتجة للإطارات ، بسبب عدم توافر المطاط الطبيعي ، الى أن تم تصنيع المطاط الصناعي .

ومن المخاطر الأخرى : ظهور قوانين تمس صناعات معينة ، مثل قوانين حماية البيئة من التلوث ، التي كان لها تأثيراً على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد ، وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة .

ج. المخاطر الناتجة عن تغير أذواق المستهلكين : تظهر هذه المخاطر نتيجة التوقف عن استخدام منتج معين ، بسبب ظهور منتج آخر أكثر تطوراً ، وأحدث من المنتج القديم ، وأفضل مثال التطورات التي حصلت على التلفزيون ، من الأبيض والأسود الى الملون ، ومن ثم الى البلازما ، والى الشاشة المقعرة ، وهكذا ، وكذلك في مجال الهواتف النقالة .

د. المخاطر الناتجة عن وجود المنافسة : تظهر هذه المخاطر بسبب المنافسة الأجنبية التي ستؤثر سلباً على الصناعة المحلية ، ومن أمثلة ذلك منافسة صناعة السيارات ، والإلكترونيات اليابانية لمثيلاتها الأمريكية .

س. مخاطر الرفع التشغيلي : وينتج هذا الخطر نتيجة ارتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الاحتفاظ بالاصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر مصدر للمخاطر غير المنتظمة إذا تعلق الامر الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن ان تطرأ ومن ثم التأثيري على عوائد الاسهم.

4- نماذج تقدير المخاطر:

يمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال :

1. الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية: يعتبر الانحراف المعياري من المقاييس الاحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات، حيث يعكس الانحراف المعياري كنموذج شكل التشتت في العوائد المتوقعة لاقتراح ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، كما أنه أيضا مقياس احصائي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي) . وتحسب مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال المعادلة الآتية :

$$Sp = Wa^2Sa^2 + Wb^2Sb^2 + 2WaWb SaSb ra,b$$

حيث أن :

Sp : الانحراف المعياري للمحفظة

Wa : الوزن النسبي للسهم (الأداة) a

Wb : الوزن النسبي للسهم (الأداة) b

Sa : الانحراف المعياري للسهم a

Sb : الانحراف المعياري للسهم b

ra,b : معامل الارتباط بين السهمين a,b

إن هذه المعادلة تؤكد بأن الانحراف المعياري لمحفظة مكونة من عدد من الأصول هي دالة للمعدل الموزون الفردية (عندما يتم تربيع الاوزان) زائدا التباين المشترك الموزون بين كل أصول المحفظة و الأهم أن الانحراف المعياري للمحفظة يشمل أيضا التباينات المشتركة بين كل زوجين من الأصول الفردية للمحفظة و عليه فإن معادلة الانحراف المعياري ممكن أن تكشف لنا بالنسبة لمحفظة مكونة من عدد كبير من الاوراق المالية انخفاض مجموع المعدل الموزون للتباينات.

الحالة الأولى: معامل الارتباط موجب:

مثال : محفظة استثمارية مكونة من السهمين (b,a) وبالأوزان (0.40 ، 0.60) على التوالي ، فإذا كان عائد السهم (a = 12%) ، وبانحراف معياري (0.05) ، وعائد السهم (b = 14%) ، وبانحراف معياري (0.06) ، ومعامل الارتباط بين السهمين (a , b = 1 +) .
أوجد : مخاطر هذه المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري .

الحل :

$$Sp(a,b) =$$

$$= \sqrt{0.160.0025 + 0.360.0036 + 0.00144}$$

$$= \sqrt{0.001296 + 0.00144 + 0.0004}$$

$$= \sqrt{0.00144 + 0.001696}$$

$$= \sqrt{0.003136}$$

$$= 0.056$$

لاحظ أن الانحراف المعياري للمحفظة أكبر من الانحراف المعياري للسهم (a) وأقل من الانحراف المعياري للسهم

(b) ، وذلك لأن معامل الارتباط تام وموجب . والسؤال : ماذا لو كان الانحراف المعياري تام وسالب ؟

الحالة الثانية: معامل الارتباط سالب

عندها فإن مخاطر هذه المحفظة ستكون كما يأتي :

$$Sp(a,b)=$$

$$\begin{aligned}
&= \sqrt{0.16 \times 0.0025 + 0.36 \times 0.0036 + 0.00144} \\
&= \sqrt{0.0004 + 0.001296 + 0.00144} \\
&= \sqrt{0.001696 + 0.00144} \\
&= \sqrt{0.003136} \\
&= 0.056
\end{aligned}$$

لاحظ هنا عندما تغير الانحراف المعياري ليصبح سالباً (-1) فإن مخاطر هذه المحفظة قد انخفضت . والسؤال الآن : ماذا لو غيرنا الأوزان النسبية للمحفظة ، هل ستتغير مخاطر المحفظة ؟

الحالة الثالثة: تغير الأوزان النسبية للمحفظة

بافتراض أن رأس مال المحفظة (10000) موزع بالتساوي على كل من السهمين (a,b) .

المطلوب : حساب الانحراف المعياري للمحفظة في الحالات الآتية :

أ . عندما يكون معامل الارتباط (1+)

ب. عندما يكون معامل الارتباط (1-)

الحل :

أ . عندما يكون معامل الارتباط (1+) ، فإن مخاطر المحفظة ستكون :

$$\begin{aligned}
&\sqrt{0.52 \times 0.052 + 0.52 \times 0.062 + 2 \times 0.5 \times 0.5 \times 0.05 \times 0.06 \times 1} = Sp(a,b) \\
&= \\
&= \sqrt{0.003025} \\
&= 0.055
\end{aligned}$$

لاحظ كذلك عندما غيرنا الأوزان النسبية للمحفظة اختلفت مخاطر المحفظة ، فقد كانت (0.056) وأصبحت (0.055) .

ب. عندما يكون معامل الارتباط (1-) ، فإن مخاطر المحفظة ستكون :

$$Sp(a,b) = \sqrt{0.00625 + 0.0009 - 0.0015}$$

$$= \sqrt{0.000025}$$

$$= 0.055$$

لاحظ كذلك أن مخاطر المحفظة عند الأوزان النسبية (40% ، 60%) للسهمين (b,a) على التوالي كانت (0.017) عند معامل الارتباط (-1) وقد انخفضت الى (0.005) عندما غيرنا الأوزان النسبية لتصبح (50% ، 50%).

هل سيرتبط عائد هذه المحفظة و يتأثر بمعاملات الارتباط ؟

إن عائد المحفظة لا يتأثر بمعاملات الارتباط وعندها فإن عائد المحفظة المكونة من السهمين (b,a) وبالأوزان (40% ، 60%) سيكون :

$$0.14 \times 0.60 + 0.12 \times 0.40 = (b,a) \text{ عائد المحفظة}$$

$$= 13.2\%$$

سؤال: ماذا سيحدث لعائد هذه المحفظة بالأوزان النسبية الجديدة (50% ، 50%) للسهمين (b,a) على التوالي ؟

$$0.14 \times 0.60 + 0.12 \times 0.50 = (b,a) \text{ عائد المحفظة}$$

$$= 14.4\%$$

الاستنتاج :

أ. إن معاملات الارتباط لا تؤثر في عائد المحفظة .

ت. إن معاملات الارتباط تؤثر في مخاطر المحفظة .

ث. إن الأوزان النسبية لأصول المحفظة تؤثر في مخاطر المحفظة .

2. معامل التباين كمقياس للخطر: يؤكد الاحصائيون على ان الانحراف المعياري هو مقياس مطلق للخطر، فهو مفيد في

التحليل المقارن لخطر فرصتين استثماريتين عندما تكون العوائد المتوقعة ثابتة، فبناء على الانحراف المعياري الأقل يمكن حسم أفضل فرصة استثمارية، ولكن المشكلة تظهر عندما تتباين العوائد المتوقعة بني المقترحين الاستثماريين في هذه الحالة فإن الانحراف المعياري لن يكون مقياسا كافيا للخطر ما يستلزم إيجاد مقياس آخر كمعامل التباين. ويتم حساب معامل التباين بقسمة الانحراف المعياري للمقترح الاستثماري على معدل العائد المتوقع.

ويحسب معامل التباين كما يلي:

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

حيث: δ الانحراف المعياري

$E(R)$ معدل العائد المتوقع

3. معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة للمحفظة :

يقيس هذا المعامل درجة حساسية عوائد المحفظة للتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق . أو هو أداة تستخدم لقياس نسبة التذبذب أو التقلب الذي يطرأ على السهم مقارنة مع السوق ككل .

تفسير بيتا : ان معامل بيتا للسوق يكون مساوياً ل (1) دائماً . ويعود السبب في ذلك الى أن التباين المشترك لمحفظة السوق مع نفسها يكون مساوياً لتباين محفظة السوق .

فإذا كان معامل بيتا للمحفظة = 2 ، فهذا يعني أن أي تغير في عوائد محفظة السوق مقداره (10%) مثلاً سيؤدي الى تغير وبنفس الاتجاه في عوائد هذه المحفظة ولكن بنسبة (20%) . كما أنه يمكن القول إذا ارتفع عائد السوق بمقدار نقطة مثلاً ، فإن عائد هذه المحفظة سيرتفع بمقدار نقطتين .

كيف يمكنك تفسير بيتا ؟

تشير بعض المصادر الى أنه ليس عليك حساب بيتا يدوياً . يمكنك طلب هذه المعلومات من العديد من الوسطاء وعلى مواقع مالية مختلفة . ولكن كيف يمكنك بالفعل تفسير بيتا ؟

- تشير $\beta > 1$ الى أن السهم يرتفع أو ينخفض بشكل حاد أكثر من السوق .
- تشير $\beta < 1$ الى أن السهم يرتفع أو ينخفض بشكل أقل حدة من السوق .
- يشير $\beta = 1$ الى أن السهم يرتفع أو ينخفض مثل السوق .
- تشير $\beta < 0$ الى أن السهم يتحرك في الاتجاه المعاكس للسوق .
- تشير $\beta = 0$ الى أن السهم ليس له علاقة بالسوق العام .

يحسب معامل بيتا للمحفظة من المعادلة الآتية :

$$\beta = \beta_p$$

أي أن بيتا المحفظة : عبارة عن المتوسط المرجح (الموزون) لبيتا أصول المحفظة .

مثال :

محفظة استثمارية مكونة من الأسهم (أ ، ب ، ج) وبالأوزان (30% ، 25% ، 45%) على التوالي ، فإذا كانت

بيتا لهذه الأسهم (1.5 ، 1.4 ، -2) على التوالي .

المطلوب : حساب بيتا لهذه المحفظة .

الحل : بيتا للمحفظة عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا عناصر المحفظة .

$$0.45 + 2 \times 0.25 \times 1.4 + 0.30 \times 1.5 = \beta_p$$

$$0.9 - 0.35 + 0.45 =$$

$$0.1 - =$$

والآن ماذا تعني الإشارة السالبة ؟

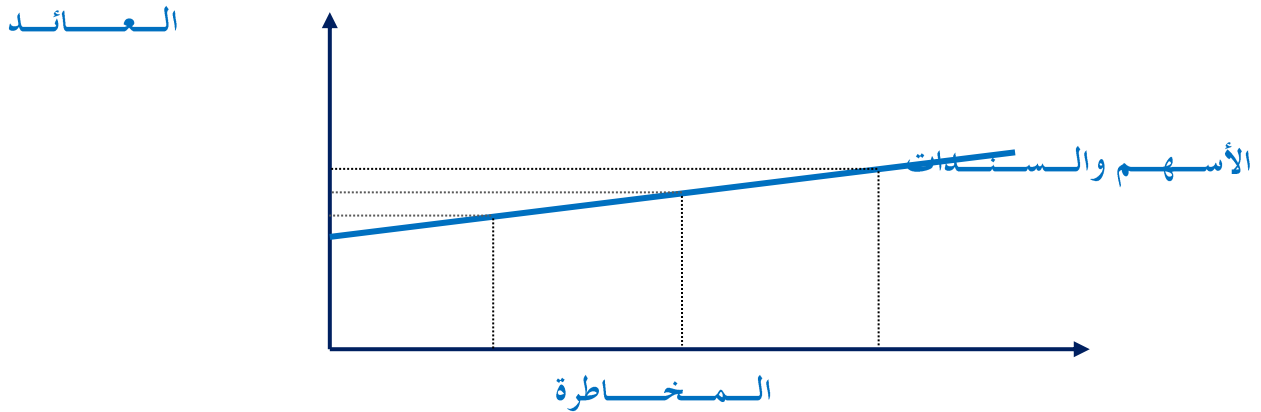
إن الإشارة السالبة هنا تعبر عن اتجاه ، فإذا ارتفع عائد محفظة السوق بنسبة معينة (10%) فإن عائد هذه المحفظة سينخفض بنسبة (10%) ، والعكس صحيح في حالة انخفاض عائد محفظة السوق حيث سيرتفع عائد هذه المحفظة .

علاوة المخاطر : يقصد بعلاوة المخاطر التعويض الإضافي في معدل العائد المطلوب مقابل تحمل المستثمر لمستوى معين من المخاطرة و تجدر الإشارة الى أن علاوة المخاطرة على المحافظ الاستثمارية الموزعة جيداً يعتمد فقط على المخاطر المنتظمة. وعليه فعلاوة المخاطر المنتظمة تساوي علاوة مخاطر السوق ضرب معامل بيتا.

4. العلاقة بين العائد و المخاطرة:

لا يمكن تفسير العائد بـ معزل عن المخاطرة، فكلما زاد العائد ارتفعت درجة المخاطرة، ويمكن تمثيله بالتمثيل البياني:

الشكل رقم(3): التمثيل البياني لكل من العائد و المخاطرة



بشكل عام يمكن تقسيم المستثمرين تبعاً لتفضيلاتهم لتحمل المخاطرة إلى 03 أشكال:

- مستثمر متجنب للمخاطرة:

هذا النوع من المستثمرين سيطلبون عوائد أعلى لكي يحمّون أنفسهم عند تعرضهم للمخاطرة أعلى.

- مستثمر غير مبالي بالمخاطرة:

في هذه الحالة فإن العائد المطلوب من قبل المستثمر لن يتغير عندما ترتفع المخاطرة من مستوى إلى مستوى آخر بمعنى أنه يمكن أن يوظف أمواله في استثمار معين للحصول على عائد متوقع حتى في حالة توقعه للارتفاع في درجة مخاطرة ذلك الاستثمار.

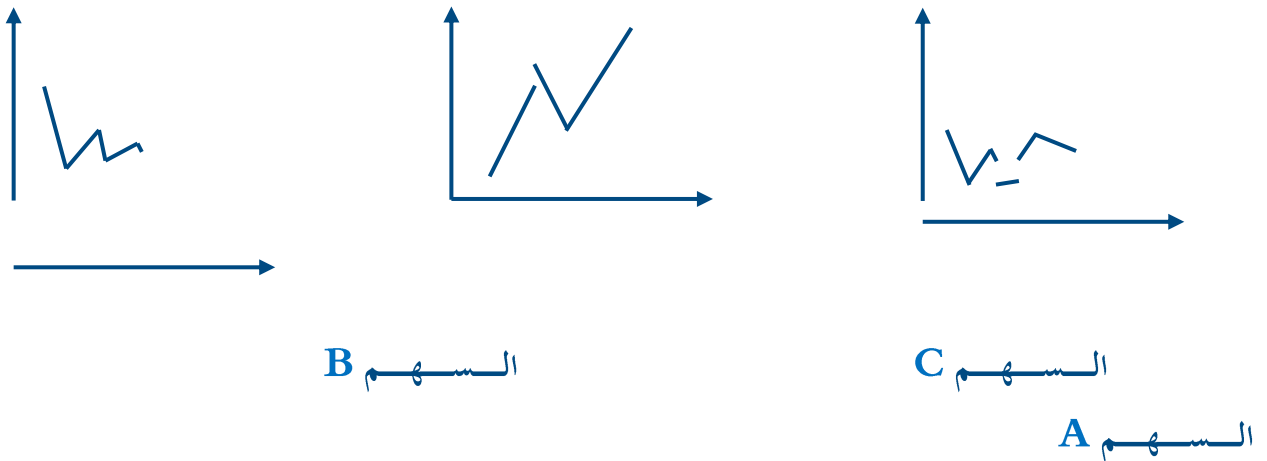
- المستثمر الذي يبحث عن المخاطرة:

يكون هذا المستثمر مستعداً لقبول عوائد معينة مقابل مخاطرة أعلى.

4- أثر التنويع في تخفيض خطر المحفظة:

1. يعرف التنويع بأنه عملية تتضمن تجميع أنواع مختلفة من الأصول بهدف تخفيض المخاطر الناجمة عن عملية الاستثمار في تلك الأصول، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي الذي يجمع مع حركة أسعار أسهم A و B و C:

الشكل رقم (4): حركة الأسهم



التفسير:

نلاحظ أن السهم A يشير إلى انخفاض في البداية ثم يعود إلى ارتفاع ثم ينخفض مرة أخرى بمعنى أنه ذو تقلب كبير، أما السهم B نلاحظ أنه أقل تقلباً من السهم A حيث يشهد في البداية ارتفاعاً

ثم ينخفض ثم يعود الارتفاع مجدداً، أما بالنسبة للسهم C، نلاحظ ارتفاع سعره ثم C في البداية إلا أنه ينخفض في النهاية.

من خلال حركة أسهم A و B و C نلاحظ أن اقتناء السهم B سيولد ربح حقيقي وبالمقابل لو قام المستثمر بـ شراء أسهم الثلاث بمبلغ متساوي فإن هذا التنويع سيساهم في تخفيض مخاطره تعرضه للخسارة، وفي نفس الوقت ستكون أرباحه فرصة للربح من السهم B.

و يخضع التنويع للعديد من الأسس إذ نجد التنويع بناء على جهة الاصدار و يقصد به عدم اقتصار الأصول التي تشكل المحفظة الاستثمارية على نوع واحد من الأصول او الأوراق المالية و عدم اقتصار الأوراق المالية الصادرة عن شركة و في هذا الصدد نميز بين التنويع الساذج و تنويع ماركويتز (أشرنا لهما سابقاً)

وتشير الدراسة الشهرية التي قام بها كل من إفانز وآرشر على أن إحتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 22 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر غير منتظمة، كما تجدر الإشارة إلى أن المغالاة في التنويع ينجم عنه نتائج سلبية، منها:

- صعوبة إدارة المحفظة و التكاليف العالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضماناً .

- اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية.

- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء، وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع، ما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة في عمليات الشراء.

2- تنويع ماركويتز: MARKOWITZ

يطلق على هذا الأسلوب نظرية المحفظة الحديثة، وهي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة من حيث المازنة بين لخاطرة و العائد.

يقوم تنويع ماركويتز على فكرة أساسية مفادها ان مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف أيضاً على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات، و هذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تكون المحفظة، و ذلك مع مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ، و بالتالي فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو تكون كانت تلك العوائد مستقلة أي لا يوجد علاقة بينها أو توجد بينهما علاقة عكسية ، وبما أن معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية يتراوح بين +1 و -1 فقد توصل MARKOWITZ إلى أنه أنو كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات كلما انخفضت درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

لقد اعتمد ماركويتز MARKOWITZ في بناء النموذج على الفروض التالية :

- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمال للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.

- يقدر المستثمر المخاطر الذي تواجهه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة.

-يحاول المستثمر تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علما بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسير بالمنفعة الحديثة المتناقصة للشرة .

-يتسم المستثمرون بالسلوك العقالين، و بالتالي فهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد، و في ظل هذه الفروض يوصف الاستثمار بأنه كفؤ إذا لم توجد ورقة مالية أو محفظة يتعرض عائدها إلى مخاطر أقل بفرض تساوي العائد المتولد، فان العائد و المخاطر يلعبان دورا مهما في عملية تقييم الفرص الاستثمارية طالما أنهما يلعبان دورا مهما في عملية اتخاذ القرار الاستثماري سواء على مستوى الافراد أو على مستوى المؤسسات.

-تنوع تواريخ الاستحقاق العالقة بني أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق الأكثر قيمة من السندات طويلة الأجل إذ ان تقلب أسعار الفائدة يرتبط بالسندات قصيرة الاجل لذلك فصاحب المحفظة يواجه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هاذين النوعين .

-قيام المستثمر بالتحوط وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمارها في شراء سندات قصيرة الاجل، وإذا تحققت التنبؤات فسيستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حلول اجل استحقاقها، والعكس صحيح.

-توزيع تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم على أساسه المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع الاوراق المالية المقسمة إلى أجزاء، و بهذا الشكل تصبح كل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية لا تستحق في نفس الوقت.

-التركيز على الاوراق المالية طويلة الاجل و متوسطة الاجل: ذلك لأن الاستثمار في الاوراق المالية طويلة الاجل مخصصة لزيادة الارباح اما الاستثمار في الاوراق متوسطة الأجل سيساهم فزيادة الارباح وتوفير السيولة أما الأوراق المالية قصيرة الاجل فهي مخصصة لتوفير السيولة.

-يمكن للمستثمر عن طريق الاستثمار في أوراق مالية أجنبية التخفيض من المخاطر المنتظمة، فالتنوع بهذا الشكل يؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بني العائد على الاوراق المالية المحلية والعائد على الاوراق المالية الاجنبية سالبا أو يساوي الصفر.

-توفير السيولة الكافية لمواجهة الازمات.

مواجهة العسر المالي

الحفاظ على رأس المال الاصلي

استمرار التدفقات النقدية، وذلك عن طريق احتواء المحافظ الاستثمارية على أوراق مالية ذات دخل ثابت كالسندات .

توفري قدر من التنوع، وذلك من شأنه تخفيض المخاطر

3-أهمية ادارة المحافظ الاستثمارية:

ظهرت أهمية ادارة المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية وذلك للأسباب التالية:

تدفق رأس المال إلى مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية و جميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الاسهم والسندات.

توسع المؤسسات الاستثمارية و بيوت الخبرة في تقديم خدمات و نصائح إلى المستثمرين خصوصا الاستثمار في الاسهم و السندات، و حديثا زاد الاستثمار في العقارات.

انصب اهتمام المستثمرين على الربح السريع، مما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف

4-العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية

توجد العديد من العوامل التي تتحكم في إدارة المحافظ الاستثمارية يمكن تحديد أهمها فيما يلي:

1-العوامل المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية: و تتمثل في:

***معدل الفائدة:** كما سبق وأشرنا لوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة ومدى الرغبة بالاحتفاظ بالورق خاصة في الأجل الطويل، لذا فإن إدارة المحافظ تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه أوراق المحفظة ومقارنتها بالعائد السائد في السوق، كما تقوم بمتابعة الأوراق المالية الجديدة المتداولة في السوق الأولية وعوائدها.

***سعر الورقة المالية ذاتها:** القيمة السوقية للورقة المالية تتحدد أساسا من تقلبات العائد ومقارنته بالعائد السائد في السوق، و كلما كان سعر الورقة المالية في السوق في تزايد كلما زاد الاحتفاظ بها، لأن ذلك يشجع المستثمرين على زيادة الطلب على هذه الورقة لما تحققه من ربح رأسمالي

***تأثير الكوبون:** كلما اقترب موعد دفع الكوبون كلما ارتفع سعر الورقة المالية، وبالتالي زيادة الطلب عليها .

***التضخم:** كون التضخم يفقد النقود قيمتها فإن الاحتفاظ بها دون استثمار أمر غير رشيد، لذا يزيد الطلب على الاستثمار في فترات التضخم عنه في فترات الانكماش .

2-الاعتبارات الفنية في إدارة المحافظ الاستثمارية:

تنحصر هذه الاعتبارات الفنية فيما يلي:

***الاعتبارات الزمانية والمكانية:** ويقصد بالاعتبارات الزمانية تأثير التوقيت على قرارات الاحتفاظ أو التخلص من الأوراق المالية أما الاعتبارات المكانية فتتعلق بالمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في سوق معين أو دولة معينة مثلاً.

* مستوى جودة الورقة المالية: ويقصد بجودة الورقة المالية قابليتها للتداول دون التعرض للمخاطر ويتمثل الحكم على جودة الورقة المالية من خلال تحليل البيانات المتوفرة عنها.

*السلطات والصلاحيات المخولة لمدير المحفظة : وذلك لإجراء الارتباطات الحاضرة والمستقبلية، بالإضافة إلى حدود المبالغ التي له الحق في التعامل بها

*السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسع في الاصدار النقدي وفي الانفاق الحكومي الجاري كسياسة التوسع والاستثماري أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية وما لهذه الامور من تأثيرات على أسعار الاسهم و عوائد السندات.

3-السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية طبقاً لأهداف وغايات المحفظة، فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمل المخاطرة العالية أو الربح القليل مع الامان و الاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى و الثانية، ويمكن حصر السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية فيما يلي:

1- سياسة المخاطر أو الهجوم: هذه السياسة يتوجه اليها المستثمر المضارب، الذي هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان، ومنه فان اهتمامه ينصب على الارباح الناتجة عن تقلبات أسعار الاوراق المالية المشككة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ -محافظ رأس المال -، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الاسهم العادية حيث تشكل حوالي 83% إلى 90% من قيمة المحافظ.

2-السياسة المتحفظة أو الدفاعية: تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك تعتمد بالدرجة الاولى على السندات والاسهم المختارة حيث لا مخاطرة فيها و معدل الفائدة محدد و العائد ثابت، و كما هو×9:طخجكخخك×م يفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كس. د و كود، إذ أن أسهم الشركات الكبرى و القوية يكون تأثرها قليل بالتغيرات الاقتصادية،لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير

من هبوط أسعار الشركات النامية. والنموذج الشائع لهذا النوع من الاستراتيجيات هي محفظة الدخل و التي تتكون قاعدتها الاساسية من الأسهم لممتازة و أذونات الخزينة، بنسب تتراوح ما بني 60-80% من رأس مال المحفظة.

3-السياسة المتوازنة: وتجمع هذه السياسة بين خصائص كل من السياستين الهجومية والدفاعية. و تقوم ادارة المحافظ عند اتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المالي إلى قسمين هما قسم الأوراق المالية ذات الربحية العالية و المخاطرة العالية و القسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق. ويمكن أن تكون ادارة هذه المحافظ مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال ما بني الدفاعي و الهجومي، ففي حالة النشاط الاقتصادي و الحركة القوية للسوق المالي لابد من من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، و في حالة الكساد ساد و الركود ود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم و السندات الدفاعية، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.

4-المحفظة الاستثمارية الكفوة:

إذا تم افتراض أنه يتم دراسة عدد من الاستثمارات فإن ذلك معناه أنه يمكن تكوين عددا لا نهائيا من المحافظ الاستثمارية، ويكون لكل محفظة عائدا و خطرا متوقعا، وبالتالي بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة والتي يمكن تكوينها من الأصول المتاحة، ماهي المحفظة التي يجب اختيارها؟ وعليه سيتم اختيار المحفظة التي تحقق أكبر عائد ممكن وأقل خطر، والتي تعرف بالمحفظة المثلى أو المحفظة الكفوة. وهذا الإجراء يتوقف على أمرين، هما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفوة

-الاختيار المتوقع بين مجموع هاته المحافظ تلك التي تحقق مصلحة المستثمر بأكبر درجة

1-تعريف المحفظة الاستثمارية الكفوة

تعرف المحفظة الاستثمارية الكفوة، بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد .

وظف واضعوا نظرية المحفظة المفهوم الاقتصادي للمنفعة الحدية في تقسيم المستثمرين إلى فئتين هما:

فئة المستثمرين الرشيدين وفئة المستثمرين المضاربين، ووفقا لنظرية المحفظة يحقق العائد على الاستثمار بالنسبة إلى المستثمرين درجات متفاوتة من الإشباع، وذلك تبعا لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققونها منه، وكما أن المنفعة الحدية للسلع

الاستهلاكية تكون متناقصة فإن المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار بالنسبة للمستثمر الرشيد تكون هي الأخرى متناقصة. فتناقص المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار لدى المستثمر الرشيد تجعل حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متزايد

باطراد، مما يعني أن أي فرصة تلوح له لتحقيق عائد أعلى على استثماراته ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى العادي للمخاطرة المقبولة لديه، وبالتالي زيادة حساسيته للمخاطرة تجعله مترددا في قبولها. بينما العكس المستثمر المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة و بصورة متزايدة تقلل من حساسيته اتجاهها كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد استثماري أكبر. وعلى الرغم من كون هذا يعد قاعدة لدى معظم المستثمرين إلا أنه توجد بعض الإستثناءات فقد يوجد أحد المستثمرين المضاربين الذي تتزايد لديه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بشكل متزايد، وبصفة عامة تندرج غالبية المستثمرين تحت فئة المستثمر الرشيد والذي يمكن ووفقا لوجهة نظره تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى بما يلي:

-تحقق للمستثمر توازنا بين العائد و المخاطرة.

-تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع .

-أن تحقق أدوات المحفظة حد أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لديها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

5-بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة:

تقوم عملية بناء المحافظ الاستثمارية الكفوة على ثلاثة مبادئ أساسية هي:

إذا ما خير بين محفطتين استثماريتين تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة، فسيتم اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل

-إذا ما خير بين بني محفطتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف في العائد المتوقع، فسيتم اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى.

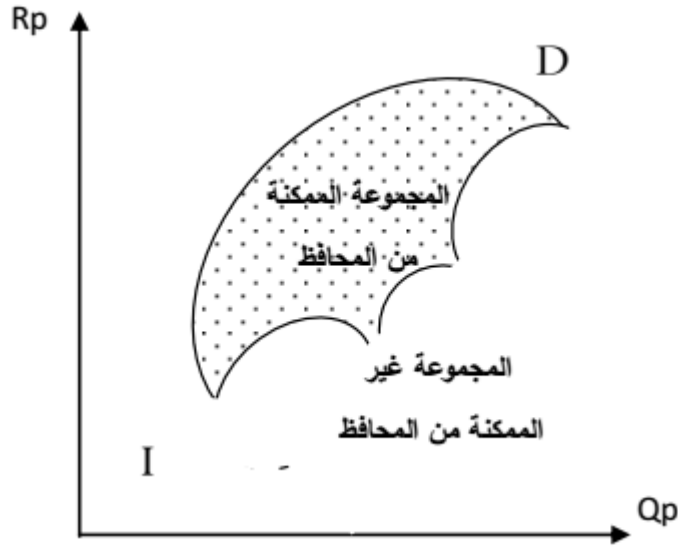
ما إذا ما خير بين محفطتين استثماريتين وكانت الأولى أعلى عائدا وفي نفس الوقت أقل مخاطرة، فبالتأكيد سيتم اختيار المحفظة الأولى، وعليه لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوة انطلاقا من المبادئ السابقة يتطلب الأمر من المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدد منحى المحافظ المثلى و الذي يعرف بمنحنى الحد الفعال وللقيام بذلك توجد ثلاثة نماذج.

أولا: نموذج ماركويتز

يقوم هذا النموذج على تحديد مجموعة المحافظ الكفوة الممكنة ثم اختيار من بينها المحفظة الكفوة.

منحنى الحد الفعال: هو مجموع النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ الكفوة ويرسم عن طريق العلاقة بين عنصري العائد والمخاطرة. وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمارية مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة حاملة للمخاطرة بمعنى لا توجد بينها أدوات استثمارية خالية من المخاطرة.

الشكل رقم (4): منحنى الحد الفعال



المصدر: عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سابق ص 97

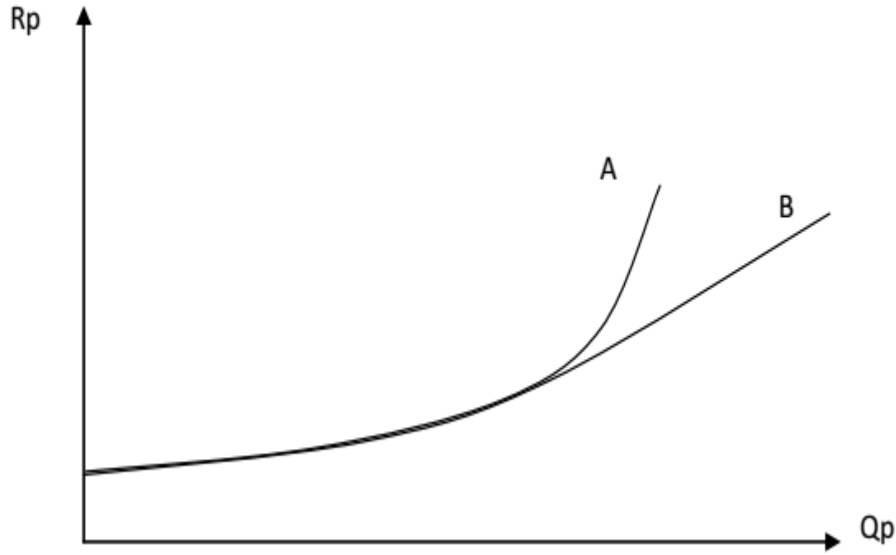
يمثل المحور العمودي العائد على الاستثمار والمحور الأفقي المخاطرة، يتبين أن منحنى الحد الفعال يتمثل في المنحنى ID والذي يقسم اجماليات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى جزئين، هما الجزء العلوي على يسار المنحنى ويمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر، أما الجزء السفلي على يمين المنحنى فيمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر.

ونظرا للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له، فإنه من مصلحة المستثمر اختيار محفظته الكفوءة في نقطة ما من النقاط الواقعة في الجزء العلوي، وذلك باعتبار أن أية محفظة يختارها في ذلك الجزء بمستوى معين من المخاطرة ستحقق له أعلى عائد قد تحققة أية محفظة يختارها في الجزء السفلي إلا أن المحافظ الواقعة في الجزء العلوي غير متاحة بالنسبة للمستثمر لذا سيضطر للبحث عن محفظته الكفوءة في حدود المجموعة الممكنة من المحافظ، وبالتالي فمن مصلحته اختيار محفظته الكفوءة في نقطة ما من نقاط المنحنى ، باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة

1-تحديد المحفظة الكفوءة :

بعد معرفة منحنى الحد الفعال يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة الكفوءة من النقاط الواقعة على هذا المنحنى، فلكيحدد دالة المقايضة بين العائد والخطر من وجهة نظره، وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء. والتي تظهر في الشكل أدناه:

الشكل رقم (5): منحنيات السواء للعائد و المخاطرة



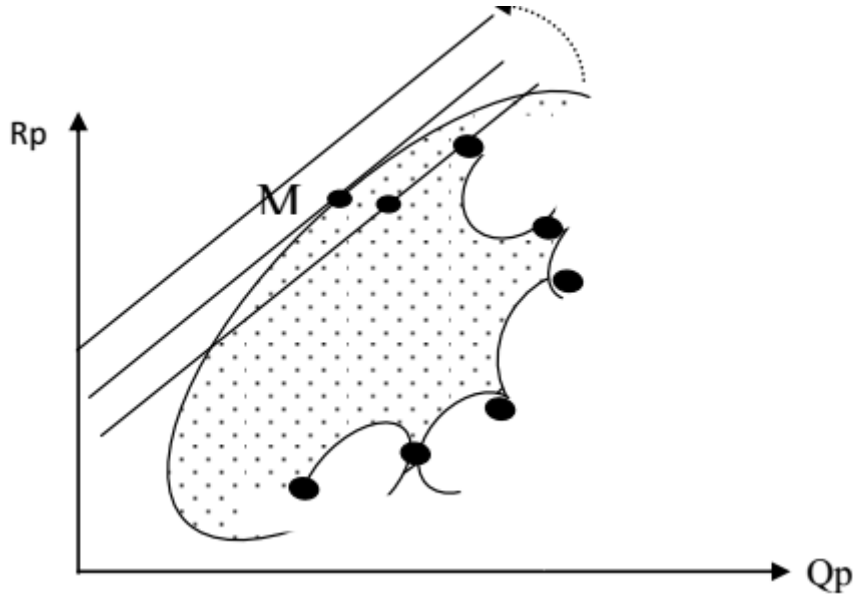
المصدر: محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، مرجع سبق ذكره ص 294

تمثل المنحنيات المنحنيات A و B منحنيات السواء للمستثمر أ والمستثمر ب. فيلاحظ أن المستثمر A يطلب عائدا متوقعا أعلى عن الزيادة في المخاطرة من العائد الذي يطلبه المستثمر B وهذا يعني أن المستثمر A يعتبر أكثر تشددا من ناحية قبوله للمخاطر.

و يمكن رسم عدد لا نهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر لتمثل المقايضات بين العائد و المخاطرة لتمثل مستويات مختلفة من الرضا و مستوى معين من الخطر فإن عائدا أكبر يتم الحصول عليه عند انتقال المنحنيات ناحية اليسار، بالإضافة إلى ذلك فإن كل فرد يختلف عن الآخر فيما يتعلق بمنحنيات السواء أو المقايضة بين العائد والمخاطرة، حيث أن منحنيات المستثمر A تبدأ من نفس النقطة ولها ميل أكبر من ميل منحنيات المستثمر B وذلك ما معناه أن المستثمر A يطلب عائدا أكبر لنفس مستوى المخاطرة.

تم الجمع بين منحنى الحد الفعال و بين منحنيات السواء ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفوءة التي تحقق أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر. و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (6): تحديد المحفظة الكفوءة



المصدر: نفس المرجع السابق ص 297

تمثل M نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال وأحد منحنيات السواء و هو ما يمثل المحفظة الكفوءة التي يتم اختيارها من قبل المستثمر.

1-1- نموذج توبين لاختيار المحفظة الكفوءة .

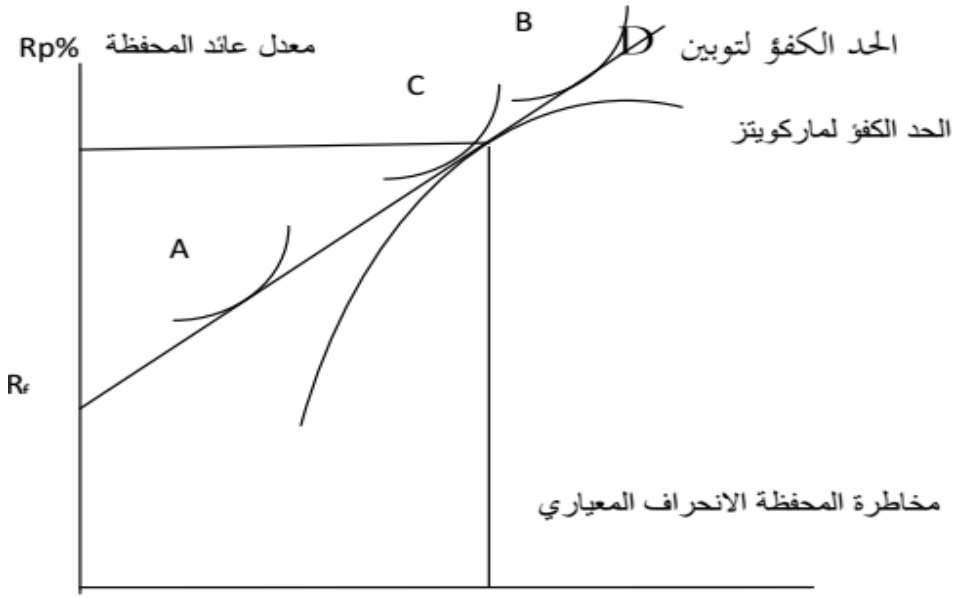
أسهم توبين بإضافة افتراض جديد لبناء المحفظة الكفوءة، وهو إمكانية المستثمر الاقتراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطرة R_f ، وهو العائد الذي لا يحمل أية حالة عدم تأكد علما أن العائد الخالي من المخاطرة يتصف ب: -انحراف معياري يساوي الصفر.

-التباين المشترك مع أية ورقة مالية يساوي الصفر وهو ناتج من أن معامل الارتباط بينهما يساوي الصفر .

- يتم الاقتراض عندما يشتري المستثمر حوالات الخزانة مثال كجزء من محفظته، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في العائد الخالي من المخاطرة أكبر من الصفر و النسبة المستثمرة في المحفظة أقل من 100%.

-يتم الافتراض بأن يقترض المستثمر أموال ويدفع فائدة بمعدل عائد خالي من المخاطرة (و يستثمر المبلغ المقترض بالإضافة إلى المبلغ الذي يمتلكه أساسا في المحفظة، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في المعدل العائد من المخاطرة أقل من الصفر والنسبة المستثمرة في المحفظة أكبر من 100% . و بناءا عليه يتخذ منحنى الحد الفعال شكل خط مستقيم، فيمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على المحور العمودي و يلامس أعلى نقطة في منحنى الحد الفعال الخاص بما ركوبت كما يوضح الشكل الموالي:

الشكل (7): المحفظة المثلى حسب نموذج توبين



المصدر: نفس المرجع السابق ص 301

يلاحظ من الشكل أن النقطة C تمثل المحفظة الكفوءة المكونة من أوراق مالية ذات مخاطرة، والتي تقع على منحنى الحد الفعال لتوبين وفي الوقت نفسه على منحنى الحد الفعال لماركوفيتز وسبب العلاقة الخطية التي يمثلها الخط AD هو أن المحافظ الكفوءة الجديدة المكونة من الاستثمار R و المحفظة C ستكون المعدل الموزون لمخاطر المحفظة C و التي تسمى بالمحفظة الخطرة.

بعد تحديد المحفظة الخطرة C بإمكان المستثمر اختيار محفظته الكفوءة من أية نقطة على الخط المستقيم (منحنى الحد الفعال) وفقا لتفضيلاته للعائد ودرجة تجنبه للمخاطرة وعليه فالمستثمر A المتجنب للمخاطرة يضع جزءا من أمواله في المحفظة الخطرة C والجزء الآخر يقوم به بشراء أذونات خزينة مثلا بمعدل عائد خالي من المخاطرة R_f وتسمى محافظ الاقتراض. أما المستثمر B الأقل تجنباً للمخاطرة فيقوم بالاقتراض بمعدل R واستثمار أمواله المقترض والمملوكة في المحفظة الخطرة C وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط D-C وتسمى محافظ الاقتراض أو قد يستثمر في المحفظة الخطرة من دون إقراض وإقتراض.

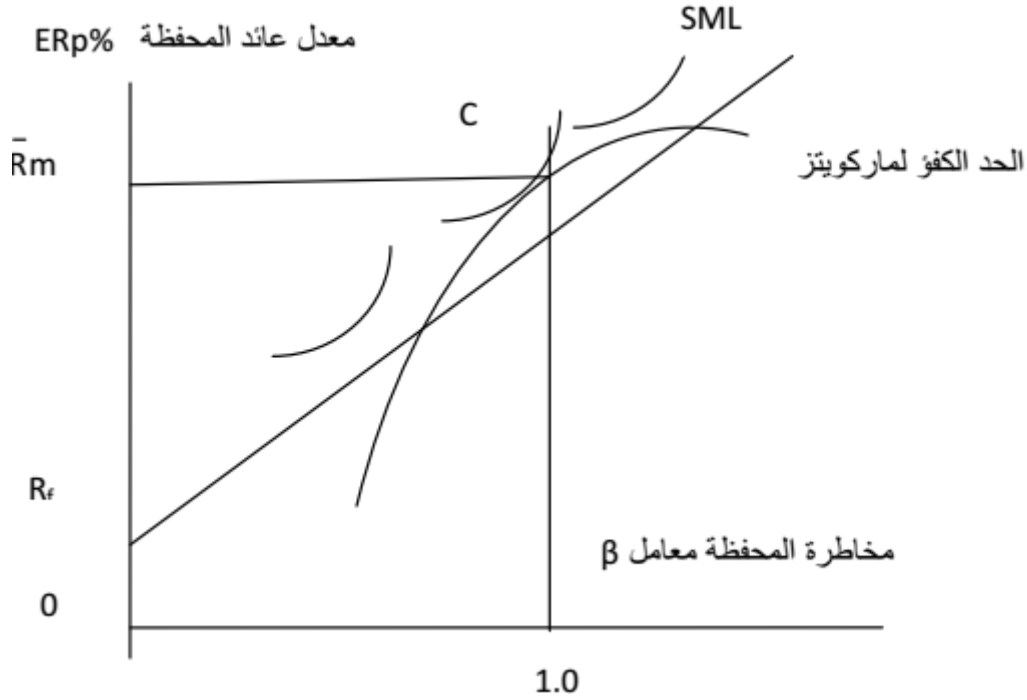
1-2- نموذج شارب لاختيار المحفظة الكفوءة

عملية اختيار المحفظة الكفوءة بوجود الاستثمار الخالي من المخاطرة، فإن منحنى الحد الفعال سيصبح خطا مستقيما يمتد من R_f على المحور العمودي ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفو لماركوفيتز في حين أن شارب افترض أن محفظة السوق الخطرة متنوعة بشكل كفوء ما يعني أن المخاطرة النظامية قد أُلغيت فالمستثمر سيواجه فقط المخاطر النظامية والتي تقاس

بمعامل بيتا حيث أن مخاطرة أية ورقة مالية تعتمد على مقدار مساهمتها في مخاطرة محفظة السوق، وعليه فإن السعر السوقي للمخاطرة أصبح مرجحاً بدرجة ارتباط عوائد المحفظة الاستثمارية بمحفظة السوق وفقاً للصيغة التالية:

$$PR = R_f + (ER_m - R_f)B$$

الشكل (8): اختيار المحفظة الكفوءة حسب نموذج شارب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق ص 64

وعليه، فالمستثمر يستطيع التحرك على SML، وذلك بالاستثمار بنسب مختلفة من رأس ماله في محفظة السوق وبلاستثمار خالي من المخاطرة، ليقوم في النهاية باختيار محفظته الكفوءة من نقطة التماس أعلى المنحى سواء للمستثمر بالحد الكفوء أو خط SLM.

المحاضرة رقم 7: نماذج في إدارة المحافظ الاستثمارية

1. نموذج تسعير الأصول المالية:

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM اللبنة الأولى في نماذج التسعير بشكل عام وهو قائم على مجموعة من الفروض و قد تم استحداثه في العام 1964 عن طريق ويليام شارب Sharpe William، غير أن دراسات عديدة أجريت على النموذج لاستخدامه في المجالات المالية الأخرى من بينها دراسة جون لنتر Linter John عام 1965 ودراسة جان موسين Mossin Jan عام 1966، واعترافا بجهودهم الهامة ومساهماتهم المؤثرة في الاقتصاديات المالية تم منح كل من ويليام شارب وهاري ماركويتز وميرتون ميلر Merton Miller جائزة نوبل مشتركة في الاقتصاد عام 1990

1- مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

وهو ما يعرف برمز (CAPM) اختصار لجملة capital asset pricing modal وهو يعمل على معرفة مخاطر الأوراق المالية، من خلال معرفة حساسية عائد الورقة المالية ومقارنتها بما يحدث من تغير على عائد السوق. إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعد من أهم النظريات في عالم التمويل؛ لأنه يقوم على انعكاس العلاقة بين المخاطر والعائد في بيئة الأسواق الكفوءة، وذلك من خلال توسيع المحافظ الاستثمارية الكفوءة في السوق بشكل عام وتحديد وتقييم الأوراق المالية بشكل خاص.

ويعود تطوير هذا النموذج (CAPM) إلى كل من شارب (sharp) 1964، ولينتر (linter) بتطوير نموذج هاري ماركويتز Markowitz الذي يعتمد على المفاضلة بين المخاطر والعائد، ويقدم نموذجهم.

إن لهذا النموذج تطبيقات لكل من الأصول الحقيقية والمالية، و ينطلق هذا النموذج من العلاقة الطردية ما بين العائد و المخاطرة، حيث يقوم على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر وهي المخاطرة المنتظمة و التي تقاس عن طريق معامل البيتا β لا يمكن أن يتحملها إلا إذا كان في مقابل ذلك عائد يعوضه تحمل المخاطر المنتظمة، أما المخاطر الغير منتظمة فيمكن السيطرة عليها عن طريق التنوع.

2- استخدامات النموذج:

يعتبر الاستخدام الأساسي لهذا النموذج هو حساب كلفة التمويل و التي تمثل في نفس الوقت معدل العائد المطلوب عل حق الملكية فهو النموذج المفضل حاليا في حساب هذه المؤشرات المالية، ولكلفة التمويل المحسوبة بهذا النموذج أهمية كبيرة في القرارات المالية بما في ذلك قرارات التمويل و الاستثمار لأنها هي بمثابة أدنى عائد يطلب من القرارات المالية تحقيقه.

و يستخدم أيضا النموذج للمفاضلة بين الهياكل المالية من خلال اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقل معدل لكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع والمطلوب.

أما الاستخدام الثالث لـ CAPM هو في مجال قرارات الإنفاق الاستثماري، لأن قرار قبول أو رفض الاقتراح الاستثماري يتوقف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لذلك الاقتراح، فصنفي القيمة الحالية المحسوب على أساس هذا النموذج موزونا بالمخاطر عكس الطريقة التقليدية التي يعاب عليها أنها لم تأخذ أثر المخاطرة بنظر الاعتبار.

3-فرضيات النموذج:

1-أن المستثمر يختار المحافظ المالية البديلة على أساس العائد و المخاطرة و عليه يقوم بتوزيع العائد المحتمل توزيع طبيعي.

2 -إن المستثمر هدفه الحصول على أكبر عائد فلو اختار بين محفظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأكبر.

3- الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما كان حجمها.

4- السوق مكونة من مجموعة مستثمرين يحاول كل واحد منهم تجنب المخاطرة و تعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة فيحاول كل مستثمر التقليل من التباين خلال نفس الفترة.

5-تجانس توقعات المستثمرين مما يعني أن جميع المستثمرين يتوقعون نفس العائد المتوقع والانحراف المعياري و التباين المشترك للاستثمارات.

6-المستثمر يستطيع الإقراض والاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

7 -عدم وجود ضرائب و أن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة، كما أن لهذا النموذج تطبيقات لكل من الأصول الحقيقية والمالية.

4- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعبر النموذج عن العائد المطلوب لأصل ما في جزئين:

-الأول: العائد الخالي من الخطر.

- الثاني: علاوة المخاطرة المصاحبة لهذا الأصل.

يتم التعبير رياضيا عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمعادلة التالية، والتي تعبر عن معدل العائد المطلوب (RRR)

(Return Required of Rate) للاستثمار في:

$$R_p = R_f + (E R_m - R_f) \beta_j$$

حيث/

 R_p : معدل العائد المطلوب. R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة. $(E R_m - R_f) \beta_j$: علاوة المخاطر.

ومن خلال معادلة CAPM ومن أجل حساب معدل العائد المطلوب عن الأصل المالي i يتطلب حساب ثلاثة مؤشرات هي: معدل العائد الخالي من المخاطر R_f الذي عادة ما يتم التعبير عنه بمعدل فوائد أذونات أو سندات الخزينة التي لا تزيد مدة استحقاقها السنة.

-متوسط معدل عائد محفظة السوق ($E R_m$)-المخاطر النظامية للأصل i β_i

5-انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

على الرغم من الأهمية القصوى للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة بمعادلة رياضية خطية بسيطة ورغم أنه مازال مستخدماً حتى يومنا هذا في تقييم أداء المحافظ المالية و تحديد معدل العائد المطلوب و قياس تكلفة التمويل، واجه CAPM العديد من الانتقادات بسبب افتراضاته المثالية وفشله في بعض الاختبارات التطبيقية، وفي ما يلي أهم هذه الانتقادات:

-يعتبر النموذج ان المستثمرين يمكنهم أن يقترضوا ويقترضوا بنفس معدل العائد الخالي من المخاطر، ولكن الاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر أمر واقعي و يمكن أن يتحقق بشراء أذونات الخزينة ولكن من غير المعقول أن يقترض المستثمر من الغير بنفس المعدل، وعلى رأس هؤلاء المشككين الذين ذهبوا إلى أبعد حد بلاك (Black 1972) الذي اعتبر أن أذونات الخزينة ليست أوراق مالية خالية من المخاطر وذلك لما تتعرض له من خطر التضخم، وبالتالي يمكن استبدال هذا التعبير بالاستثمار ذو المعامل بيتا المساوي للصفر.

-إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات وهو في الواقع أمر يستحيل أن يحدث لا يمكن ان تكون صفقة بالسوق المالية دون وجود تكلفة لها.

-يفترض CAPM عدم وجود ضرائب وكما هو معلوم فالضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات وسوف تؤدي هذه الاختلافات إلى حدوث تباين واضح بين تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية.

2. نظرية التسعير بالمراجعة: Arbitrage Pricing Theory

تم تطوير نظرية تسعير المراجعة Theory Pricing Arbitrage من قبل الاقتصادي ستيفن روس Ross Stephen عام 1976، كبديل عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، على عكس CAPM التي تفترض أن الأسواق تتمتع بكفاءة تامة، فإن نظرية التسعير بالمراجعة APT تفترض في بعض الأحيان بأن أسواق الأوراق المالية ليست كفؤة في نفس الوقت، حيث قبل أن يقوم السوق في نهاية الأمر بتصحيح أسعار الأوراق المالية وتحويلها إلى القيمة العادلة.

باستخدام APT يأمل المراجحون في الاستفادة من أي انحرافات عن القيمة السوقية العادلة ومع ذلك فهذه ليست عملية خالية من المخاطر بالمعنى التقليدي للمراجعة، لأن المستثمرين يفترضون أن النموذج صحيح و يقومون بعمليات تداول اتجاهية بدلا من تأمين الأرباح الخالية من المخاطر.

و قد عرفت المراجعة بصفة عامة بأنها عملية بيع الأدوات المالية المبالغ في تقييمها (قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية) و شراء الأدوات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك حتى يتم الرجوع إلى التوازن، وهذا يعني أن المراجح يبحث عن الأصل غير المسعر بقيمة جيدة أي الأصل المقيم بأكثر أو بأقل من قيمته الحقيقية و يقوم في آن واحد بسلسلة من البيع

والشراء لنفس الأصل حتى و إن تم ذلك في سوقين مختلفين بغرض الاستفادة من فروق الأسعار و تحقيق العوائد من وراء ذلك.

إن هذه العملية تؤدي إلى زيادة الطلب على الأصول المسعرة بأقل من قيمتها مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية، كما تؤدي العملية إلى زيادة عرض الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية وهنا يزول الخلل وتنتهي عملية المراجعة عليه.

كمثال بسيط على المراجعة، ضع في اعتبارك ما يلي:

يتداول سهم الشركة X عند 20 دولار في بورصة نيويورك NYSE بينما يتداول في نفس الوقت بسعر 05.20 دولار في بورصة لندن و يمكن للمتداول شراء السهم في بورصة نيويورك و بيعه فورا لنفس الأسهم في بورصة لندن، حيث يحقق ربحا قدره 5 سنتات للسهم الواحد و يمكن للمتداول الاستمرار في استغلال هذه المراجعة حتى ينتهي المتخصصون في بورصة نيويورك من المخزون من أسهم الشركة X، أو حتى يقوم المتخصصون في بورصة نيويورك أو لندن بتعديل أسعارهم لمحو فرصة المراجعة.

2-1- فرضيات نظرية تسعير المراجعة

تقوم APT على العديد من الفرضيات التي تشبه ما هو معمول به في كل من نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ولكن مع تقليص عدد هذه الفرضيات واستثناء جزء كبير منها لتقتصر النظرية على الفرضيات التالية:

-يقوم نموذج على ثلاثة فروض أساسية وهي:

-تتميز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة إمكانية البيع على المكشوف وإجراء المراجعة باستمرار.

-يسعى المستثمرون دائما إلى زيادة ثروتهم في ظل ظروف التأكد.

-يمكن التعبير عن العائد الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية

و نجد بعض الكتاب يضيفون مجموعة أخرى من الفروض تتمثل في الآتي:

يوجد عدد كاف من الأوراق المالية لتكوين محافظ.

-السوق المالي الكفاء سوف يضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجعة

-للمستثمرين توقعات متجانسة حول عوائد الأوراق المالية، وهذه الأخيرة تكون موزعة توزيع طبيعي.

2-2- تركيبة نموذج نظرية التسعير بالمراجعة.

بما أن نظرية APT هي نموذج عوامل فقد صاغ روس العلاقة بين العائد والمخاطر على النحو الآتي :

$$R_i = E(R)_i + b_{i1}\sigma_1 + b_{i2}\sigma_2 + \dots + b_{ik}\sigma_k + \epsilon_i \text{ for } i = 1 \text{ to } n$$

R_i : معدل العائد المتحققة أو الفعلي للورقة المالية . i

$E(R)_i$: معدل العائد المتوقع أو المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية

القيمة المتوقعة للعامل الاقتصادي.

f_j^* القيمة المحققة او الفعلية للعامل الاقتصادي

حساسية أو استجابة الورقة المالية i لتغيرات العامل المشترك المخاطر j

عائد إضافي متوقع يرتبط بالورقة المالية i وحدها (الخطأ العشوائي)

إن العوامل التي يمكن أن تؤثر على عائد الورقة المالية أو المحفظة تكون متعددة وأن التطبيق العملي لنظرية تسعير المراجعة APT يصنف تلك العوامل بشكل عام إلى نوعين: الأول هو العوامل المتعلقة بتأثيرات القطاع والثاني يتضمن العوامل المتعلقة بالتأثيرات النظامية، وفي الوقت الذي يبدو أن هناك عدد كبير من العوامل الممكن أن يكون لها تأثير على عوائد الأوراق المالية، فإن البحوث والدراسات تدل على أنه توجد أربعة عوامل منها تكون بارزة ومهمة وهي :

- التضخم غير متوقع.

- التغيرات غير متوقعة في مستوى الإنتاج الصناعي .

- التغيرات غير متوقعة في علاوات المخاطر.

2-3- انتقادات نموذج نظرية التسعير بالمراجعة :

على الرغم من أن لنموذج APT عدة نقاط قوة أهمها :

-اعتمادها على عدد قليل من الفرضيات الموضوعية عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛

-سهولة تطبيقها من ناحية العملية، وكذلك اعتمادها على عدة عوامل في تفسير عائدات الأصول المالية الفردية بدلا من عامل واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو محفظة السوق.

إلا أنه يؤخذ عليه بعض النقائص نلخصها فيما يلي:

- أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.

-أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم حيث أن نظرية التسعير بالمراجعة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم .

- لم تحدد ATP عدد العوامل التي يجب أن يحتوي عليها النموذج، مما دفع بالمؤيدين لهذا الأخير على اعتماد ما عرف بتحليل العوامل التي لم يحددها صاحب النظرية للوصول إلى العوامل الاقتصادية المحددة للمخاطر.

أشار (Reinganum) سنة 1981 إلى أن نموذج APT الذي سيحل محل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجب أن يتجاوز عثراته، وأهمها مشكلة الحالات الشاذة، كأثر شهر جانفي أثر بداية الأسبوع، أثر الأعياد... .

3-مقارنة APT مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

تتميز هذه النظرية عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بأنها تقوم على افتراضات ومحددات أقل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث تفترض بأن كل مستثمر سوف يملك محفظة استثمارية مميزة ومختلفة عن محفظة الآخر، مقارنة بالمحفظة السوقية المثالية التي يفترض وجودها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أي يمكن أن يتم اعتبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي واحد من الحالات التي يمكن الوصول إليها وفق نظرية التسعير بالمراجعة. بخلاف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على أساس تحديد معاملات بيتا عن طريق الإنحدار الخطي لعوائد الأسهم مع العامل السوقى، فإن نظرية التسعير بالمراجعة لا يحدد العوامل التي قد تؤثر على عوائد الأسهم بل يجعلها مرنة وتختلف من اقتصاد لآخر. حدد تشن، رول وروس عام 1986 بعض من عوامل الإقتصاد الكلي التي قد تؤثر على عوائد الأسهم وفق ما يلي:

-التضخم المفاجئ في الإقتصاد.

-التغير المفاجئ في معدل الإنتاج المحلي.

-التغيرات المفاجئة في ثقة المستثمر نتيجة بعض حوادث الإفلاس في سندات الشركات.

-التغيرات في منحني العائد الكلي في الإقتصاد المحلي.

إن أبرز الإنتقادات إلى هذه النظرية هو أنها تمثل نموذج تسعير للأصول المالية ولكن لفترة واحدة فقط وليس لفترات متعددة، على الرغم من هذا الإنتقاد فإن بساطة ومرونة افتراضات هذه النظرية جعلها تطبق في ثلاثة محاور هي:

-تخصيص وتوزيع الأصول المالية.

-حساب تكلفة رأس المال.

-تقييم أداء إدارة المحافظ الإستثمارية.

تطبيقات غير محلولة

ت1: لدينا المعطيات التالية حول ثلاث أسهم:

السهم	السعر في 05-01	السعر في 05-02
أ	33	22
ب	53	39
ج	21	55
د	17	12

نفترض أن أساس المؤشر: 155

المطلوب: احسب السعر النسبي لكل سهم.

ت2: إليك أسعار أسهم خمس شركات متداولة في البورصة:

السهم	قيمة الاسهم في بداية الفترة	قيمة الاسهم في نهاية الفترة
أ	50	55
ب	54	50
ج	52	38
د	32	32

المطلوب: احسب مؤشر الأسهم.

أسماء الشركات	عدد الأسهم المصدرة	السعر 1	السعر 2
أ	100	30	30
ب	50	60	66
ج	10	90	108

ت4: إذا كانت موجودات شركة ما (3) ملايين دينار ، والتزاماتها مليون دينار ، وعدد الأسهم العادية (200000) سهم ، والقيمة الاسمية للسهم الواحد (10) دينار .

المطلوب : احسب القيمة التصفية للسهم .

ت 5: على فرض أن إحدى الشركات توزع أرباحاً على حملة أسهمها بنسبة (25%) ، وأراد أحد المستثمرين شراء هذا السهم ، وطلب عائداً مقداره (9%) على أمواله ، فإذا كانت القيمة الإسمية لسهم هذه الشركة ديناراً واحداً .

1. المطلوب : حساب القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على هذا السهم .

ت 6:

- 1- م.ا الف.رق بين الس.وق النقدي وس.وق رأس المال ؟**
- 2- ع.رف أذونات الخزانية ؛ وم.ا هي خص.ص.م.ا.ص.هـ.**
- 3- م.ا الف.رق بين أدوات الع.ائد الثابت وأدوات الملك.ي.ة ؟**
- 4- م.ا الف.رق بين شه.ادات الإيداع والقب.ولات المصرفية ؟**

5- ما الفرق بين خي . . مار الش . . راء و خي . . مار البي . مع ؟

6- مفهـوم السـوق المـالي وأهمـهـم خـصـصـهـم لـمـائـصـهـم .

7- مفهـوم المحفظة الاستثمارية.

8- الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

ت7: أجب بصـح أو خـطأ مع تعليل الإجابة:

1- تتمتع أدوات السوق النقدي بمخاطر عالية وسيولة منخفضة.

2- شهادة الإيداع تصدر من قبل بنك عميل لبنك معين لمدفع مبلغ مـال إلى تاريخ لاحق.

3- الأوراق التجارية هي سندات دين غير مضمونة ذات سيولة منخفضة.

4- سندات الخزينة يتم تداولها جنباً إلى جنب مع أذونات الخزينة في السوق المالي.

5- تتشابه سندات الشركات وسندات الخزينة بـأن كلاهما أحـد أدوات الـمـعـيـر الثـابـت تـتمـيـزـان

بـمخاطر عدم الوفاء.

6- يتمتع صاحب السهم العادي والسهم الممتاز بالحـق في التصويت على القرارات الجمعية العامة.

7- يتمتع حامل السهم العادي بالحـق في المطالبة بتوزيعات أرباح السنوات السابقة.

8- السندات هي أدوات ملكية يتمتع حاملها بنفس حقوق حاملي الأسهم الممتازة من حيث توزيع

الأرباح.

9- تتغير القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق.

10- لا تتأثر القيمة السوقية للسند بـعامل التضخم.

ت 8:

أجب بصح أو خطأ مع تعليل الإجابة:

- 1- شهادات الإيداع هي سندات دين تصدرها الشركة المعروفة التي تكون بحاجة إلى التمويل.
- 2- تسمح أدوات التعاضد الثابت بالمشاهدة في ربحية الشركة.
- 3- لا يحق لحاملي السندات المضمونة الحصة على حقوقهم في حال إفلاس الجهة المصدرة.
- 4- السهم الممتاز له خصائص كل من السهم العادي والسند.
- 5- يحق حياض خيار الشراء خسة إذا كان السعر السوقي للأصل في تاريخ التنفيذ أكبر من السعر المحدد بموجب العقد.
- 6- يحق حياض خيار البيع مع ربحاً إذا كان السعر السوقي للأصل في تاريخ التنفيذ أقل من السعر المحدد بموجب العقد.
- 7- يترتب على العقود الآجلة دفع هامش مبدئي في حساب المشتري عادة ما يتراوح بين 5 و 15 بالمئة من قيمة العقد.
- 8- يتميز سوق المال بخصائص عديدة أهمها المضاربة والتحوط.
- 9- تعتبر الأوراق التجارية والقبولات المصرفية من بين أدوات السوق النقدي الأعلى سيولة والأقل مخاطرة.
- 10- تتغير القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق.

◆ تسم بحمد الله الانتهى . . . من كتابة هذا المطبوع ◆

إن بناء المحافظ الاستثمارية يتطلب المعرف التامة بمكانيزمات الاستثمار المالي و اسهه فضلا عن معرفة بكل التقلبات التي تشهدها الاسواق المالية و ما ينجر عنها من حركة في الأوراق المالية لذلك فمهما كانت الاسواق المالية و وجودها في اقتصاد اي دولة مظهر من تقدمها و تطورها الا ان الاسواق النامية اضحت حاليا اهم سبب في خلق و انتشار الأزمات من خلال الفلسفة التي تقوم عليها و ادواتها التي تتمتع بالمخاطرة العالية في ظل ظروف غير مؤكدة.

إن سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة، لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الإقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية منها، حيث يضم السوق المالي الدولي عددا محدودا نسبيا من المراكز المالية الدولية الكبيرة التي تتم بواسطتها أغلبية العمليات المالية في العالم

إن الدول النامية و من بينها الجزائر لم تستطع لحد الآن من ان يكون لها سوق مالي نشيط و مع ذلك لم تسلم من شظايا الازمات التي تخلقها هاته الاسواق .

قائمة المراجع:

- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، 1991.
- حسن النجفي القاموس الاقتصادي .محمد صالح الحناوي، . جلال إبراهيم العبد. "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأسمال، مؤسسات) ، الدار الجامعة، 1999 .
- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013/2000 .
- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر، 1990.
- وليد صايف، أنس البكري، الاسواق المالية والدولية، الطبعة الاولى، دار المستقبل، دار البداية، عمان، الاردن، 2009 .
- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع الجزائر، 1998.
- شقيير نوري موسى وآخرون ، ادارة الاستثمار ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، 2012 .
- كنعان علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009
- عبد الغفار حنفي.البورصات.أسهم،سندات , صناديق الاستثمار المكتب العربي الحديث ط 2000.
- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012
- غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2015.
- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، نشر مؤسسة . . . شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998-1999.
- منير إبراهيم هندي. "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
- منير إبراهيم هندي. "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من السوق - أحوالها و مستقبلها) ، دار الوفاء للطباعة . . . و النشر' الإسكندرية، 2000 .
- محمد مطر ، ادارة الاستثمارات : الاطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009 .
- محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الاردن، الشارقة، 2013

-مؤيد عبد الرحمن الدوري ،ادارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية،جامعة عمان الاهلية دار إثراء للنشر و التوزيع ط 2013

-زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن 2007
-علوان قاسم نايف، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009

-محمد مجد الدين باكير ، محافظ الاستثمار : ادارتها واستراتيجياتها ، شعاع للنشر والعلوم ، حلب ، 2008 .

- Jacques Teulié, Patrick. TOPSACALAIN, « Finance », 2^{ème} édition, Paris ; 1997.

-Didier Vitra « Tout savoir sur la bourse » édition 2002/2003, Paris.

للتواصل عبر البريد الإلكتروني: soumia.mouri@yahoo.fr

أو عبر صفحة الفايسبوك [soumia mouri](https://www.facebook.com/soumia.mouri)