

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche

Université Mohamed Khider - Biskra

Faculté des Science Economiques,
Commerciales et des Sciences de
Gestion

Département des Sciences
Commerciales



محمد خيضر - بسكرة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية

وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

الموضوع

دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية

تخصص تجارة دولية

تحت إشراف الأستاذة الدكتورة :

من إعداد الطالبة :

رايس حدة

قواجلية ابتسام

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ حساني رقية
مشرقا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ رايس حدة
مناقشا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر	د/ فريد عمر
مناقشا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر	د/ بن خيضر محمد عدنان
مناقشا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر	د/ مرعوش إكرام
مناقشا	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر	د/ جبار بوكثير

السنة الجامعية: 2019 - 2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



أولاً الحمد والشكر للمولى عز وجل حتى يبلغ الحمد والشكر منتهاه، سبحانه الذي بحمده تتم الصالحات ، الحمد لله الذي أعانني وهداني إلى إتمام هذا البحث في ظل كل الظروف التي مررت بها.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان والاحترام والتقدير للأستاذة الدكتورة المشرفة:رايس حدة لعونها ومساندتها وتفهمها لانجاز هذا العمل.

كما نتوجه بالشكر الجزيل لأعضاء اللجنة العلمية الموقرة على قبولهم مناقشة هذا العمل المتواضع.

إهداء

أمي وأبي الغاليان ، اليوم أقدم لكم ثمرة تعبكم معي التي دامت 33 عاما ، أتمنى أن يكون هذا مصدر فخر وسعادة لكما ، الله يحفظكما ويقيكما تاجا على راسي.

إخوتي أحبابي : سناء ، جمال الدين ، بدر الدين ، عبد النور ، عبد الله ، الباهي ..أحباء قلبي أطفال أختي محمد جواد الليل وسوارسعادتي اليوم هي سعادتم عسا كل أيامكم سعادة يا رب العالمين.

صديقاتي : سعيدي وردة ، بن سديرة سورية ، ليندة ...شكرا جزيلا الشكر على دعمكم ..آمل أن يجمعنا الله فيما فيه خير لوطننا.

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في إدارة المحافظ الاستثمارية الدولية ذلك أن مؤشرات أسواق رأس المال الدولية دائما محط اهتمام المتداولين في الأسواق المالية الدولية حيث أن مؤشر السوق هو تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن ، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو في سوق آخر.

وباعتبار أن المحفظة الاستثمارية الدولية توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والصرف الأجنبي تشكل إستراتيجية استثمارية لتقليل المخاطر بهدف الحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة.

قد تم التطرق في هذه الدراسة إلى الجوانب النظرية لأسواق رأس المال الدولية ومؤشراتها ، وكذا الجوانب النظرية والعملية لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ورصد دور المؤشرات في كل مرحلة منها .

خلصت هذه الدراسة إلى أن لمؤشرات أسواق رأس المال الدولية دور فعال في مراحل إدارة المحفظة الاستثمارية ، ذلك أن معطيات المؤشرات سواء الوصفية أو الكمية تدخل في جميع التحليلات والمعادلات المعتمدة من طرف مدير المحفظة للحصول على المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى هذا على الصعيد النظري ، أما عمليا فقد لاحظنا تقلص دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية نظرا لتطور الأبحاث واعتماد برامج حاسوب.

الكلمات المفتاحية: أسواق رأس المال الدولية، المحفظة الاستثمارية الدولية ، إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ، مؤشرات أسواق رأس المال الدولية.

Abstract:

This research aims to highlight the role of international capital markets indicators in the management of international investment portfolios, the indicators of international capital markets are always the focus of traders in the international financial markets, since the market index is a technique that allows to give a numerical result by the relationship between the evolution of quantities and prices over time ,in order to identify the performance of a stock market or a specific economic sector or financial portfolio with the possibility of comparing it with its peers in the same market, or in another market.

And as an international investment portfolio is a combination of investment instruments that include financial instruments such as stocks, bonds, derivatives and foreign exchange constitute an investment strategy to reduce risks in order to obtain the greatest return possible with less risk.

The study examined the theoretical aspects of the international capital markets and their indicators, as well as the theoretical and practical aspects of managing the international investment portfolio and monitoring the role of indicators in each stage.

The study concluded that the indicators of international capital markets play an active role in the stages of portfolio management, because the data of indicators, both descriptive or quantitative, is included in all analyzes and equations adopted by the portfolio manager to obtain the optimal international investment portfolio this is on a theoretical level ,but practically we have seen a decline in the role international capital markets indicators in the management of the international investment portfolio due to the development of research and the adoption of computer programs.

key words: international capital markets, international investment portfolio, the management of the international investment portfolio, international capital markets indicators.

الفهارس

الصفحة	المحتوى
I	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
أ - ٥	المقدمة العامة
الفصل الأول: سوق الأوراق المالية و أدواتها	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: المفهوم والأهمية والتصنيف
9	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية
23	المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
24	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق
26	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
27	المطلب الثالث: الصور المختلفة للسوق الكفاء
28	المبحث الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية
33	المطلب الأول: الأسهم

40	المطلب الثاني:السندات
53	المطلب الثالث:المشتقات المالية
53	المبحث الرابع:أهم أسواق الأوراق المالية
53	المطلب الأول:أهم أسواق الأوراق المالية الأمريكية
55	المطلب الثاني:أهم أسواق الأوراق المالية الأوروبية
57	المطلب الثالث:أهم أسواق الأوراق المالية الآسيوية
59	المطلب الرابع: أهم أسواق الأوراق المالية العربية
63	الخلاصة
الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية	
65	تمهيد
66	المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية الدولية
66	المطلب الأول:مفهوم مؤشرات الأسواق المالية الدولية
69	المطلب الثاني:استخدامات مؤشرات الأسواق المالية الدولية
70	المبحث الثاني:أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية
71	المطلب الأول:تحديد العينة
72	المطلب الثاني:الطريقة الحسابية لحساب المؤشر
73	المطلب الثالث:تحديد الأوزان النسبية (الترجيح) لمفردات العينة

81	المطلب الرابع: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية
89	المبحث الثالث: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية
89	المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية الدولية
93	المطلب الثاني: مفهوم وأهداف إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية
97	المطلب الثالث: الشركات التي بحاجة إلى إدارة المحافظ المالية
99	المبحث الرابع: سوق الصرف الأجنبي
99	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف
103	المطلب الثاني: ماهية سوق الصرف الأجنبي
109	الخلاصة
الفصل الثالث: مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية	
111	تمهيد
112	المبحث الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة وتحليل الاستثمارات
112	المطلب الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة
113	المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات
143	المبحث الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية
143	المطلب الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي

164	المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار التوقيت الاستثماري
183	المبحث الثالث: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية
183	المطلب الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في مقياس شارب
186	المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في مقياس تراينور
188	المطلب الثالث: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في نموذج جنسن
190	الخلاصة
الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية	
192	تمهيد
193	المبحث الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات عمليا
193	المطلب الأول: الشركات المختارة
197	المطلب الثاني: نموذج التحليل المالي
205	المبحث الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية عمليا
205	المطلب الأول : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي
217	المطلب الثاني : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار التوقيت الاستثماري
223	الخلاصة
225	الخاتمة العامة

229	قائمة المراجع
	الملحق

الصفحة	العنوان	الرقم
39	التصنيف المستخدم للسندات بواسطة كلا المؤسستين	(1-1)
72	معاملات الارتباط بين بعض مؤشرات الأسواق المالية الدولية	(1-2)
198	جدول النموذج المالي لشركة بيتروكيم لسنوات 2014-2016	(1-4)
206	أسعار الأسهم والمؤشرات المرافقة لها للشركات الخمسة محل الدراسة لسنتي 2014 و 2015.	(2-4)
207	أسعار الأسهم والمؤشرات المعدل وفق أسعار الصرف .	(3-4)
208	عوائد الأسهم المختارة ومؤشراتها .	(4-4)
209	بيتا أسهم الشركات المختارة .	(5-4)
210	جدول اللوغاريتمات الخاصة بأسعار الأسهم المختارة	(6-4)
212	جدول معاملات الارتباط بين أسعار الأوراق المالية المختارة	(7-4)
214	العائد المتوقع والانحراف المعياري ونسبة شارب للمحفظة الاستثمارية .	(8-4)
215	الوزن النسبي للأوراق المالية وفق خاصية SOLVER	(9-4)

الصفحة	العنوان	الرقم
18	إجراءات تنفيذ الأوامر .	(1-1)
94	النموذج العام لإدارة المحافظ.	(1-2)
118	قائمة المؤشرات الاقتصادية التي يصدرها المكتب القومي الأمريكي للبحوث الاقتصادية.	(1-3)
124	يوضح العوامل الخمسة المؤثرة على كثافة المنافسة	(2-3)
125	نمو المبيعات خلال كل مرحلة (دورة حياة الصناعة)	(3-3)
132	خط الانحدار بين عائد الورقة المالية وعائد السوق	(4-3)
137	خط السوق للورقة المالية SML	(5-3)
144	تأثير التنويع على مخاطرة المحفظة	(6-3)
146	الشكل العام لمنحنى الخط الفعال	(7-3)
149	خط الحد الفعال للأوراق المالية الدولية	(8-3)
160	خريطة سواء المستثمر المحايد	(9-3)
160	خريطة سواء المتحفظ	(10-3)
160	خريطة سواء المستثمر المضارب	(11-3)
161	منحنى الحد الفعال للمحافظ الكفوة	(12-3)
162	المحافظ التي يمكن الحصول عليها	(13-3)
166	العلاقة بين المعلومات و سعر الورقة المالية	(14-3)

168	الاتجاهات الثلاثة للسوق	(15-3)
171	يوضح موجة إليوت	(16-3)
172	وضح نموذج دورة السوق	(17-3)
179	يوضح بعض الأنماط الانعكاسية للاتجاه الصاعد الخاصة بخرائط الأعمدة	(18-3)
179	يوضح بعض الأنماط الانعكاسية للاتجاه الصاعد الخاصة بخرائط الشموع اليابانية	(19-3)
180	بعض الأنماط الخاصة بخرائط الأعمدة	(20-3)
180	بعض الأنماط الاستمرارية الخاصة بخرائط الشموع اليابانية	(21-3)
217	منصة تداول	(1-4)
218	خريطة شموع يابانية	(2-4)
219	المتوسط المتحرك 50	(3-4)
220	مؤشر الماكد	(4-4)
221	مؤشر ستوكاستيك	(5-4)
221	مؤشر البولينجر	(6-4)
222	مؤشر داوجونز مع المؤشر الفني بولنجر	(7-4)

المقدمة العامة

أدى التطور المستمر في الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الإنتاجية لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ، إلى تزايد الاهتمام بأسواق الأوراق المالية التي أصبحت تشكل أداة أساسية في دعم النمو الاقتصادي ، باعتبارها منبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو و التوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي .

مع تعاضم دور أسواق الأوراق المالية في اقتصاديات الدول وانتقال هذه الأخيرة من التمويل الغير مباشر إلى التمويل المباشر لمشروعاتها سواء العامة أو الخاصة ، زاد حجم الاستثمار في تلك الأسواق من خلال تشكيل ما يسمى بالمحافظ الاستثمارية التي هي عبارة عن توليفة من الأوراق المالية التي يسعى المستثمر من خلالها إلى الحصول على أعلى عائد مع أقل مخاطرة .

كانت هذه المحافظ محلية في البداية لكن مع ترابط العالم بالشبكة العنكبوتية أصبحت المحافظ دولية لأن مدراء تلك المحافظ يظنون أنها أفضل من المحلية فيما تقدمه لهم من عوائد وما تجنبهم من مخاطر .

لكي يضمن مدراء المحافظ الاستثمارية الدولية تحقيق أهدافهم لابد أن هناك معايير ووسائل يعتمدون عليها في ذلك، و الملفت للانتباه أن من يعملون على إدارة هذه المحافظ لا ينفكون يتابعون مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية التي تعكس اتجاه حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق .

إن الاهتمام البالغ لمدراء المحافظ المالية الدولية بتقلبات مؤشرات أسواق رأس المال الدولية لا يكون إلا إذا كان وراء هذا الاهتمام أمر جلل وإلا ما كانوا ليضيعوا وقتهم الثمين أما شاشات البورصة أو شاشات حواسيبهم، كل هذا يجعلنا نطرح الإشكالية التالية:

هل لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية؟

تدرج تحت هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

1. كيف يتم حساب مؤشرات الأسواق المالية الدولية ؟
2. هل لكل المؤشرات طريقة الحساب نفسها ؟
3. كيف يتم اختيار المحفظة المثلى؟
4. فيما تختلف المحفظة الاستثمارية الدولية عن المحلية ؟

أولاً: فرضيات البحث

لمعالجة الإشكالية المطروحة تم صياغة الفرضية الرئيسية كما يلي :

لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

لخدمة الفرضية الرئيسية يمكن صياغة مجموعة من الفرضيات الجزئية التالية :

1. تحسب مؤشرات الأسواق المالية الدولية عن طريق احتساب معدل التعاملات اليومية على الأوراق المالية المتداولة فقي تلك الأسواق.

2. كل مؤشر له طريقة الحساب الخاصة به .
3. يتم اختيار المحفظة المثلى بالاعتماد على الأوراق المالية التي تصدرها كبريات الشركات .
4. تختلف المحفظة الاستثمارية الدولية عن المحلية في كونها تقلل مخاطر الاستثمار .

ثانيا: أهمية البحث

تظهر أهمية الموضوع في كونه لم يحظى بالدراسة الكافية في الجزائر . تعريف الذين يهتمهم الأمر بالنقاط التي تساهم فيها المؤشرات في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

ثالثا : أهداف البحث

يهدف البحث إلى:

- إبراز الطرق المختلفة لبناء مؤشرات أسواق رأس المال الدولية .
- إبراز المراحل النظرية لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية .
- معرفة كيفية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية من الناحية العملية.
- الوصول إلى معرفة أي من المحفظة المحلية أو الدولية أفضل للمستثمر .
- إظهار دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في كل مرحلة من مراحل إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية .

رابعا : الدراسات السابقة

كل الدراسات السابقة كانت تخص كل متغير لوحده، أي دراسات حول مؤشرات الأسواق المالية الدولية ودراسات أخرى حول إدارة المحفظة الاستثمارية ، ومن بينها ما يلي:

1. عفاف بشيري ،مدى مساهمة نماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية مع دراسة مجموعة من البنوك التجارية الجزائرية ،رسالة دكتوراه في العلوم التجارية ، جامعة محمد بوضياف لمسيلة ، سنة 2018.حيث تدور إشكالية هذا البحث حول :ما مدى مساهمة النماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية بالبنوك التجارية .وقد قسمت الباحثة عملها إلى أربعة فصول:
الفصل الأول : الإطار النظري للمحافظ الاستثمارية وبه أربعة مباحث ،حيث أن البحث الأول ماهية المحفظة الاستثمارية ، المبحث الثاني إدارة المحافظ الاستثمارية ، المبحث الثالث محفظة الأوراق المالية المبحث الرابع المحفظة الائتمانية للبنوك التجارية.

الفصل الثاني :إدارة المخاطر الائتمانية ويضم أربعة مباحث ، تناول المبحث الأول ماهية المخاطر البنكية ، والمبحث الثاني إدارة المخاطر البنكية ، المبحث الثالث المخاطر الائتمانية ، أما المبحث الرابع فكان حول إدارة المخاطر الائتمانية.

الفصل الثالث : النماذج الرياضية المستخدمة في تكوين المحافظ الاستثمارية وتناول أربعة مباحث جاء المبحث الأول في النماذج الرياضية ، المبحث الثاني كان في البرمجة الخطية ، والمبحث الثالث برمجة الأهداف ، والمبحث الرابع المحفظة المالية.

الفصل الرابع :دراسة ميدانية لمجموعة من البنوك التجارية ويحتوي على أربعة مباحث ، تناول المبحث الأول تطبيق النماذج الرياضية على بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، المبحث الثاني منهجية وإجراءات الدراسة الميدانية ، المبحث الثالث ثبات وصدق الاستبيان لأداة الدراسة ، المبحث الرابع حول تحليل نتائج واختبار فرضيات الدراسة الميدانية.

وتم التوصل في هذا البحث إلى أن البنوك التجارية الجزائرية لديها محافظ استثمارية محلية فقط ،والتي تعتمد في بنائها على وسائل كمية حديثة ، كما تم التوصل إلى المساهمة الفعالة للنماذج الرياضية- البرمجة الخطية والبرمجة بالأهداف - في تقليل مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية.

2.بن أحمد بن حاسين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر لسنة 2012/2013 حيث تدور إشكالية البحث حول :هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة؟وما هي متطلبات تفعيلها ؟ وقد قسم الباحث رسالته إلى ثلاثة فصول ، حيث الفصل الأول دراسة نظرية للسوق المالية وفيه أربعة مباحث ، المبحث الأول ماهية الأسواق المالية والمبحث الثاني المشتقات المالية ، المبحث الثالث طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية والمبحث الرابع تقييم وأساليب تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية .الفصل الثاني كفاءة سوق الأوراق المالية وفيه ثلاثة مباحث ، المبحث الأول ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية والبحث الثاني المعلومات وكفاءة الأسواق ، والمبحث الثالث نظرية المحفظة المالية وأداء الأسواق الفصل الثالث كان حول تقييم أداء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وضم أربعة مباحث ، المبحث الأول أسواق الأوراق المالية وتحديات التحرير المالي في الدول النامية والمبحث الثاني الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية ، المبحث الثالث أساسيات بناء سوق الأوراق المالية واهم معوقات نموها في الدول والمبحث الرابع تقييم كفاء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية.

3.الجودي صاطوري : أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة لحالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر العاصمة ، لسنة 2006. حيث تدور إشكالية هذا البحث حول : ما مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق

المالية؟ وما هي متطلبات تحقيق الكفاءة على النحو الذي يؤدي إلى التخصيص الكفاء للاستثمار في الأوراق المالية ويساهم في تمتيتها؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة أبواب ، حيث تناول كل من الباب الأول والثاني والثالث القاعدة النظرية للموضوع من خلال ثمانية فصول.

فتناول الباب الأول : دور ومكانة سوق أرس المال في السوق التمويلية ويحتوي على فصلين وهما الفصل الأول السوق التمويلية والفصل الثاني هيكل وتنظيم سوق أرس المال .أما الباب الثاني : الاستثمار في الأوراق المالية وتسيير المحافظ ويحتوي على فصلين هما : مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية والفصل الرابع تسيير المحافظ وتقييم أدائها في سوق الأوراق المالية.

الباب الثالث :تقييم الأوراق المالية وأثر كفاءة السوق على الاستثمار في الأوراق المالية يحتوي على الفصل الخامس تقييم الأوراق المالية والفصل السادس كفاءة السوق وأثرها على تنمية وتخصيص الاستثمارات في الأوراق المالية ، أما الباب الرابع فكان حول القاعدة التطبيقية بعنوان متطلبات كفاءة سوق رأس المال وأثرها على الاستثمار في الأوراق المالية في الجزائر ، وفيه الفصل السابع سوق رأس المال بالجزائر والفصل الثامن واقع ومتطلبات تحقيق كفاءة سوق أرس المال للاستثمار في الأوراق المالية في الجزائر .

وقد توصل الباحث إلى تبين مفاهيم سوق المال وكفاءة السوق وأثرها على تنمية وتخصيص الاستثمار في الأوراق المالية.

خامسا : منهج الدراسة

للإجابة عن الإشكالية المطروحة وتحليل إبعادها ومحاولة إثبات أو نفي الفرضيات المتبناة ، تم اعتماد عدة مناهج هي :

1. المنهج الوصفي

بهدف وصف وعرض الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية الدولية وللمحفظة الاستثمارية الدولية وكذا مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

2. المنهج التحليلي

استخدم المنهج التحليل من خلال تحليل دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية سواء نظريا أو عمليا.

سادسا: تقسيم البحث

بغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة قسمنا هذا البحث إلى أربعة فصول كما يلي :

الفصل الأول:سوق الأوراق المالية و أدائها تضمن ماهية سوق الأوراق المالية، كفاءة سوق الأوراق المالية و أهم أسواق الأوراق المالية الدولية .

الفصل الثاني:مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية وتضمن أربعة مباحث كما يلي :ماهية مؤشرات الأسواق المالية الدولية ،أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية ،سوق الصرف الأجنبي ،ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

الفصل الثالث : حول مؤشرات الأسواق المالية الدولية ودورها في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية احتوى على ثلاث مباحث كما يلي :دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة وتحليل الاستثمارات، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية.

الفصل الرابع : تحت عنوان دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية وتضمن مبحثين كما يلي : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات عمليا، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية عمليا .

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية و أدواتها

تمهيد:

يعتبر المؤرخون عام 1939م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة فان دن بورز Van Dan Bourse، وهو الشخص الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية في منزله في مدينة بروج Bruges البلجيكية.

تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي حيث عرفت باسم البورصات، والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال . وأول بورصة أنشئت في مدينة انفرس عام 1536م ، ثم أمستردام عام 1608م ثم في لندن 1666م ثم في باريس 1808م.

وساهم في دفع هذه الأسواق للانتشار عدة أسباب منها :

- انتشار شركات المساهمة واحتياجها للتمويل .
- إقبال حكومات بعض الدول والملوك على الاقتراض من كبار المدخرين والمرابين وتجار الذهب بهدف تمويل نفقات الدولة وكذا تمويل الحروب.
- حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد وطريق الهند .
- الثورة الصناعية.

سننظر في هذا الفصل الأول إلى:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: أهم أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات التي تحظى بحيز كبير من الاهتمام الدولي بحيث أن هناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء زيادة هذا الاهتمام، فناهيك عن كون أسواق الأوراق المالية أداة تجميع مدخرات المجتمع و توظيفها في شراء الأوراق المالية حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال و قروض لشركات و مؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من رفاهية المواطنين، و سوق الأوراق المالية هي سوق تختلف عن غيرها من أسواق البضائع من سلع و خدمات حيث أن بضاعتها هي أوراق مالية أو أصول مالية تشمل الأسهم و السندات و المشتقات المالية.

المطلب الأول: المفهوم والأهمية والتصنيف

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

أولا : مفهوم سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لأسواق الأوراق المالية يمكن أن نستعرض منها ما يلي :

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها : السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات ، وقد تكون منظمة أو غير منظمة .ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة ، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة ، يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب . كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية ، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.¹

قد عرفت أيضا على أنها : شبكة تمويل طويلة الأجل مبنية على أساس إصدار الأوراق المالية ومن ثما تداولها ، مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي.²

تعرف أيضا على أنها : أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية ، وذلك عن طريق سماسرة محترفين ومؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات ، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية ، أو بالنسبة للأسعار المتفق

¹- ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر، 2005، ص 6-7.

²- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، ط1، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، ص5.

عليها عن كل نوع.¹

كما يتم تعريف سوق الأوراق المالية بأنها سوق رسمية ومنظمة ومستمرة، تعمل وفق مواعيد محددة يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بيعة وشراء.²

ثانيا : أهمية سوق الأوراق المالية

تنطوي سوق الأوراق المالية على أهمية عظيمة تتجلى من خلال ما يلي:

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض مالي إلى الفئات التي لديها عجز مالي.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية.
- بارومتر الحالة الاقتصادية، حيث توضح أو تحدد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة والعدالة، وهي بهذا تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات و المشروعات. فانخفاض أسعار أسهم شركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد المالية إلى المجالات الأكثر ربحية من خلال إعطاء فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات. و كذا الأمان والحماية للمستثمر.³

ثالثا: تصنيف سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع، و ذلك حسب عدة معايير أهمها:
معيار طبيعة التعامل، معيار التنظيم، معيار مدة التعاقد، معيار جنسية المتعاملين في السوق.

1- معيار طبيعة التعامل:

تنقسم سوق الأوراق المالية حسب معيار طبيعة التعامل إلى سوق أولية و سوق ثانوية.

1-1 سوق الأوراق المالية الأولية (سوق الإصدار)

- تختص هذه السوق بإصدار الأوراق المالية، ويكون في هذه السوق بائع الأوراق المالية هو مصدرها الأصلي، ويتم التعامل في هاته الأسواق مع الإصدارات الجديدة بإحدى الطرق التالية:
- الاكتتاب بواسطة المصارف الاستثمارية.
 - الاكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الجديدة مباشرة ويكون الدفع في هذه السوق للجهة المصدرة.⁴

¹- وليد احمد صافي ، انس البكري، الأسواق المالية الدولية ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، ط1، عمان ، الأردن ، 2002، ص 62.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة ، ط1، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص 18.

³ - محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 87.

⁴ - عصام حسين، نفس المرجع ، ص 13.

1-2- سوق الأوراق المالية الثانوية (سوق التداول أو البورصة)

يتم في هذه السوق التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر. وبهذا تكون هذه السوق تخدم السوق الأولية بحيث تجعل الأسهم والسندات أكثر سيولة هذا من جهة ، ومن جهة أخرى تخلق السيولة الضرورية لاستثمارات جديدة¹.

2- معيار التنظيم

يمكن التمييز بين نوعين من سوق الأوراق المالية وفق هذا المعيار وهما: السوق المنظمة والسوق المال الغير المنظمة .

1-2- سوق الأوراق المالية المنظم

يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية ،وتعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس له إجراءات وشروط تنظم العضوية والقيود والتسجيل والتشغيل والتداول وتوقيتات محددة بالقانون وتكون الأوراق المالية المتداولة فيها مسجلة مستوفاة لشروط التداول محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر. ومن أمثلتها سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) بورصة لندن بورصة طوكيو.

2-2- سوق الأوراق المالية الغير منظم

هي أسواق لا تحوز على موقع جغرافي محدد، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الإلكتروني ترتبط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن خلالها يجري المستثمر اتصالاته بالتجار و السماسرة ليختار من بينهم من يقدم له السعر الأفضل.فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها التعامل بالأوراق المالية المسجلة من خلال بيوت السمسرة) .

تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات تحت الطاولة(Over The Counter (OTC).

وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال والعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق ومن أبرز هذه الأسواق سوق ناسداك (NASDAQ) national association of securities Dealers quotation system

الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الإلكتروني .

¹ - عبد الغفار حنفي،رسمية قريبا،أسواق المال،بورصات، مصارف، شركات تأمين،دار الجامعة، الإسكندرية، مصر 2003 ص13.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

وفي إطار أسواق رأس المال الدولية غير المنظمة هناك أسواق أخرى نوعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة¹.

أ- السوق الثالثة

قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق وهي مؤسسات سمسرة كبيرة مستعدة لشراء وبيع الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة.

هذه الأسواق مستقرة لا تتحدد بالتعامل في أوقات عمل السوق المنظمة، بل تستمر لما بعد ذلك. أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق التقاعد، البنوك التجارية، بيوت السمسرة. وتنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة.

ب- السوق الرابع

يقصد بها المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العملات التي يتقاضاها السماسرة².

3- حسب معيار مدة التعاقد

يمكن اعتماد مدة التعاقد لتمييز بين أسواق الأوراق المالية بحيث نجد السوق الحاضرة، والسوق المستقبلية الآجلة.

3-1- سوق الأوراق المالية الحاضرة

هي السوق التي يتم فيها التنفيذ الفوري للصفقات بحيث تمنح 03 أيام لإتمام الصفقة.

3-2- سوق الأوراق المالية الآجلة

يتم في هذه الأسواق الاتفاق على الصفقة في الحاضر والتنفيذ يكون آجلا، وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية Derivative Market Financial، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدوات سوق الأوراق المالية³.

4- معيار جنسية المتعاملين في السوق

يمكن التمييز حسب هذا المعيار بين نوعين من سوق الأوراق المالية سوق محلي وسوق دولية.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص 245.

² - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2007، ص 55-56.

³ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 64-65.

4-1- سوق الأوراق المالية المحلي

تتطبق هذه التسمية على تلك الأسواق التي يقتصر فيها التعامل في البيع والشراء بين مواطني البلد الموجودة فيه السوق، حيث أن الشركات المصدرة للأوراق المالية والمشتريين لتلك الأوراق هم محليين فقط.

4-2- سوق الأوراق المالية الدولي

يقصد بسوق الأوراق المالية الدولية تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية لمنشآت وهيئات لدول أخرى، كما تعرف على أنها السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعاً في الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت محلية وأجنبية¹.

وهناك من يعرف سوق الأوراق المالية الدولية على أنه ذلك السوق الذي يهتم بالتدفقات الدولية لرؤوس الأموال طويلة الأجل بحيث يقوم فيها المستثمرون بعرض قروض مالية طويلة ومتوسطة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون، وهذه السوق شبيهة بالسوق المحلية غير أن المتعاملين فيها من مقرضين هم من دول مختلفة².

4-2-1- خصائص سوق الأوراق المالية الدولية

تتميز أسواق الأوراق المالية الدولية بسمات متعددة من أهمها ما يلي:

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في تلك السوق، بحيث يشكل ذلك الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
- ارتفاع نسبة مساهمة ذلك السوق في القيمة الكلية للمبادلات الدولية.
- اعتماد شبكات الاتصال الدولية في التعاقدات على المبادلات الدولية ومتابعة إجراءات التنفيذ.
- ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
- تزايد دور المعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة أو الاتصالات السلوكية واللاسلكية.
- غالبية الأسواق تسودها المضاربة والتقلبات الشديدة والحساسية العالية للشائعات.
- المتتبع لتقلبات الأسواق المالية الدولية بمختلف فتراتها يلاحظ أن هناك ارتباطاً واضحاً فيما بين هذه الأسواق، وهذا يؤكد مدى عالمية الأسواق المعنية³.
- نضوج واستقرار مؤشراتته المالية التي تعكس بدقة حركة تلك السوق.
- وبشكل عام تظهر الأسواق المالية الدولية في بلدان تنتم بأنظمة مالية متكاملة، كما تضم مجموعة متناسقة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والأنظمة والترتيبات والأساليب التي يجرب من خلالها

¹- أحمد حسين، أسواق الأوراق المالية، الأنبار، العراق، 2010، ص15.

²- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ط1، دار هومة، 2002، ص104.

³- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، ط1، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص184-186.

تبادل الأسهم والسندات ، وتحدد معدلات الفوائد وتتولد الخدمات المالية وتخضع كافة النشاطات المالية لعلاقات شفافة ولرقابة إدارية ومالية تعمقان من ثقة المقيمين وغير المقيمين على حد سواء.

4-2-2- عوامل قيام وتعزيز أسواق الأوراق المالية الدولية

هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام أسواق الأوراق المالية الدولية ومن هذه العوامل ما يلي :

- انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في أوربا في البداية و ثم مع الولايات المتحدة واليابان .

- تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجهة نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية .

- توجه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية و اليابان إلى بعض الأقطار الآسيوية، وبشكل رئيس إلى كوريا الجنوبية وتايوان و هونغ كونغ و سنغافورا و تايلاند و ماليزيا والفلبين، مما أسهم في ظهور أسواق مالية دولية في هذه الأقطار، ومع تطور الصناعات المعززة لتصدير واتساع التجارة الدولية للأقطار الآسيوية المذكورة واستمرار الانخفاض النسبي لتكلفة العمل ازداد الاهتمام بأسواق هذه الدول كمجالات استثمارية خصبة.

- منذ بداية السبعينات تراكمت الدخول البترولية في المؤسسات الائتمانية الغربية، مما دفع الأقطار المصدرة للبترول وعلى مستوى الحكومات والأشخاص إلى:

- شراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأمريكية.

- الاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات والشركات في الدول الرأس مالية.

- تطور وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية.

- ازدياد وعي الأشخاص المقيمين و غير المقيمين بنشاطات أسواق رأس المال.

- التطور الإداري لأسواق رأس المال الدولية وشمولها على وكالات متخصصة في تقديم الخبرات التكنيكية و التسهيلات الإدارية التي يمكن لها توفير الفرص الكافية لتتبع الاستثمارات الدولية ولتكشف الصعوبات الإدارية مثل: ضعف المعلومات وتباين السياسات المالية وازدواجية الضرائب.

- دور التدخل الحكومي الايجابي في قيام وتعزيز أسواق رأس المال الدولية في اليابان وجنوب شرق آسيا كما هو الحال بالنسبة لأسواق طوكيو و كوريا الجنوبية¹.

4-2-3- أهمية سوق الأوراق المالية الدولية

تكتسب أسواق الأوراق المالية الدولية أهمية كبرى سواء بالنسبة للدولة التي توجد فيها تلك الأسواق أو بالنسبة للدول التي تقترب منها أو تستثمر فيها، و فيما يلي ذكر لأهم ما تقدمه هذه الأسواق:

- استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية و إعادة توزيعها على أصحاب العجز المالي.

¹- هوشيار معروف، نفس المرجع. ص 187-190

- تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار.
- مشاركة رؤوس الأموال الدولية في الاستثمارات المحلية يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة.
- تسمح للمستثمر بأن يشكل محفظة استثمارية ذات تنوع دولي مما يخفف من المخاطر الاستثمارية.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد المالية الأكثر ربحية من خلال إعطاء فرص متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات و كذا الأمان والحماية للمستثمر¹.

المطلب الثاني : تنظيم سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية في إطار قانوني فعال وفق تشريعات وتنظيمات تحدد المعاملات بين الأطراف المتداخلة فيها والهيئات المنظمة لها ، فكلما كانت هذه السوق أكثر تنظيماً انعكس ذلك ايجابياً على كفاءتها ومدى نجاحها أيضاً ، وفي هذا الصدد سنتعرف فيما يلي على من يدير البورصة أو سوق الأوراق المالية، وكذا من يتعامل فيها أو بالأحرى الأطراف المتداخلة فيها.

أولاً : إدارة سوق الأوراق المالية

يتم إدارة سوق الأوراق المالية كسوق مالي منظم من خلال عدد من التقسيمات التنظيمية والإدارية المتمثلة في:

1- لجنة البورصة

تختص لجنة البورصة بتحقيق حسن سير العمل في البورصة باتخاذ ما تقتضيه الظروف من إجراءات ولها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة. وللجنة مكتب يتكون من رئيس ونائب وأمين صندوق أما عدد أعضائها فيختلف من سوق إلى أخرى.

2- الجمعية العامة

تتكون من أعضاء البورصة المنظمين والعاملين، وتعد سنوياً وذلك بعد ثمانية أيام على الأقل من إبلاغ الحساب السنوي إلى الأعضاء، وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة وعلى الأخص فيما يتعلق باللوائح الداخلية .

3- هيئة التحكيم

تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم، وتكون قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف.

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، 2008، ص66.

4- مجلس التأديب

يختص بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها، وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة. وتندرج العقوبات من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب.

5- مندوب الحكومة

تشرف الحكومة على جميع البورصات، وهي صاحبة الكلمة العليا فيها ويدعى المندوب لحضور الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية المختلفة وإلا كانت قراراتها باطلة. وللمندوب الاعتراض على جميع قرارات الأجهزة السابقة إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة ولوائحها أو للصالح العام¹.

ثانياً: الأطراف المتدخلة في البورصة

يتم التعامل داخل سوق الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة، وهم إما أعضاء عاملين أو غير عاملين. والأعضاء العاملين بالسوق هم الحاصلين على عضوية البورصة مقابل مبلغ محدد للحصول على العضوية تحدده إدارة البورصة .

1- الأعضاء العاملين

الأعضاء العاملين يتمثلون في الوسطاء وتشكل هذه الفئة العمود الفقري لأي سوق على اعتبارها طرفاً مساعداً ومنشطاً في حسن سيرها بتنفيذ أوامر المستثمرين من بائعين ومستثمرين ويمكن تقسيم الأعضاء العاملين إلى ما يلي:

1-1- السماسرة الوكلاء:

يعتبر وكلاء من المستثمرين، ويلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري تسهيلاً للتعامل مقابل عمولة. ويجب التفرقة بين السماسر الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه والمتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بالتعامل شراء أو بيعاً ويحصل على مقدار من العمولة يتناسب مع هذا الحجم من الخدمة وبيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال.

تتمثل هذه الخدمة في النواحي التالية :

- حفظ وحماية الأوراق المالية
- توفير المعلومات المالية
- النصح والمشورة².

¹ - محمد الصيرفي، نفس المرجع، ص 87.

² - عبد الرحمن توفيق، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ط3، مراكز الخبرات المهنية للإدارة، مصر، 2004، ص 30.

1-2- تجار الصالة

يعرفون أيضا بالمضاربين، فهم يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

1-3- سمسرة الصالة

يطلق عليهم سمسرة السمسرة، فهم لا يعملون لحساب بيت سمسرة بعينه، بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها.

1-4- المتخصصون

نوع من السمسرة يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة معينة أو عدة أوراق مالية، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والتجارة. فهو ينفذ الصفقات للآخرين كما هو السمسار، وكذلك يتاجر لحسابه الخاص كما التاجر، كما أنهم يحتفظون لديهم بمخزون من الأوراق المالية لتلبية طلبات العملاء. ويقوم المتخصص بالمهام التالية:

- إدارة عمليات المزاد للحفاظ على وجود سوق عادلة للورقة المالية التي يتخصص فيها فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم.
- تنفيذ أوامر البيع والشراء لسمسرة الصالة¹.

2- الأعضاء الغير عاملين

ينطوي تحت هذه الفئة ما يلي :

1-2- الجمهور

يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.

2-2- المستثمرون التأسيسيون

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار. ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية .

2-3- المؤسسات الصناعية والتجارية

تعتبر هذه المؤسسات أيضا من المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجأ لتلك الأسواق للحصول على رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها بإصدار الأسهم وتداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وتداولها أيضا، وبذلك تحصل

¹ - مريم عديلة، محاولة قياس اثر البورصة على التنمية، دراسة حالة الجمهورية التونسية للفترة 1991-2002، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 45، قالمه ص5.

المؤسسة على الأموال الدائمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها، كما أن الشركات الصناعية والتجارية الحديثة لم تبقى مقتصرة على إصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها للحصول على رؤوس الأموال ، وإنما أصبحت تتدخل في البورصات والأسواق المالية، لتوظيف فوائدها المالية وتحقيق أرباح قد تفوق أرباح نشاطاتها العادية .

2-4- الدولة

تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات .المعروف أن إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة¹ .

المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية

يتم في سوق الأوراق المالية ثلاثة عمليات رئيسية تتمثل في:الإصدار والتداول كعملية أولى، الأوامر كعملية ثانية ، تحديد أسعار الأوراق المالية كعملية ثالثة والتسوية والمقاصة كعملية رابعة .وفيما يأتي شرح لهذه العمليات.

أولاً: الإصدار والتداول

1- الإصدار

تلجأ الشركة التي ترغب في الحصول على المال عن طريق إصدار الأوراق المالية إلى وضع برنامج خاص بهذه الأوراق بالتعاون مع مصرفي الاستثمار، بحيث تحدد مدة معينة للبرنامج، كما يوضع حد للمبلغ المستثمر فيه² .

ويمكن تصنيف الأوراق المالية المصدرة إلى مجموعتين :

- الأوراق المالية الدورية

- الأوراق المالية غير الدورية

يشير النوع الأول إلى إصدار جديد لشركة تتداول أوراقها في سوق الأوراق المالية وهذا يعني أن المستثمر لديه فكرة مسبقة ومعلومات عن الشركة المصدرة و السعر المناسب للسهم، أما بالنسبة للإصدار الغير دوري فيتعلق بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة لأول مرة أي أنه لم يسبق التعامل من قبل على أسهم هذه الشركة .

تتطلب عملية الإصدار سواء في حالة دخول الشركة لأول مرة إلى البورصة أو في حالة أنها مسجلة في البورصة عدة شروط.

¹ - جبار محفوظ،سلسلة التعريف بالبورصة،ج3، تنظيم وإدارة البورصة،ط1، دار هومة،2002، ص 13-32.

² - بريان كوبل،أسواق المال،ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع ،قسم الترجمة،مصر،2005،ص 81.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

ففي ما يخص الحالة الأولى، فإن عملية الإصدار تتطلب موافقة الإدارة المعنية على الملف المقدم من قبل الشركة والمتضمن تفاصيل وهدف العملية، و تشير الشركة إلى المبلغ المطلوب تحصيله و عدد الأسهم و السندات الجديدة المطروحة وتشير أيضا إلى سعر الإصدار بالنسبة للأسهم و العائد بالنسبة للسندات.

أما في الحالة الثانية يحصل تسجيل الأوراق المالية لشركة بناء على طلب الشركة المعنية و بعد موافقة الإدارة المختصة بهذه الشؤون في البورصة والتي تمنح تأشيرة الدخول للملف المعد من قبل الشركة الذي يتضمن عقد وثبوتيات التأسيس وتركيب مجلس الإدارة و قائمة بأسماء المساهمين ووصف أنشطة و فعاليات الشركة وكذلك المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها وحساباتها المصرفية و المالية و كذا حالتها المالية .

ينجر عن عملية الإصدار تكاليف تتحملها الشركة سواء ما تعلق بكل المبالغ التي تدفعها لمصرفي الاستثمار أو ما تدفعه لقاء تسجيل ما تصدره في البورصة¹.

2- التداول

يتم تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية عن طريق الاكتتاب في الأسهم أو السندات التي تصدرها إحدى الشركات في السوق الأولى، و في السوق الثانوي المنظم عن طريق عمليات البيع و الشراء.

2-1- التداول في السوق الأولى

يتم التداول في السوق الأولى عن طريق الاكتتاب ويمكن أن نميز بين نوعين من الاكتتاب هما الاكتتاب المحدود والاكتتاب العام .
أ. **الاكتتاب المحدود**

يقصد به بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية بالكامل إلى عدد محدود من المستثمرين ، و عادة ما يتم الاتفاق من خلال مفاوضات مباشرة على شروط و سعر هذا الإصدار بين المستثمرين و الشركة المصدرة، و في الغالب الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.
ب. **الاكتتاب العام**

يقصد به عرض ما يصدر من أوراق مالية جديدة للبيع لجمهور المستثمرين.

2-2- التداول في السوق الثانوي

يتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أسلوبين:

¹ - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الأسهم والسندات، ضوابط الانتفاع والتصرف في الفقه الإسلامي، ط2، دار النفائس

عمان، الأردن، 2007، ص40.

أ. أسلوب التفاوض

يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض و الطلب و في ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر تمام الصفقة.

ب. أسلوب المزاد العلني

يتم من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع و المشتري¹.

ثانيا :أوامر سوق الأوراق المالية

تتم عمليات سوق الأوراق المالية من خلال أوامر مختلفة يصدرها المستثمرون في الأوراق المالية إلى الوسطاء.

1- تعريف أوامر سوق الأوراق المالية

يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة،و لا يجوز لأحد سوى السماسرة المسجلين أن يجري صفقات داخل البورصة. كما أنه على شركات السمسرة أن تقوم بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها.

و يتضمن هذا التسجيل: أسم مصدره وصفقته، و ساعة وكيفية وروده إلى الشركة، و الثمن الذي يرغب العميل بالبيع أو الشراء به . و يصدر هذا الأمر عن العميل إما خطابا، مكالمة هاتفية، أو عن طريق أحد البنوك التي يتعامل معها العميل².

و يجب أن يتضمن الأمر المعلومات التالية:

- رمز أو اسم الأوراق المالية المرغوب في الاستثمار فيها.
- عدد الأوراق المراد التعامل بها.
- نوع الصفقة أي هي بيع أم شراء.
- نوع السوق فوري أو آجل.
- مدة صلاحية الأمر: يوم، شهر، ...مفتوح.
- السعر: محدد أو غير محدد³.

2- أنواع أوامر سوق الأوراق المالية

تختلف أوراق البيع والشراء للأوراق المالية باختلاف سعر و وقت التنفيذ أو كليهما بالإضافة إلى بعض الخصوصيات، و تأخذ الأوامر أحد الصورتين(حجم الأوامر):

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، المرجع السابق، ص28.

² - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص35.

³ - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الأسهم والسندات، ضوابط الانتفاع والتصرف في الفقه الإسلامي، ص70.

- أوامر بكميات غير كسرية (كاملة) أي عدد الأوراق من 100 و مضاعفاتها.
 - أوامر بكميات كسرية أقل من 100 سهم أي من 1 إلى 99.
- وفيها يخص أنواع الأوامر فهي كما يلي:

2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين المواقف التالية :

2-1-1- أوامر محددة

يحدد فيها العميل السقف سعري للشراء والبيع، وبالتالي فإن التأكد من التنفيذ غير مؤكد لأن رغبة المستثمر قد تبتعد عن الظروف التي يمر بها السوق .

2-1-2- أمر السوق

بمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، ويدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأعلى سعر والعكس بالنسبة لأمر البيع بسعر السوق. وهذا النوع يحدث إذا كان المستثمر يرغب في تنفيذ العملية على وجه السرعة ومن مزايا هذا النوع ضمان التنفيذ والسرعة ومن عيوبه عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقاً¹.

2-1-3- أمر بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال

حيث يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر الفتح أو بسعر الإقفال.

2-1-4- الأمر بالسعر التقريبي

في مثل هذا الفرض يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع قليلاً عن سعر الشراء أو يقل قليلاً عن سعر البيع الذي حدده العميل وذلك إن لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو أفضل منه.

2-1-5- أوامر الإيقاف

لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداد. وفي حالة أوامر تتعلق بالبيع يكون لزاماً على السمسار أن ينفذ الأمر إذا وصل السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، وفي حالة الأوامر المتعلقة بالشراء، فإن هذا يقضي بان يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداد.

¹- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص48.

2-1-6- الأوامر بالسعر الأفضل

لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية الشراء أو البيع فقط يتضمن الأمر بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون وبأفضل سعر، وفي هذه الحالة لا يتقيد السمسار بسعر معين ولكنه يبذل جهده ليتم التعاقد وفقا لأفضل سعر¹.

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

يقصد بها الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو إلغائها، وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين المواقف التالية :

2-2-1- أوامر ذات زمن محدد

هي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد (فترة زمنية)، وقد يكون الزمن يوما أو أسبوعا أو شهرا فمثلا أمر الشراء المحدد بيوم يبقى ساريا حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة، و إذا كان في مدة أسبوع فينتهي بنهاية مدة العمل، و بالتالي فالسمسار عليه التنفيذ في الفترة المحددة و إلا عد لاغيا بعد ذلك.

2-2-2- أوامر ذات زمن مفتوح

تدعى كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء، وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغيتها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات و المشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات².

2-2-3- أوامر التنفيذ أو الإلغاء

تعني تنفيذ الأمر شراء أو بيع فورا وبخلافه يعد لاغيا .

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

فيها يحدد السعر المعين خلال فترة زمنية ، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ و الأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

3- الخصوصيات المرفقة بالأوامر

تحمل الأوامر بالإضافة إلى المعلومات التقليدية وشروط التعاقد التي سبق وأن تعرضنا لها خصوصيات أخرى تهدف إلى توضيح العملية محل الأمر. من بين تلك الخصوصيات ما يلي:

¹ محمد الصيرفي، البورصات، المرجع السابق ، ص 124-125.

² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، المرجع السابق، ص249.

3-1- عدد الأوراق

- قد يحدد المستثمر عدد الأوراق التي يرغب في شراءها أو بيعها مستعينا ببعض الخصوصيات منها:
- الكلل أو لا شيء : تحتم هذه الخصوصية على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر ذلك يلغى الأمر نهائيا أي يجب عدم التنفيذ جزئيا.
 - عدد من الأوراق في كل حصة : يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة .
 - عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص : يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص .

3-2- ترتيب العمليات

- ترتيب عمليات الشراء والبيع المتزامنة أو المتتالية يقتضي تحديد بعض الخصوصيات منها :
- الربط: يطلب من الوسيط بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بشرط بيع أو شراء عدد مماثل من أوراق مالية أخرى.
 - التسلسل: يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلا قبل عملية البيع.

3-3- المبلغ الكلي

- هذه الخصوصية لا تحدد عدد الأوراق المراد شراءها وإنما تحدد المبلغ المتاح والذي لا يجب تجاوزه فإذا كان سعر الورقة يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء عند فتح البورصة و إذا كان يتجه نحو الهبوط تمهل لكي يشتري قبل إغلاق البورصة و العكس بالنسبة للبيع¹.

4- تنفيذ الأمر (الصفقة)

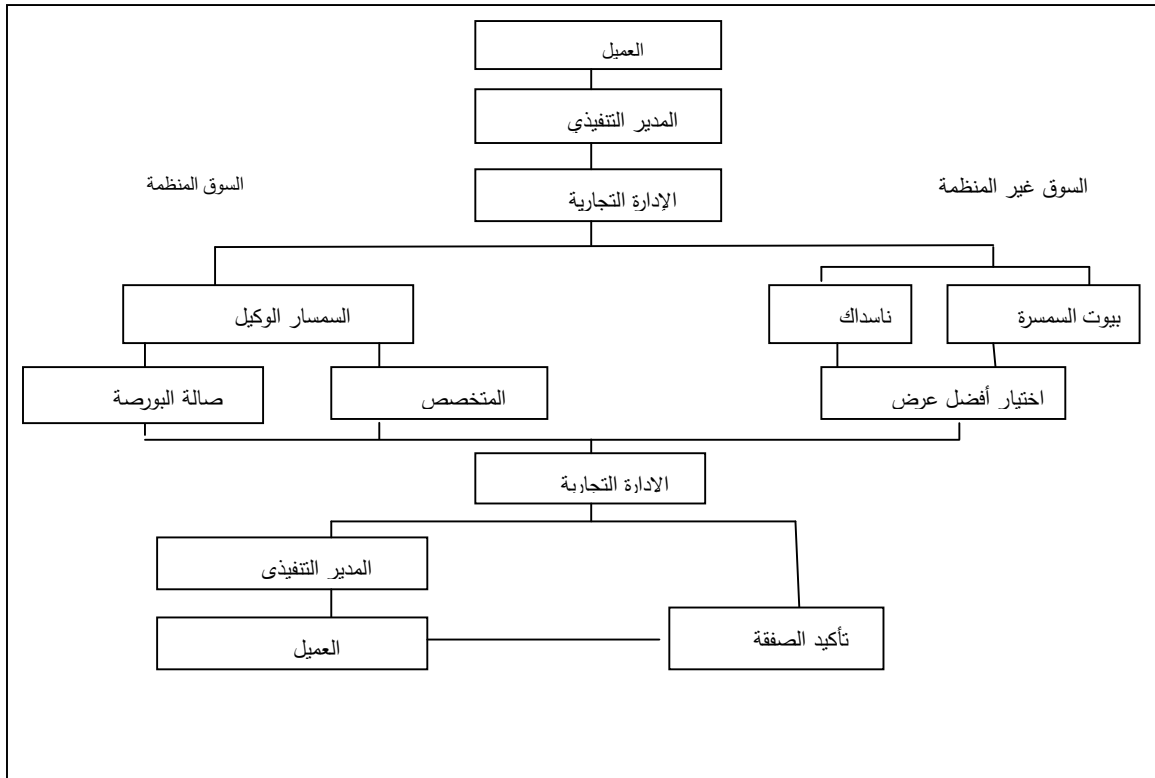
- إذا ما أراد مستثمر معين شراء أوراق مالية معينة فإنه يتصل بالوسيط أو المدير التنفيذي في السوق المالي ويسأله عن أسعار تلك الأوراق.
- يتصل الوسيط أو المدير التنفيذي بواسطة الحاسوب بصالة التعامل للحصول على معلومات تخص تلك الأوراق، عادة ما يطلب السعر الحالي أعلى أو أدنى سعر لذلك اليوم، سعر آخر صفقة تمت .
- تسلم المعلومات للمستثمر ليقرر على أساسها الشراء من عدمه .
- إذا قرر العميل شراء تلك الأوراق يقوم بتحرير أمر شراء يسلمه للسمسار أو المدير التنفيذي الذي يقوم بتسجيل المعلومات الواردة في الأمر باستعمال وثائق لديه ويبلغها إلى الإدارة التجارية لبيت السمسرة حيث تحدد البورصة التي تتداول فيها تلك الورقة.
- تتصل الإدارة عن طريق النظام الإلكتروني بممثليها في البورصة أو إلى المكتب الذي يتم فيه التعامل على تلك الأوراق، بمجرد وصول الأمر إلى ذلك المكتب يقوم الكاتب المختص بإبلاغه للسمسار الوكيل .

¹ -جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء 3 ،تنظيم وإدارة البورصة، ط1، دار هومة، 2002، ص98 .

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

- يقوم الوكيل بتنفيذ الأمر لدى المختص في التعامل في تلك الأوراق وبمجرد تنفيذ الأمر يبلغ ذلك للمستثمر بنفس الخطوات التي وصل بها للبورصة أي السمسار الوكيل إلى الإدارة التجارية إلى المدير التنفيذي فالمستثمر، وكذلك ترسل الإدارة التجارية خطابا بريديا للمستثمر للتأكيد على تنفيذ الأمر كل هذا بشأن الأوراق المالية المسجلة بإحدى البورصات، أما إذا كانت الورقة المالية مسجلة بالأسواق غير المنظمة حينئذ يتم إجراء الصفقة من خلال اتصال الإدارة التجارية ببيوت السمسرة التي تتعامل في ذلك السهم، أو قد يتم ذلك من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام الإلكتروني للمعلومات لتلك الأسواق التي يطلق عليها ناسداك NASDAQ، وبالوقوف على الأسعار من أكثر من مصدر يمكن للإدارة التجارية إبرام الصفقة عند أفضل سعر ممكن، وبمجرد إتمام الصفقة تقوم الإدارة التجارية بإبلاغ المدير التنفيذي المحلي لتكتمل الدورة على ذات النحو الذي سبقت الإشارة إليه ويصور الشكل التالي خطوات تنفيذ الأوامر¹.

الشكل (1-1): إجراءات تنفيذ الأوامر



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2007، ص 167.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق، ص 166.

5- تكاليف تنفيذ الأوامر

لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ، ويمكن تقسيم التكاليف إلى تكاليف مباشرة وغير مباشرة.

5-1- التكاليف المباشرة:

تتضمن ما يلي :

- **عمولة السمسرة** : وتمثل ما يدفعه للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

- **الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع**: ويتوقف على ظروف وتعاملات المشتري والبائع.
- **الرسوم المستحقة**: لإدارة البورصة في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.
- **الضريبة على هامش الفرق مابين سعر الشراء والبيع**: وتدعى بضرائب صناع السوق (المتخصصين والتجار) .

- فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار

- الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

- تكاليف الحصول على المعلومات اللازمة لانجاز المعاملات بصورة جيدة .

5-2- التكاليف الغير مباشرة :

تكاليف ترتبط بتوسيع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار فيما لو تم توجيه الأموال إلى مجالات أخرى تكلفه الوقت والجهد المبذول - تكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار¹.

ثالثا : تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة

يترتب على قيد الأوراق المالية في جداول الأسعار البدء في اتخاذ كافة إجراءات التعامل عليها بيعا و شراء داخل البورصة من خلال مقصورة البورصة، وهي مكان يجتمع فيه الأعضاء العاملين بالبورصة ولا يسمح للبائعين أو المشترين دخول المقصورة ويخصص لهم مكان خارج المقصورة للانتظار فيه، ويتم إجراء الصفقات داخل المقصورة بوسائل مختلفة لتحديد السعر السوقي للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض و الطلب .

¹ -محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، المرجع السابق، ص، 256-257.

1- تقنيات التعامل (التسعير)

هناك العديد من تقنيات التعامل (التسعير) التي تشرف عليها سلطات البورصة لمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها في تسهيل و تعظيم المبادلات كما و نوعا والتي سنحاول ذكر أهمها فيما يلي:

1-1- أسلوب المناذاة

يقوم السمسار و مندوبيهم بالنداء بصوت مرتفع لإتمام صفقات البيع أو الشراء دون الإفصاح عن نواياهم الحقيقية عن كونهم بائعين أو مشتريين للحصول على أحسن سعر للورقة المالية التي ينادى عليها ويرفقون بمناذاتهم الشفهية هذه إشارة من اليد وذلك بوضع الساعد (أفقيا) في اتجاه الجسم في حالة الشراء و(رأسيا) في حالة البيع، وذلك إلى أن يتقدم أحد السماسرة بالمقصورة بالاتفاق على سعر الورقة وتتم الصفقة إذا أحدهم بائعا والآخر مشتري، ولا يتم إذا كان الاثنان بائعين أو مشتريين¹.

1-2- أسلوب المعارضة

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و الشراء وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود المعروضة وهذه الطريقة تسمى بالمعارضة، لأن كل واحد من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين يعارض التسعيرة التي لا تلبي حاجياته على الوجه المطلوب، وتقدم التسعيرة بعد أن يقدم المسعر (موظف السوق) سجلا بناء على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء كل صباح ثم يقوم "الخبير" بدراسة العروض و بناء على ذلك يحدد سعر السوق بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن من العروض و الطلبات.

1-3- أسلوب الصندوق

عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء كثيرة ومتعددة في بورصة الأوراق المالية تعمد لجنة السوق إلى حساب العروض و الطلبات ومن ثم تحدد أسعار الأوراق المالية.

1-4- أسلوب المطابقة

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين بأن يأمر أحدهم ببيع كمية من الأوراق المالية فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق، ويجب عليه أن يتأكد من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة².

¹ - محمود أمين زويل ، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق :أحوالها ،مستقبلها ،دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر ، الإسكندرية ،مصر، 2000،ص50.

² - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الأسهم و السندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي، ط1 دار النفائس عمان، الأردن، 2009،ص69.

1-5- أسلوب لوحات العرض

يقوم السمسار قبل فتح الجلسة بعشر دقائق بتسليم الموظف المختص بوضع جدول الأسعار على لوح العرض أسعار الأوراق المالية التي يتعامل فيها لكي يدونها بطريقة واضحة و ظاهرة على لوحات العرض المنتشرة على جانبي المقصورة ، و يكون لهذه الأوراق المالية حق الأولوية في التعامل عليها داخل المقصورة، و يشترط لصحة التعاقد على الصفقات أن تكون الكمية المشتراة مساوية للكمية المباعة و لا يجوز لسمسار آخر أن يبيع نفس الورقة المدونة على لوح العرض إلا للمشتري الذي دون سعر الشراء على لوح العرض سواء سعر أقل أو أعلى من السعر المحدد للبيع أو الشراء على لوح العرض لأنها تعتبر عن الأوامر المحددة لسعر التنفيذ¹.

2- كيفية تحديد الأسعار

إن المبدأ الأساسي في التعامل في البورصة هو قانون العرض و الطلب مثله في ذلك مثل كافة أسواق المنتجات و السلع الأخرى. ويخضع التسعير في البورصة لأربع مبادئ، اثنان منها متعلقان بالبيع والآخران بالشراء وهي كما يلي :

- أعلى سعر لشراء هو الشراء بالسعر الأفضل، فالمستثمر في هذه الحالة مستعد لشراء الورقة المالية ولو بالسعر المرتفع.

- إن المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة المالية بسعر محدد، هو مستعد لشرائها بسعر أقل من ذلك.

- إذا رغب المستثمر ببيع ورقة مالية بسعر محدد فإنه يحبذ ولا يمانع في بيعها بسعر أعلى من ذلك.

- البائع بالسعر الأفضل يكون مستعدا لبيع الورقة و لو بالسعر المنخفض.

انطلاقا من ذلك تجمع أوامر البيع و أوامر الشراء الخاصة بكل منتج مالي و يقابل العرض بالطلب ويحدد السعر التوازني الذي يتم بيع و شراء الأوراق الأولى به في انتظار تغير كميات العرض و الطلب و تغير السعر تبعا لذلك.

بمقابلة العرض و الطلب نحصل على جدول يعرف ب: "جدول تحديد الأسعار" و ذلك بإتباع الخطوات التالية:

- ترتيب أوامر الشراء المتمثلة في الطلب في الجهة اليمنى من الجدول حسب كل سعر حدد من قبل المستثمرين بما فيهم الذين لم يحددوا ذلك السعر (الطلب بالسعر الأفضل)، كما تترفق تلك الأوامر بالعدد المتراكم المتمثل في الطلب الكلي على الورقة المعنية عند كل سعر محدد، و يكون الترتيب و التراكم من أعلى إلى أسفل.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية: مصادر تمويل مشروعات الأعمال، المرجع السابق، ص64.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

- بنفس الطريقة ترتب أوامر البيع (العرض) في الجهة اليسرى من الجدول حسب السعر بما في ذلك السعر الأفضل، وترفق تلك الأوامر أيضا بالعدد المتراكم للأوراق المعروضة عند كل سعر محدد، الترتيب و التراكم يكون من أسفل إلى أعلى.

- ترتيب الأسعار في عمود يتوسط الجدول تصاعديا من أسفل إلى أعلى، على اعتبار أن السعر الأكثر ارتفاعا هو السعر الأفضل للشراء.

و من تلك الأسعار يحدد سعر التوازن الذي يكون عنده التبادل أعظميا.

مثال : لنفترض أنه لدينا ورقة مالية X، ونريد تحديد سعرها في بداية حصة من حصص البورصة وقد وصلت الأوامر التالية بخصوصها:

أوامر الشراء (الطلب): **أوامر البيع (العرض):**

الأمر	عدد الأوراق	السعر	الأمر	عدد الأوراق	السعر
526	680	الأفضل	718	450	الأفضل
527	500	860	719	520	847
528	480	855	720	500	850
529	550	853	721	600	855
530	400	850	722	650	857
531	520	849	723	680	865
532	450	847	724	700	870

جدول تحديد الأسعار:

الأمر	عدد الأوراق	الطلب		السعر	العرض	
		الطلب المتراكم	عدد الأوراق		العرض المتراكم	الأمر
526	680	680	الأفضل	/	/	/
/	/	680	870	650	650	724
/	/	680	865	600	1250	723
527	500	1180	860	/	1250	/
/	/	1180	857	400	1650	722
528	480	1660	855	550	2200	721
529	550	2210	853	/	2200	/
530	400	2610	850	410	2610	720
531	520	3130	849	/	2610	/
532	450	3580	847	480	3090	719
/	/	/	الأفضل	450	3540	718

يتضح من الجدول السابق أن سعر التوازن الذي تساوى فيه العرض الكلي مع الطلب الكلي هو 850 حيث تم تبادل 2610 ورقة مالية.

رابعاً : تسوية الصفقات

بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر فهي محددة قانوناً في البورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ. ويوجد نوعان من الحسابات يستخدمها المستثمر لكي تسوى صفقات الشراء والبيع للأوراق المالية وهي:

1- الحساب النقدي (الشراء النقدي)

يدفع المستثمر للوسيط أو شركة السمسرة قيمة الأوراق المشتراة نقداً بعد تنفيذ الأمر.

2- الحساب الهامشي

الأكثر شيوعاً، حيث تتم عملية الشراء من شركة الوساطة بموجب اتفاق بدفع المشتري جزء نقداً (هامش) والباقي يعتبر بمثابة قرض يدفع عنه فوائد . وبناءً على ذلك فإن المستثمر يستخدم هذه الطريقة لإنجاز عمليات أوسع مما لو قام بها بطريقة التسوية النقدية المباشرة ، من هذه العمليات :

1-2- الشراء الهامشي

يمارس المستثمر عملية الشراء الهامشي من خلال تغطيته جزء من تكلفة الشراء نقداً ويغطي ما تبقى من خلال الحصول على قرض من السمسار بموجب عقد اتفاق الزبون و ضمان القرض هي الأوراق المالية محل عملية الشراء الهامشي، كما تحسب على القرض فائدة. وتتم هذه العملية إذا توقع المستثمر أن هذه الأوراق سيرتفع سعرها، فإذا زادت قيمة الأوراق المالية المشتراة بنسبة أعلى من معدل الفائدة على القرض فإنه يحقق ربح، وإذا حدث العكس فإن المستثمر يحقق أرباحاً أقل مما لو تم الشراء نقداً أو قد تحدث خسائر¹.

2-2- البيع على المكشوف (البيع القصير)

يعد البيع على المكشوف إستراتيجية استثمارية تقوم على "بيع بسعر عال أولاً ثم اشتر بسعر منخفض"، وتتم هذه العملية عند تعامل المستثمر بحساب هامشي وتوقعه لاتجاه نزولي لأسعار الأوراق المالية محل الاستثمار، يجري تنفيذ البيع على المكشوف عن طريق اقتراض وثائق أوراق مالية ثم سداد قيمتها في مرحلة لاحقة، لذلك فالقرض يمثل وثائق ملكية أوراق مالية وليس مبلغ مالي يجري تسديده بإعادة الوثائق أو يمكن حتى سداد قيمتها في تاريخ السداد، لذلك لا يترتب على عملية الاقتراض فائدة².

¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق: ص: 49-50.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، المرجع السابق، ص: 265-266.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

تنشأ جميع الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية أن تتصف هذه السوق بالكفاءة، و تأسيساً على ذلك يكون هدف تحقيق كفاءة السوق على سلم أولويات السلطات الاقتصادية. و على ضوء ما تقدم يتناول هذا المبحث شرحاً و تحليلاً لموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية الدولية، بداية بالمفهوم والمتطلبات إلى الصور المختلفة للسوق الكفاء.

المطلب الأول: مفهوم ومتطلبات كفاءة السوق

لطالما كانت هناك علاقة قوية ما بين أسعار الأدوات المالية والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق الأوراق المالية، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفاء هو السوق الذي ينعكس من خلاله المعلومات و كافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق إيجابياً و سلبياً، صعوداً و هبوطاً، وذلك فور تلقي السوق لتلك المعلومات. أي عدم وجود فاصل بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين التوصل إلى النتائج محددة بشأن سعر الأوراق المالية، و يكون السوق المالي على درجة عالية من الكفاءة إذا كان العائد المتوقع من الورقة المالية المتداولة فيه يتساوى مع العائد الخالي من المخاطرة مضافاً إليه نسبة معينة تمثل علاوة المخاطر و التي تختلف من مشروع إلى آخر باختلاف الهيكل التمويلي للمشروع، و نسبة أخرى تمثل المخاطر الاقتصادية والتي تختلف باختلاف نوعية النشاط الذي يمارسه المشروع و كذلك الظروف الاقتصادية في البلاد¹. كما يعرف السوق الكفاء بأنه ذلك السوق الذي يحقق تخصص كفاء للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً. يعتبر السوق كفاء عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقية أي:

$$P = \sum_{i=1}^{n=m} \frac{D_i}{(1+r)^m}$$

حيث:

P: السعر السوقي للورقة المالية.

D_i: التوزيعات السنوية.

r: معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يكفي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية .

¹ - حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، ط1، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002 ص37.

بعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية لورقة المالية يوم شرائها¹.

و في إطار مفهوم كفاءة السوق يبرز لنا مفهومان: الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية.

1- الكفاءة الكاملة

الكفاءة الكاملة تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدث تغيير فوري في السعر ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة لا نتاح لغيره. وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر شروط هي:

- توافر المعلومات للكافة وبدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب و تكاليف التعاملات الأخرى.
- وجود عدد كبير من المستثمرين و بذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، أي أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلم بها.
- يتصف المستثمرون بالرشد أي أنهم يسعون لتعظيم المنفعة.

قد يتحقق الشرط الأول حيث تتوافر المعلومات للكافة سواء المنشورة أو غيرها بتكاليف لا تذكر، و لكن الشرط الثاني لا يتحقق حيث قد تعتبر عقبة في إبرام بعض الصفقات، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث حيث تدل الشواهد على ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر السنوات الأخيرة في بورصة نيويورك لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمارات كان يترك في بعض الأحيان آثار على سعر الورقة المالية، أما الشرط الرابع فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة، و يعني ما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى أما الشرط الرابع فهو واقعي و هو المحور الأساسي لكفاءة السوق و يعتبر حدا أدنى من الشروط ولذلك تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية.

2- الكفاءة الاقتصادية

يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و انعكاسها على أسعار الأوراق المالية ، و يعني هذا أن القيمة السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة المعاملات و الضرائب و غيرها لن يكون هناك فارق كبير بين سعر الورقة و قيمتها، و من هنا يمكن القول أنه في ظل السوق الكفاء يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة ، ط1، دار الميسر، عمان، الأردن، 2004، ص 132-139.

ثانيا : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود والمتمثل في التخصص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر سمتين أساسيتين هما : كفاءة التسعير ، وكفاءة التشغيل .

1- كفاءة التسعير

يطلق عليها الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى كافة المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة. بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ،بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين .

2- كفاءة التشغيل

يطلق عليها الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمرسة ودون أن يتاح للتجار والمختصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه¹.

3- عدالة السوق

بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات .

4- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلة تلك المخاطر الغش والتدليس وإفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملاءهم بالأوراق المالية الخاصة بهم².

المطلب الثاني: الصور المختلفة للسوق الكفاء

كما سلف الذكر فإن كفاءة السوق تعني أن تعكس أسعاره كافة المعلومات المتاحة ،غير أن ثمة سؤال يطرح نفسه حول طبيعة وماهية المعلومات المتاحة ، وللإجابة على هذا السؤال ثمة ضرورة لتبيان الصور المختلفة لفروض كفاءة السوق وهي ثلاثة صور .

¹ - عبد الغفار حنفي، استثمار الأوراق المالية، أسهم، سندات واستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص188-189.

² - ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص:12.

أولاً: فرض السوق الكفاء في شكله الضعيف

يقضي هذا الفرض باستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتماداً على المعلومات المتاحة في الماضي حيث ينادي هذا الفرض بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأوراق المالية كالأسعار وحجم التعاملات السابقة ، ويرتبط ذلك بقواعد التحليل الفني وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي ورقة من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح ذلك أن التغيرات في الأسعار يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هو الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة وفي ظل هذا الفرض تكون الاختلافات بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها الحقيقية واسعة.

ثانياً : فرض السوق الكفاء في شكله المتوسط

وفقاً لهذا الشكل فإن الأسعار في السوق تعكس بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأوراق المالية في الماضي كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور والتي تتمثل في الآتي:

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي .
- الظروف الاقتصادية والسياسية على الصعيد الوطني .
- ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة .
- ظروف الشركة الداخلية .
- التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

وفي ظل هذا الشكل يتوقع أن تستجيب الأسعار لما يتاح من هذه المعلومات، ويمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية إذا أمكن الحصول على معلومات خاصة من داخل الشركة. وفي إطار الشكل المتوسط لكفاءة السوق تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمتها الحقيقية صغيرة .

ثالثاً: فرض السوق الكفاء في شكله القوي

يشير ذلك الفرض إلى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، وفي ظل هذا الفرض يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، بيد أن في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذا الفرض، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية¹ .

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، المرجع السابق، ص156-160.

المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يجري تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية لذلك فهي تمثل العمود الفقري في هذا السوق، والأوراق المالية المتداولة في هذا السوق إما أصول وتتمثل في الأسهم والسندات أو حقوق وتتمثل في المشتقات المالية .
والورقة المالية عبارة عن صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً تجاه جهة الإصدار.

المطلب الأول: الأسهم

تمثل الأسهم أدوات الملكية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، فما هي هذه الأسهم؟

أولاً: تعريف السهم

يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في ملكية حصة من صافي أصول شركة المساهمة ويضمن له الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يمتلكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم¹. ويمكن أن يكون السهم محلي أي أنه صدر من شركة محلية بالعملة المحلية في السوق المحلية، أو يكون السهم دولي وهو الذي يصدر في بلد ما لصالح أجنبي وتنقسم الأسهم الدولية إلى:

- أسهم أوروبية وهي التي تصدر من قبل شركات في دولة معينة في سوق رأس مال دولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة البلد الذي تم به الإصدار.
- أسهم أجنبية وهي تلك التي تصدرها شركات في دولة معينة في سوق رأس مال دولة أخرى وبعملة عملة البلد الذي طرحت به الأسهم.

ثانياً: خصائص السهم

- تتمتع الأسهم بمجموعة من الخصائص من أهمها ما يلي :
- ليس لها تواريخ محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة.
- القابلية للتداول بالطرق التجارية مثل البيع والشراء والتنازل.
- الأسهم متساوية القيمة.
- المسؤولية المحددة للمساهم بقيمة الأسهم التي يمتلكها².
- للسهم قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، أما القيمة الدفترية فتتمثل في حقوق الملكية-التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن مجموع كل من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة- مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة

¹-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 11.

²-محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2002 ص 78-79.

وأخيرا تتمثل القيمة السوقية للسهم في القيمة التي يباع بها السهم في البورصة، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية. وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم (stock splits) ويقصد به زيادة في عدد الأسهم دون تغير في القيمة الاسمية¹.

ثالثا: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، لكن ما يهمنا هنا هو تقسيم الأسهم إلى أساسين هما : شكل الإصدار، الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها .

1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

1-1- سهم لحامله Bearer Stock

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها حيث يكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه ، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة، ومن مزايا هذا النوع عدم الإعلان عن اسم المستثمر وسهولة التداول. ومن عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها المستثمر كالسرقة أو ضياع شهادة السهم وفي هذه الحالة لا يتم استخراج بدل عنها، كما أنه لا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت في الجمعية العامة.

1-2- السهم الاسمي Nominal Stock

يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة .

1-3- السهم الإذني Anorder Stock

يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة².

2- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها

تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين هما :

1-2- الأسهم العادية

الأصل أن تكون الأسهم عادية، ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر والمخاطر في حالة الفشل.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق، ص 07 .

² - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق ، ص: 73-80.

يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية :

- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة نقداً أو في شكل أسهم ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم (الدائنون وحملة السندات وحملة الأسهم الممتازة) وذلك عندما تعلنها الإدارة.
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى.
- حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير الحسابات وأي وقائع أخرى.
- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة¹.
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفق النظام الأساسي للشركة .
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.

2-2- الأسهم الممتازة

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة Hytbrid securities حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية و السندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات و قبل الأسهم العادية عند استيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أنه على الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق أو تحويله إلى أسهم عادية بشروط معينة ، و كذلك تشبه السندات في الحصول على العائد الدوري الذي يتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، و تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية، و قيمة سوقية، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الساهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم، و الأصل في الأسهم الممتازة أن تكون التوزيعات المقررة تراكمية Cumulative، بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح²، كما أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل عويصة، كما أن عدم سداد التوزيعات المقدره لكل من الأسهم العادية و الممتازة لا يترتب عليه إفلاس الشركة. على العكس في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق حملة السندات³.

¹- خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة بميك، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ط3، مركز الخبرات المهنية للإدارة، مصر 2000، ص11.

²- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، المرجع السابق، ص68-69.

³- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، المرجع السابق، ص27.

2-2-1- أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة و ذلك كما يلي:

أ. من حيث توزيعات الأرباح

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح cumulative preferred stock**: هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق الساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

- **الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح**: تعني أنه في حال عدم توزيع الأرباح لأي سبب من الأسباب عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا فإن حامل السهم الممتاز الغير مجمع للأرباح يسقط حقه في المطالبة بتلك التوزيعات.

ب. من حيث المشاركة في الأرباح

- **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح**: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا حق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

- **أسهم ممتازة غير مشاركة في الأرباح**: يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح ثانوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة .

ج. من حيث القابلية للاستدعاء أو السداد

- **أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء**: قابلية السهم الممتاز تعطي للشركة المصدرة الحق في التزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدى فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق و ذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها و إحلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض أو بأسهم عادية

- **أسهم ممتازة غير قابلة للاستدعاء**.

د. من حيث القابلية للتحويل

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل : تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي و في نفس الوقت توفر لحاملها أيضا و خلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم . مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

- أسهم ممتازة غير قابلة للتحويل¹.

رابعا :عوائد السهم Stock Yields

يحقق المستثمر في السهم نوعين من العوائد :

1- عائد التوزيعات Dividends Yield

يحصل المستثمر في الأسهم على توزيعات عندما تحقق الشركة مصدرة السهم أرباح، على أن يكون ذلك مقرون بموافقة الإدارة على التوزيع ،ويجري تحديد عائد توزيعات السهم وفق العلاقة الآتية²:

$$\text{عائد التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

2- العائد الرأسمالي: Capital yield Gains

يمثل الفرق المتحقق للمستثمر ما بين القيمة السوقية للسهم عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع أي أنه عائد ارتفاع القيمة السوقية للسهم، مع ملاحظة أخذ معدل التضخم في الحسبان عند حساب العائد الرأسمالي، ويمكن حساب العائد الرأسمالي وفق الصيغة التالية :

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية عند البيع} - \text{القيمة السوقية عند الشراء}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}}$$

3- العائد الإجمالي للسهم

يساوي مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي، وتشمل عائد التوزيعات، والعائد الرأسمالي فضلا عنه العائد الإضافي المحتمل تحقيقه من قبل المستثمر عند استثمار التوزيعات الدورية لأسهمه .

$$\text{العائد الإجمالي} = \frac{\text{توزيعات} + \text{العائد الرأسمالي} + \text{العائد الإضافي}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}}$$

¹-محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 81-83.

²-محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، المرجع السابق، ص 94.

المطلب الثاني: السندات

تمثل السندات أدوات الدين التي يتم تداولها في سوق رأس المال الدولي، فما هي هذه السندات؟

أولاً: تعريف السندات

السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) ، و التي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات و حتى تسديد القرض في وقت مستقبلي هو ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الأمر بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية¹.

كما يعرف على أنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة يصدر في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، يترتب عليها علاقة مديونية و دائنية بين طرفين،الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين و الثاني هو المكنتب و هو الطرف الدائن، كما يترتب على ذلك حقوق و التزامات أهمها تعهد المقرض بدفع فائدة معلومة دون النظر إلى نتيجة النشاط سواء ربح أو خسارة كما يتعهد المقرض بسداد قيمة السند في ميعاد استحقاقه أو قبل ذلك².

و يكون السند محلي صادر من شركة محلية بالعملة المحلية في السوق المحلية، أو يكون سند دولي وهو الذي يصدر في بلد ما لصالح مقرض أجنبي وتنقسم السندات الدولية إلى:

- **سندات أوروبية:** تصدر من قبل شركات في دولة معينة في سوق رأس مال دولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة البلد الذي تم به الإصدار.
- **سندات أجنبية:** تصدر من قبل شركات في دولة معينة في سوق رأس مال دولة أخرى وبنفس عملة البلد الذي طرحت به السندات.

ثانياً: خصائص السندات

تتمتع السندات بعدة خصائص هي:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول حيث يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة التي على السند و سعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.

¹-محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006، ص 06.

²-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق ، ص 15.

- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئة أي تأثير عليه.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها في إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة¹.

ثالثاً: أنواع السندات

هناك عدة معايير يصنف على أساسها السند منها: حسب شكل الإصدار ، حسب جهة الإصدار حسب الأجل ، حسب الضمان ، حسب قابلية الاستدعاء ، حسب قابلية التحويل .

1- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار

تتقسم السندات على أساس شكل الإصدار إلى : سند لحامله وسند مسجل

1-1- سند لحامله

يكون السند لحامله عندما يصدر خالي من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار و تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند و تقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

1-2- سندات اسمية أو مسجلة

يكون السند اسمياً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، و السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل Fully Registered ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي و فائدته، لذا لا يصرف منها إلا بصك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً Partially Registered و يقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط. أما الفائدة فتؤخذ كما هو الحال في السندات لحامله في شكل كوبونات ترفق بالسند و تنزع منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة².

2- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار

تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية و سندات منشآت الأعمال، السندات الدولية.

2-1- السندات الحكومية

تصدر عن الدولة و مؤسساتها و تهدف الحكومة من وراء إصدارها تمويل احتياجاتها الجارية و الاستثمارية، و منها مواجهة العجز في الميزانية أو مواجهة التضخم و امتصاص السيولة الفائضة لدى الأفراد. و تمتاز السندات الحكومية بمجموعة من المزايا تجعلها أداة جذابة للمستثمرين بالمقارنة مع

¹-ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، الأسهم و السندات، المرجع السابق ص37.

²-محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق ص 37.

سندات منشآت الأعمال كونها أكثر أمانا، بمعنى أن الاستثمار فيها يكون فيها أقل مخاطرة لأنها غالبا ما تكون مضمونة بسلطة الحكومة -سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر و الذي يتخذ كأساس لتحديد سعر الفائدة و معدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى- و لعل أهم ميزة للسندات الحكومية أنها غالبا ما تصدر مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل، وهناك أشكال عديدة للسندات الحكومية أهمها:

2-1-1- السندات الادخارية

صكوك دين تصدرها الخزنة العامة، و لكن مسماة لصاحبها و هي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير ، و تشتري تلك السندات من وزارة الخزينة العامة فقط، التي هي أيضا المكان الوحيد الذي يلجا إليها حاملتها لاسترداد قيمتها في أي وقت يريدون هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به السند و بين القيمة التي يحصل عليها المشتري عند رغبته في استرداد قيمة من وزارة الخزانة، و من الطبيعي أن ينخفض هذا العائد كلما رغب المستثمر في استعادة أمواله قبل بلوغ الاستحقاق. لذلك فإن هذه السندات تحمل عائد تدفقا، و لا تضمن التغير في قيمة الأصل الرأسمالي.

2-1-2- سندات الخزنة

تمثل استثمار متوسط و طويل الأجل (7-30) سنة، وهي قابلة للتداول و لحاملها حق التصرف بها دون انتظار الاستحقاق، و بالمقابل فإن الخزنة تستطيع استدعاء السندات بقيم و تواريخ محددة سلفا تنشر في إعلانات الصحف اليومية لترويج السندات، فإذا كان تاريخ الاستحقاق سنة 2015 و تاريخ الاستدعاء سنة 2010 حينئذ يظهر التاريخ في الصحف على النحو التالي 10-2015¹.

2-2- سندات منشآت الأعمال

تصدر عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة في القطاع الخاص تمثل مدخل المنشآت الأعمال في تمويل احتياجاتها من مصادر تمويل خاصة بالإضافة إلى الأسهم و القروض، وهي عبارة عن اتفاق بين المنشأة(المقترض) و المستثمر (المقرض).

و نظرا لأن عدد المستثمرين كبيرا جدا يصعب معه (غالبا) متابعة كل منهم لتنفيذ الاتفاق مع المنشأة المقترضة، فإن التشريعات الحكومية تنص على وجود طرف ثالث(مصرفا) يعمل على مهمة تنفيذ الاتفاق المتضمن الحصول على تدفق الدخل السنوي فضلا عن قيمة السند عند الاستحقاق، و تأمل المنشأة ببيع السند بالقيمة الاسمية طالما ساد الاعتقاد في وسط المستثمرين بأن معدل العائد (معدل القسيمة) يتناسب مع حجم المخاطر في هذا النوع من الأوراق، أما إذا كان معدل العائد أقل من العائد الفرصي (البدائل

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق ص: 112-113.

الاستثمارية المشابهة) فإنه يتوقع البيع بخصم على قيمته الاسمية AT discount من أجل تعويض المستثمر نقص العائد و في هذا الإطار يمكن قبول العلاقة الآتية:

$$\text{معدل العائد الفرصي} = \text{معدل الخصم} + \text{معدل القسيمة}$$

في المقابل فإن معدل القسيمة لسند المنشأة المتفوق على عائد الفرصة (لمثله) يدفع إلى تسويق السند بقيمة أعلى من القيمة الاسمية (AT premium)، و هو عبارة عن تعويض للمنشأة المصدرة.

$$\text{معدل العائد الفرصي} = \text{معدل الخصم} - \text{معدل القسيمة}$$

3- تقسيم السندات على أساس الأجل

تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

3-1- سندات متوسطة الأجل

يمتد أجلها إلى 7 سنوات.

3-2- سندات طويلة الأجل

يزيد أجلها عن 7 أعوام ، تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك على السندات متوسطة الأجل و يمكن أن تصدر في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد، و بمعدل فائدة موحدة و يطلق على هذا النوع من الإصدارات Term-Bonds وهو الأكثر شيوعاً.

كما يمكن أن تصدر أحياناً بتواريخ استحقاق مختلفة و لكنها متسلسلة، و بمعدلات فائدة مختلفة و يطلق على هذا النوع من الإصدارات السندات المتسلسلة¹.

4- تقسيم السندات على أساس الضمان

تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة.

4-1- السندات المضمونة

تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان و الذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً آلات أو مباني أو تجهيزات... الخ وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته مثل السندات العقارية.

4-2- السندات الغير المضمونة

يعتمد فيها الدائن على تعهد المصدر بالدفع و يكون مضموناً بإجمالي أصول الشركة و مركزها المالي و الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين

¹ -محمد مطر، فاز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص102.

الآخرين عند استثناء حقه في الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) من أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية¹.

5- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء

من الشروط التي قد يضمنها عقد السند ما يعرف بشرط الاستدعاء call provision، و يخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة، و بهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي:

5-1- سندات الغير قابلة للاستدعاء

السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب.

5-2- السندات القابلة للاستدعاء

السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة الاستدعاء Call Premium يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي².

6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل

تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، و هي عكس قابليته للاستدعاء و التي تعتبر ميزة للمصدر لذا فإن شرطي قابلية السند للاستدعاء و قابليته للتحويل يصدر في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر و المستثمر.

ومن حيث القابلية للتحويل تصدر بشكل عام إلى نوعين: سندات غير قابلة للتحويل و سندات قابلة للتحويل

6-1- السندات الغير قابلة للتحويل

مثمما هو الحال في شرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على ذلك و تصدر السندات الغير القابلة للتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

6-2- السندات القابلة للتحويل

تصدر هذه السندات بعقد صريح في عقد الإصدار يعطى لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، فمثلا إذا صدر السند بقيمة اسمية مقدارها 100 دينار

¹ - مروان عطون، الأسواق النقدية المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ص 65.

² - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق و للتوريدات، مصر، 2007، ص 108-109.

و كان قابل للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فان لحامل هذا السهم الحق في تحويله في أي لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل و هي ثلاث سنوات إلى 25 سهما عاديا، و توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي و أمان السند¹.

رابعا: تصنيف السندات

ينصح المستثمرون في السندات بتوجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بالملاءة المالية الجيدة، و في هذا الصدد تقوم بعض المؤسسات المالية المتخصصة في تقييم جودة السندات، بتصنيف السندات وفقا لمقدرة الشركات على السداد. من أشهر تلك المؤسسات مؤسستي Standard & Poor's و Moody's . و يلعب هذا التصنيف دورا هاما في تنشيط سوق السندات و ذلك لأهميته في تقييم مخاطر السندات و انعكاسات هذه المخاطر على تقلب أسعارها في الأسواق المالية، و لذا تتوقف سيولة السند و سعر فائدته إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها السند.

يوضح الجدول رقم (1-1) التصنيف المستخدم للسندات بواسطة كلا المؤسستين.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 107.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

الجدول (1-1): التصنيف المستخدم للسندات بواسطة كلا المؤسستين

التوصيف	التصنيف		مقبول استثماريا
	S&P	Moody's	
أعلى مستويات الجودة	AAA	Aaa	مقبول استثماريا
جودة مرتفعة	AA	Aa	
أعلى فئة في الجودة المتوسطة	A	A	
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa	
أدنى مستوى شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba	
فئة المضاربة	B	B	سندات رديئة
جودة ضعيفة	-	Caa	
درجة مضاربة مرتفعة	CCC-CC	-	
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca	
سندات دخل (أقل السندات جودة)	C	-	
أدنى درجة (لا يتم سداد الفوائد)	-	C	
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD-DD	-	

المصدر: عاطف وليم اندراوس، نفس المرجع، ص126.

تمثل الفئة Aaa أو AAA أعلى تصنيف لجودة السندات، و تمثل السندات المصنفة في المجموعات الأربعة الأولى من كلا التصنيفين فئات الاستثمار، و تتميز بارتفاع القدرة على سداد فوائد و أصل الدين وفقا لتصنيف كل مجموعة بالجدول. في حين تشمل المجموعات الأخرى أي BB و أقل ما يعرف بالسندات الرديئة junk bonds التي تتوافر فيها خصائص المضاربة، حيث أنها تصدر بعائد أعلى من عائد السندات السائد بهدف جذب المستثمرين و تعويضا لهم من المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذه السندات، كما تتصف هذه السندات بانخفاض جودتها و تواجه احتمال التوقف عن السداد، و تتزايد الاحتمالات كلما انخفض التصنيف إلى أن تصل إلى درجة التوقف الفعلي عن السداد ومن ثم ارتفاع العائد المطلوب. وثمة ارتباط بين درجة تصنيف السند و معدل العائد المطلوب، فكلما تدنى تصنيف السند كلما عكس ذلك ارتفاع مخاطر التوقف عن السداد و من ثم ارتفع العائد المطلوب¹.

- الرتبة NR: رتبة تمنح من طرف S&P و تبين عدم طلب تقدير الرتبة، أو أن هناك معلومات غير كافية على أساسها تعطي الرتبة، أو أن S&P لا تعطي الرتبة لنوع معين

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، المرجع السابق ص126.

لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيف السندات إلا أن المتفق عليه هو أن أهم العناصر التي تلعب دورا أساسيا في هذا التصنيف هي العائد، و المخاطرة، و القابلية للتسويق أو السيولة، لكن جرت العادة على الاسترشاد بمجموعة من المؤشرات الأخرى في تصنيف السندات لعل أهمها: نوعية الإدارة management quality، مستوى و مدى ثبات ربحية الشركة Level and Stability of Earning الموارد المالية للشركة Financial Recoures، مدى الحماية المتوفرة لأصول الشركة Assets Protaction، شروط الإصدار Identure Provisions، الجدير بالذكر أن الوكالات المتخصصة بتصنيف السندات تقوم بإعادة النظر في هذا التصنيف بصفة دورية (سنويا) و ذلك في ضوء أحدث المعلومات التي تتوفر لها عن الشركات المصدرة للسند، كما يجب الإشارة إلى أن ترتيب السندات يعد مهما لكل من المستثمرين فضلا عن المنشآت أيضا¹.

سادسا: عوائد السند

تحقق السندات لحاملها نوعان من العائد

1- فائدة ثابتة محددة

معدل الفائدة المقرر دوريا (سنويا، نصف سنويا، فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية Par Value وهو العائد الأساسي الذي يحصل عليه المستثمر من شراء السند.

2- العائد الرأسمالي

يتمثل في الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول أو الاستحقاق².

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عبارة عن أوراق مالية أو عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، و قد ساعد على ابتكار هذه الأدوات عدة عوامل منها:

- انهيار نظام بريتن وودز الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف.
- انهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية.

ومن أهم المشتقات المالية: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، عقود المبادلة، العقود الآجلة.

أولا: عقود الخيارات

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها و على وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع على شرائها أو بيعها في المستقبل.

¹- جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات، المسار الأمريكي و البورصات الناشئة، ط1، شركة الندة للطباعة، طنطا، مصر، 2006، ص52-54.

²- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق، ص 22.

1- مفهوم عقد الخيار

حق الاختيار هو اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وربما العملات أو السلع من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء.

و تسمى هذه العقود "حقوق" نظرا لأنها تعطي لمشتري العقد الحق (وليس التزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، و ذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محور العقد) على سبيل التعويض و يسمى علاوة حق الخيار.

2- أركان عقد حق الخيار

يضم عقد الخيار أربعة أركان أساسية هي :مشتري الحق، العلاوة،المحرر، سعر التنفيذ ،أجلا للانتهاء.

1-2- مشتري الحق

الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق الاختيار هو حق بيع أو شراء،و يطلق عليه مالك أو حامل الخيار.

2-2- العلاوة

المبلغ المتفق على دفعه من المشتري أو محرر الخيار.

3-2- المحرر

غالبا هو البائع و هو الذي يقوم بتحديد الحق لصالح المستثمر.

2-4- سعر التنفيذ

السعر الذي سيشتري أو سيبيع به الموجود بغض النظر عن السعر السائد في السوق عند التنفيذ .

2-5- أجل الانتهاء

التاريخ الذي يقوم فيه المشتري بتنفيذ الحق كما يجب أن يحدد في العقد نوع الموجود محل العقد وكذا نوع الخيار¹.

3- أنواع حقوق الخيار

يمكن تصنيف حق الاختيار على أساس ثلاث معايير و هي:

3-1- على أساس تاريخ التنفيذ

يمكن التمييز حسب المعيار بين نوعين من الخيارات ، الخيار الأمريكي والخيار الأوربي .

¹ - سميرة محسن ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة بنك BNP PARIBAS ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات ، جامعة منتوري ، قسنطينة، الجزائر ، 2005-2006، ص 74،75.

3-1-1- حق الاختيار الأمريكي

يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد و تاريخ الانتهاء.

3-1-2- حق الاختيار الأوربي

يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

3-2- على أساس نوع الصفقة

يوجد ضمن هذا المعيار ثلاثة أنواع من الخيارات وهي : خيار الشراء وخيار البيع ، والخيار المزدوج.

3-2-1- خيار الشراء

عقد يتيح لحامله شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد و للمشتري الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في تنفيذ الاتفاق.

3-2-2- خيار البيع

عقد يتيح لحامله بيع عدد من الموجودات بسعر محدد متفق عليه و للمشتري حق خيار البيع في تنفيذه أو عدم تنفيذه لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك¹.

3-2-3- الخيار المزدوج

هو عقد يجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها. و ذلك رهن لمصلحة المشتري فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا و إذا انخفضت كان بائعا، و مع تعاضد المخاطر التي يتعرض لها بائع الخيار فلا بد أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو الشراء. وينقسم هذا العقد إلى:

أ. عقد مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

هذا العقد يضمن أو يخول لحامله الحق أن يبيع لمن باعه حق الخيار عددا معينا من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال مدة معينة أو أن يشتري منه خلال نفس المدة و بنفس السعر الأسهم المسماة في العقد.

ب. عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

يشبه هذا العقد عقد الخيار المزدوج السابق في كل الأوجه غير أنه يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط ذلك أن هذا العقد ينطوي على سعر للشراء وسعر البيع.

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر

ج. عقد خيار مزدوج بمضاعفة الكمية

يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها إذا رأى أن تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد .

3-3- على أساس ملكية الأوراق المالية

تنقسم الخيارات حسب هذا المعيار إلى عقود مغطاة وأخرى غير مغطاة .

3-3-1- عقود الخيار المغطاة

يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيداً من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد إذا كان العقد شراءً، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء إذا ما طُلب بتنفيذ العقد و كان العقد خيار بيع.

3-3-2- عقود الخيار غير المغطاة : عكس المغطاة¹.

مثال تطبيقي حول استخدام الخيارات

- حالة خيار البيع

بالنسبة لحق اختيار البيع يلاحظ أن مشتري حق اختيار البيع يتوقع أن تنخفض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، و لتوضيح الفكرة نفرض أن أحد المستثمرين قد قام بشراء عدداً من الأسهم بسعر 150 دينار حيث تشير التوقعات إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم في أول شهر مايو القادم كما تشير تلك التوقعات إلى احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية في شهر جويلية، و لتجنب هذه المخاطر قام المستثمر بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لشراء هذه الأسهم في شهر مايو و ذلك بالسعر السائد في السوق، و وفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي على المستثمر أن يدفع 15 دينار كمكافأة للطرف الآخر عن كل سهم . فما هو القرار المتخذ، و ما هي المكاسب و الخسائر المترتبة عليه لكل من الطرفين في الحالات التالية :

- إذا انخفض سعر السهم في يوم 15 جويلية إلى 130 دينار .

- إذا ارتفع سعر السهم في يوم 15 جويلية إلى 170 دينار .

يمكن تحليل موقف المستثمر (مشتري حق اختيار البيع) و محرر الحق على النحو التالي :

¹ - هاشم فوزي دباس العبادلي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن، 2008

أ. إذا انخفض سعر السهم إلى 130 دينار

- قرار مشتري الحق: بما أن سعر السهم انخفض فهذا يعني أن توقعات المستثمر قد صدقت وبناء على ذلك فإن قراره هو تنفيذ الاتفاق و لحساب أرباح أو خسائر المستثمر، نحسب أولاً قيمة حق الاختيار كما يلي:

قيمة حق الاختيار = سعر التنفيذ - السعر السوقي، أي $150 - 130 = 20$ دينار.

الربح = قيمة حق الاختيار - المكافأة، أي $20 - 15 = 5$

بمعنى أن المستثمر يستحق أرباح قدرها 5 دينار عن كل سهم.

- قرار محرر الحق: يتوقف تصرف المحرر على تصرف وقرار المستثمر، وبما أن القرار هو التنفيذ فإنه يمكن حساب ربح أو خسارة محرر الحق كما يلي:

الربح أو الخسارة = (سعر السوق + المكافأة) - سعر التنفيذ

$$= (130 + 15) - 150 = 5 -$$

أي أن خسائر المحرر هي 5 دينار عن كل سهم.

ب. إذا ارتفع سعر السهم إلى 170 دينار

- قرار مشتري الحق: بما أن سعر السهم ارتفع، فهذا يعني أن توقعات المستثمر لم تصدق وعليه فإن المستثمر لن يطالب بتنفيذ الاتفاق .

و يحقق المستثمر في هذه الحالة خسارة تصل إلى 15 دينار عن كل سهم و تتمثل في قيمة المكافأة التي سبق أن دفعها للمحرر .

- قرار محرر الحق: طالما أن المستثمر لن ينفذ الاتفاق ، فالمحرر أيضا لن ينفذ الاتفاق. و تتمثل الأرباح التي يحصل عليها المحرر في هذه الحالة في مقدار المكافأة و هي 15 دينار عن كل سهم¹.

- حالة خيار الشراء

بالنسبة لحق خيار الشراء يلاحظ أن مشتري حق خيار الشراء يتوقع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية في المستقبل، و للتوضيح نفرض أن أحد المستثمرين يرغب في شراء عدد من سهم إحدى الشركات في تاريخ لاحق في المستقبل في 15 جويلية ، و تشير توقعات المستثمر إلى أن أسعار تلك الأسهم سوف ترتفع في المستقبل مقارنة بالسعر الحالي و هو 150 دينار ، و ليتجنب المستثمر مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل، قام بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لبيع هذه الأسهم يوم 15 جويلية بالسعر الجاري الآن نظير حصوله على مكافأة من المستثمر مقدارها 15 دينار عن كل سهم .

فما هو القرار، و ما هي المكاسب و الخسائر المترتبة على كلا الطرفين في ظل الحالات التالية :

¹ - من إعداد الطالبة

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

- في حالة ارتفاع سعر السهم في يوم 15 جويلية ليصل إلى 170 دينار .
 - في حالة انخفاض سعر السهم في يوم 15 جويلية ليصل إلى 130 دينار .
- يمكن تحليل موقف كل من المستثمر (مشتري حق اختيار الشراء) و محرر الحق كما يلي:

أ. في حالة ارتفاع سعر السهم إلى 170 دينار

- **قرار مشتري حق خيار الشراء** : بارتفاع سعر السهم تكون توقعات المستثمر قد صدقت لذلك يطلب من المحرر ضرورة تنفيذ الاتفاق ، وبناء على ذلك يمكن حساب قيمة حق الخيار كما يلي:
قيمة حق خيار الشراء = السعر السوقي - سعر التنفيذ، أي $170 - 150 = 20$.
أما الأرباح فيتم حسابها كما يلي :
- الأرباح = قيمة حق الخيار - المكافأة ، أي $20 - 15 = 5$.
أي أن المستثمر سوف يحقق أرباح تبلغ 5دينار عن كل سهم .
- **قرار محرر الحق** : بما أن قرار المحرر يتوقف على قرار مشتري الحق ، ففي هذه الحالة يكون المحرر ملزما بتنفيذ الاتفاق .

أرباح وخسائر المحرر = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر السوق

$$5 - = 170 - (15 + 150) =$$

أي أن المحرر يحقق خسارة قدرها 5دينار عن كل سهم

ب. في حالة انخفاض سعر السهم إلى 130 دينار

- **قرار مشتري حق الخيار** : بما أن سعر السهم انخفض ، فهذا يعني أن توقعات المستثمر لم تصدق و عليه فإن القرار هو عدم تنفيذ الاتفاق . وبناء على ذلك فإن المستثمر يتحمل خسارة قدرها 5 دينار عن كل سهم و هو مقدار المكافأة التي دفعها إلى المحرر¹ .
- **قرار محرر العقد** : بما أن قراره يتوقف على قرار مشتري حق الخيار ، ففي هذه الحالة هو أيضا لا ينفذ الاتفاق ، و يحقق أرباح تتمثل في قيمة المكافأة التي تسلمها من المشتري لحق الخيار .

ثانيا: العقود المستقبلية

بدأ التعامل بهذه العقود في عام 1972 من قبل السوق النقدي العالمي وهو فرع من بورصة شيكاغو التي كانت الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية وتوسع التعامل بالعقود المستقبلية في 1980 و 1990 حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات .

¹ - من إعداد الطالبة

1- مفهوم العقد المستقبلي

العقد المستقبلي هو عقد نمطي يتم بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في التاريخ اللاحق،يجري الترتيب لهمن خلال السوق المنظمة.

عادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه ،و ذلك إما في صورة نقدية أوفي صورة أوراق مالية والسبب هو حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدره الطرف الآخر بالوفاء.

يترتب على العقد المستقبلي صيغة بيع و شراء فعلية لكنها مؤجلة كما أنه بوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد لأخر حيث أن العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد بل لأغراض المضاربة.

2- أركان العقود المستقبلية

يقوم العقد المستقبلي على 5 ركائز أساسية هي : السعر في المستقبل ، تاريخ التسليم أو التسوية محل العقد، مشتري العقد ، بائع العقد .

1-2- السعر في المستقبل

السعر المتفق عليه بين الطرفين لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

2-2- تاريخ التسليم أو التسوية

هو التاريخ الذي اتفق عليه طرفي العقد لإتمام الصفقة .

2-3- محل العقد

هو الشيء المتفق على بيعه أو شرائه بين طرفي العقد، و الذي قد يكون بضائع أوراق مالية أو عملات¹.

2-4- مشتري العقد

هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني.

2-5- بائع العقد

الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه و تتميز العقود المستقبلية بأنها عقود منظمة².

¹ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات ،ج2، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2003، ص 92-94.

² -منير إبراهيم هندي ، نفس المرجع ص94.

3- سمات العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بكونها عقود نمطية ، أي أن شروط العقد تصنعها إدارة السوق و تعتمد عليها من لجنة المتاجرة في العقود المستقبلية على السلع ، كما قد توضح تلك الشروط بواسطة اللجنة نفسها و قد روعي أن تكون الشروط نمطية بما يضمن أن يكون هناك نوع واحد، و في حالات معينة نوعين من العقود لكل أصل بما يضمن وجود عدد كبير من المتعاملين على النوع الواحد. و هو أمر من شأنه أن يوفر السيولة التي تجعل من السهل على طرفي العقد تسوية مركزهم على العقد بمجرد إبرام صفقة عكسية رغم هذا فان العقود المستقبلية تظل أقل استجابة لاحتياجات طرفيها ويفضل تلك النقيصة (التميط) ظلت هناك حاجة للعقود الآجلة التي تحقق استجابة أكبر لاحتياجات طرفي العقد ، و نشير إلى أن التتميط قد امتد إلى وحدة التعامل و شروط التسليم و حدود التقلبات السعرية و الحد الأقصى لعدد المراكز نظام الهامش و التسوية ساعات التداول وبعبارة أخرى انصرف التتميط إلى كافة شروط العقد باستثناء السعر و عدد العقود اللذان تركا للتفاوض عليهما من قبل طرفي العقد .

3-1- وحدة التعامل

يقصد بها عدد الوحدات التي يتضمنها ،حيث تختلف عدد وحداته من أصل إلى آخر فمثلا بورصة شيكاغو للتجارة تضمن العقد الواحد للتعامل في القمح 5000 بوشل، و في سوق النقد الدولي يتضمن عقد أذون الخزانة على أذون قيمتها الاسمية مليون دولار .

3-2- شروط التسليم

تتضمن التاريخ الذي سيتم التسليم فيه، مواصفات أو درجة جودة الأصل محل التعاقد و مكان التسليم و كيفية التسليم. بالنسبة للتاريخ فهو يتحدد حسب نوع الأصل¹.

3-3- حدود التقلبات السعرية

تفرض هاته الأسواق حدودا دنيا و قصوى للتغيرات السعرية اليومية، و يتفاوت الحد الأدنى حسب الأصل محل التعاقد. و إذا ما ارتفع السعر أو انخفض بمقدار الحد الأقصى المحدد في لحظة ما خلال اليوم ،تقرر أن لا يتخطى السعر تلك الحدود إذ يظل هذا السعر السائد حتى نهاية اليوم بل و قد تقرر إدارة السوق وقف التعامل على ذلك العقد و في اليوم التالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق .

3-4- حدود المتاجرة (حدود المعاملات أو المراكز)

يقصد بها الحد الأقصى لعدد العقود التي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد.

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني ، مرجع سابق ، ص 354.

3-5- الهامش المبدئي

إن هذا النوع من التعاقد على الشراء أو البيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن ولكي لا يتعرض أي طرف إلى ضرر نتيجة لعدم تنفيذ الطرف الآخر من التزام فقد فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وهناك متغيرين يحكمان القيمة الكلية للهامش المبدئي هما حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية. وهو ما يعني أن قيمة الهامش المبدئي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5% - 15% من قيمة العقد كما وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها والغرض من دفع الهامش هو إجراء المقاصة أو التسوية اليومية للعقود التي تقوم على تقييم العقد وفق الأسعار السوق ليرتفع رصيد الهامش بمقدار المكاسب أو ينخفض بمقدار الخسائر وحتى لا تتفاجأ غرفة المقاصة باستهلاك قيمة الهامش بالكامل فقد تم تحديد هامش إضافي يسمى هامش الصيانة تتراوح نسبته بين 75-80% من قيمة الهامش المبدئي الذي يعني أن رصيد الحساب الموجود في غرفة المقاصة يجب أن لا يقل عن 75-80% من قيمة الهامش المبدئي وإلا فإنه سيتم مطالبة الطرف الذي انخفض هامشه بدفع مبالغ إضافية إلى حسابه بحيث تصل في مجموعها إلى الهامش المطلوب¹.

3-6- ساعات التداول

تحدد البورصة ساعات التداول لكل عقد فالعقود على السلع الزراعية عادة ما يكون التعامل فيها لمدة 4 إلى 5 ساعات يوميا أما بالنسبة لمعظم العقود على الأصول المالية فيمتد إلى 6 ساعات و هناك عقود يستمر التداول عليها على مدار الساعة أي أكثر من 20 ساعة في اليوم مثل العقود المستقبلية على سندات الخزنة .

4- ميكانيزم العقود المستقبلية

قبل أن يقوم المستثمر بإجراء أي تعامل يتعين عليه أن يبادر ابتداء بفتح حساب لدى شركة الوساطة المالية بإيداع هامش مبدئي قيمته ما بين 5-15% من القيمة الكلية للعقد، بعد ذلك يقوم العميل بإصدار أمر إلى الممثل المسجل الذي يقوم بإبلاغ الأمر إلى القسم المسئول عن العقود المستقبلية الذي يقوم بدوره بفتح حساب للعميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة ، مع ملاحظة أن لكل سلعة يتعامل فيها حساب مستقل. ويقوم القسم المذكور بالاتصال بممثل شركة الوساطة في البورصة والذي يتوجه بمجرد تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم فيها التعامل على هذا النوع من العقود ،و إذا ما تم التنفيذ يقوم الممثل بإخطار شركة الوساطة بتنفيذ الأمر ، و تقوم هي بدورها بإخبار العميل لتعزيز عملية التعاقد ثم تقوم بتسجيل وجود عقد جديد على الأصل و الإعلان عنه في لوحات الإعلانات على حائط غرفة التداول حيث تقوم هذه الأخيرة بتسجيل وجود عقد جديد على الأصل.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، ج2، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003، ص 153

و بمجرد تعزيز العمليتين لعملية التعاقد يبدأ دور غرفة المقاصة التي تقوم بضمان تنفيذ صفقة العقود المستقبلية فهي تقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري و العكس هذا من جهة كما تقوم بإجراء التسوية السعرية اليومية للمركز المالي للعاملين¹ .

ثالثاً: عقود المبادلات

تدعى أيضا بالمقايضة، و هي التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد و يتم تسويته على فترات دورية².

1- خصائص عقود المبادلة

تتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية :

- عقود ملزمة للطرفين .
- أنها عقود غير نمطية و إنما تفصل حسب رغبة الزبون .
- يتم التعاقد بصورة مباشرة و غير مباشرة..
- أنها تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- أنها توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب الأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية و كذا أسعار السلع .
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية .
- لا تتضمن دفع هوامش أو علاوات في أغلب أنواعها.

2-أنواع عقود المبادلة

هناك 3 أنواع أساسية و هي :

1-2- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم و أخرى مرتبطة بسعر ثابت و تحتسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما . وفق هذا العقد يوافق أحد الأطراف على أن يؤدي مدفوعات ثابتة إلى الطرف الآخر على مقدار معين من المال³ .
و يمكن إيجاز أركان عقد مبادلة أسعار الفائدة كما يلي:

¹ -زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط1، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 1998، ص 100.

² - هاشم فوزي دباس العبادلي ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سابق، ص86.

³ - سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ، ط1 ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، مصر ، 2005 ، ص

2-1-1-1- دافع الفائدة الثابتة

يمثل الطرف الأول في عقد المبادلة حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة الثابتة"، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة. وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني "المحرر".

2-1-1-2- دافع الفائدة المتغيرة

يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة المتغيرة"، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة. وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول "المشتري"¹.

2-1-3- معدل الفائدة الثابتة

سعر الفائدة الثابت في العقد و الذي يتفق عليه الطرفان، و عادة ما يكون مرتبط بسلعة أو ورقة مالية أو أصل من الأصول.

2-1-4- معدل الفائدة المتغيرة

قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغيرة هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس مؤشر LIBOR مؤشر الأسعار في سوق لندن هو أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك فيسوق الدولار الأوربي.

2-1-5- التسوية

تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه "ربع سنوي نصف سنوي" كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة.

2-1-6- قيمة عقد المبادلة

المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة و يمثل قيمة العقد المبادلة نفسه.

3-2- عقود مبادلة العملات

اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، بمعنى آخر هي تبادل عملات من خلال شراء و بيع عملة على أساس التسليم الآني و إعادة بيعها و شراءها في نفس الوقت على أساس تسليم أجل و سعر صرف أجل يتم تحديده لحظة إبرام العقد بين الطرفين².

¹ - محمد صالح الحناوي ، نفس المرجع، ص: 321-323.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، المرجع السابق، ص: 17.

مثال:

مستورد جزائري سيبيع مليون أورو لطرف آخر بسعر حاضر $EUR/DZD = 98 DA$ على أن يشتريه منه بعد 3 أشهر بسعر صرف أجل يحدد حاضرا ب $100DA$
الحالات المرتقبة :

- إذا انخفض الدينار الجزائري في حالة عدم إبرام عقد المبادلة $EUR/DZD = 105 DZD$ تصبح قيمة الصفقة كما يلي :

$$V1 = 1000.000 \times 98 = 98.000.000 \text{ DZD}$$

$$V2 = 1000.000 \times 105 = 105.000.000$$

$$V1 - V2 = - 7.000.000 \text{ DZD}$$

- إذا انخفض الدينار الجزائري و في حالة إبرام عقد المبادلة

$$V1 = 1.000.000 \times 105 = 105.000.000 \text{ DZD}$$

$$V2 = 1.000.000 \times 100 = 100.000.000 \text{ DZD}$$

$$^1. V1 - V2 = 5.000.000 \text{ DZD}$$

3-3- عقود مبادلة البضائع

المبادلة السلعية واحدة من منتجات السوق غير الرسمية و التي يجري تفصيلها و فق متطلبات من يقوم بعملية التحوط ضد المخاطر، و هي ترتيبات لمبادلة الأسعار المتغيرة بالثابتة. و قد شاع استخدام المبادلات السلعية الخاصة في مجال الطاقة، و أغلب عقود المبادلات تتعلق بزيت البترول.

مثال:

نفرض أن لدينا شركتين إحداهما هي شركة منتجة للبترول (A) و بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج فان الشركة تخشى أن ينخفض سعر البرميل من زيت البترول أدنى من 5.49 دولار.

و على الجانب الآخر فان شركة (B) تستخدم متوسط شهريا من الزيت الخام في عمليات إنتاج البتر و كيميائيات، و تخشى ارتفاع سعر البرميل فوق 5.50 دولار. لتجنب ما قد يحدث بالنسبة للشركتين تم إنشاء عقد مبادلة يكون ساري لمدة سنتين وتحديد حجم السلعة ب 500 ألف برميل، و التسوية الشهرية على أن يكون السعر المعتمد في التسوية هو متوسط أسعار التسويات اليومية للعقود المستقبلية للزيت الخام ببورصة نيويورك للتجارة. بالإضافة إلى تحديد 50 دولار للبرميل كسعر للبيع بالنسبة للشركة (A) و 50.10 دولار للبرميل كسعر شراء بالنسبة للشركة (B). وكذا تحديد وسيط المبادلات بينهما.

ماذا سيحدث إذا ارتفع متوسط سعر التسوية إلى 52 دولار للبرميل، و ماذا سيحدث إذا انخفض متوسط سعر التسوية إلى 48 دولار للبرميل ؟

¹ - من إعداد الطالبة

- في حالة الارتفاع

عندما يرتفع متوسط سعر التسوية فان الشركة (A) ستقوم بدفع الفرق بين السعر الذي حددته للبيع وسعر التسوية لكل برميل لوسيط المبادلة على النحو التالي :

$$(52-50) * 500000 = 1000000 \text{ دولار .}$$

بينما الشركة (B) ستقبض الفرق بين السعر الذي حددته للشراء وسعر التسوية لكل برميل من الوسيط على النحو التالي:

$$(52 - 50.10) * 500000 = 950000 \text{ دولار.}$$

الوسيط يحصل على 50000 دولار الفرق بين سعري البيع والشراء اللذان تم تحديدهما من قبل الشركة المنتجة والشركة المستخدمة .

- أما في حالة انخفاض السعر، فان الأدوار تتقلب بحيث الشركة المنتجة تقبض والشركة المستخدمة تدفع¹.

رابعاً: العقود الآجلة

عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق ويسعر متفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق كما يمكن أن ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي إلى تاريخ الاستلام. وفي هذه العقود يحدد الطرفين النوعية، تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة والجودة أو الرتبة في حالة السلع، كما تحدد الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد وقد تكون الأصول موضع التعاقد سلع (كالبن والنفط والذهب والماشية) ، أو مالية (كالسندات والودائع والعملات الأجنبية). وهو من أدوات التحوط الرئيسية ضد المخاطر، تحركات الأسعار حيث يستعمل من قبل المقترض لغرض تثبيت سعر فائدة الأموال التي سوف يقترضها في وقت محدد في المستقبل وكذلك فان المستثمر يستطيع أن يثبت سعر الفائدة التي سوف يقبضها على أمواله. والعقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض الطرفين² على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تلائم غيرهما كما أنه يجري التعامل عليها في الأسواق الغير رسمية كما أنه بمجرد إبرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين إلغائه بما ينطوي عليه ذلك من مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغيير جوهري في سعر السلعة في المستقبل. وما ينبغي الإشارة إليه هو أن تحديد سعر التنفيذ أو الممارسة يجعل من قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد وبذلك فان سعر العقد وسعر التنفيذ سيكونان متساويين لحظة التعاقد بمرور الزمن أي أن سعر العقد الآجل سيتغير بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتاً ويكون هذا التغير استجابة لتغير السعر الموجود محل التعاقد وعند موعد التنفيذ يتحدد

¹ - من إعداد الطالبة

² - مؤيد عيد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع - عمان الأردن، 2012، ص30.

ربح وخسارة كل طرف تبعاً لسعر التنفيذ المحدد مسبقاً والقيمة السوقية للموجود محل التعاقد لحظة تنفيذ العقد وتكون الربح أو الخسارة بين القيمتين.

1- خصائص العقد الأجل

- يتميز العقد الأجل بالخصائص التالية
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- حجم العقد مرن.
- موعد التنفيذ مرن.
- وقت التعامل غير محدد بوقت معين.
- لا يتطلب وجود هامش .
- لا تخضع لتنظيم السوق المنظمة.
- العقد يصعب إلغاءه.
- قد يتضمن شروط جزائية.
- مخاطرة ائتمانية كبيرة¹.

¹ - مؤيد عيد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل، نفس المرجع، ص30.

المبحث الثالث: أهم أسواق الأوراق المالية

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد المؤسسات الاقتصادية الهامة في أي بلد متطور يهتم بتنمية اقتصاده فسنذكر فيما يلي أهم أسواق الأوراق المالية في العالم .

المطلب الأول: أهم أسواق الأوراق المالية الأمريكية

يوجد في أمريكا عدة بورصات تنظيمية مثل بورصة شيكاغو والتي تنظم عقود الخيارات (الأوبشن) الأمريكي وهي تتبع مجموعة نيز يورونيكت. كذلك هناك بورصة السلع والبتترول والمعادن والتي تسمى نايمكس (NYMEX) وهي خاصة فقط بتداول السلع وإدارة العقود المستقبلية للبتترول والسلع المختلفة ولكن هنا لن نتطرق إليهما وسنركز على بورصة نيويورك وكذا بورصة ناسداك.

أولا : بورصة نيويورك (NYSE)

بدأت بورصة نيويورك (NYSE) وهي أقدم بورصة منظمة في العالم وأكبرها حاليا حين تجمع 24 تاجرا أمريكيا في العام 1792 ميلاديا وأبرموا اتفاقية بريتون وودز لتنظيم أول سوق تداول أسهم وسندات خاصة بعد إصدار الحكومة الأمريكية لسندات خزينة بقيمة 80 مليون دولار لتسديد نفقات الحرب الأهلية) و بدأوا العمل من منزل (تونتين) وأصبح تعهدهم ذلك هو اللبنة الأولى في إنشاء بورصة نيويورك, في حين ظل بقية المتداولين في شوارع نيويورك يتبادلون الأسهم والسندات بالطريقة القديمة (هؤلاء اتجهوا بعد ذلك إلى إنشاء البورصة الأمريكية (AMEX)

اتجهت البورصة الأمريكية في اتجاهين كما أسلفنا حيث الطريق الأول هو طريق المنظمين ال 24 والذين أسسوا بورصة نيويورك وأسماها بورصة نيويورك للأسهم والتبادل (NYS&EB) وتم اختصار الاسم بعد ذلك في العام 1863م باسم بورصة نيويورك لتبادل الأسهم (NYSE) ، واتخذوا بعد ذلك من وول ستريت مقرا لهم وكانت أكبر الشركات الأمريكية مدرجة بها.

وعلى صعيد آخر اتجه تجار الشوارع بنيويورك بعد ثورة الذهب بكاليفورنيا والحرب الأهلية الأمريكية بإدراج الأسهم الصغيرة وأسهم الشركات الناشئة بسوق منظم وأسماه البورصة الأمريكية (AMEX).

في العام 1972 م تعاونت بورصة (AMEX) وبورصة نيويورك (NYSE) تحت منظمة واحدة لتقديم خدمات موحدة وأطلقت عليها اسم سيك لتبادل الأوراق المالية (SIAC) وتم إدراج البورصتين وصنفتا على أنهما غير ربحيتين.

في العام 2005 م انضمت بورصتا الباسيفيك وارشيبيلاجو الأمريكيتين واللتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلوس إلى بورصة نيويورك، وتكونت العملاقة NYSE Group .

في العام 2007 م، اندمجت بورصتا مجموعة نيويورك و يورونيكت ليكونوا أكبر تجمع بورصة عالمية وأصبح اسمها NYSE Euronext Group ، وأصبحت تضم تحت جناحها كبرى الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وأكثر من 1700 شركة من 6 دول أوروبية كانت تضمهم يورونيكت.

في العام 2008 م ، انضمت AMEX إلى العملاق NYSE Euronext Group لتصبح بذلك بورصة نيويورك قد استحوذت على أكثر من 85% من الشركات الأمريكية وعلى 2000 شركة أوروبية من 6 دول مختلفة وإمكانية التداول من أي بروكر يتعامل مع السوق الأمريكي. تعتبر بورصة نيويورك يورونيكتس أكبر مثال على سوق منظم له مقر ويتم التعامل يدويا وآليا في ما يتعلق بتبادل الأوراق المالية وتسجيلها وتصنيفها ، وتحتوي وحدها على ما يربو من 10 آلاف شركة أمريكية وأوروبية¹.

ثانيا : بورصة ناسداك: NASDAQ

ناسداك سوق من نوع خاص غير منظم يتم التداول فيه عن طريق الشبكة الإلكترونية (الإنترنت) فقط وتصنف وتسجل الأسهم والأوراق المالية أوتوماتيكيا .

يتألف اسم البورصة من الأحرف الأولى من National Association of Securities Dealers Automated Quotations الجمعية الوطنية للتسعير الآلي لتجار الأوراق المالية.

افتتحت ناسداك في 8 فيفري 1971 بعدد شركات مدرجة بلغ أكثر من 50 شركة. في ذلك الوقت الخدمة الأساسية الجديدة لناسداك هي توفير نظام عرض إلكتروني للأسعار دون إتاحة التداول الذي كان يتم غالبا عبر الهاتف، لكنه ساعد في تخفيض الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء أو ما يعرف بالسبريد مما قلص كثيرا من تكاليف التداول، مع سرعة وشفافية كبيرة في الوصول إلى الأسعار.

هذا الأمر أعطى أفضلية كبيرة للمتداولين على حساب شركات الوساطة التي كانت تجني الكثير من مداخيلها من فارق السبريد مما أدى بهذه الأخير الى تجنب بورصة ناسداك في سنوات عملها الأولى قبل أن تنتشر طريقة عملها الالكترونية في أسواق الأسهم الأخرى.

تعتبر ناسداك من البورصات الرائدة في مجال التداول الالكتروني حيث كانت أول بورصة تقوم بإطلاق موقع الكتروني على شبكة الانترنت nasdaq.com سنة 1996، وأيضا هي أول بورصة تطلق تطبيقا للهواتف الذكية في سنة 2009.

وقد تسارعت كبرى شركات التكنولوجيا الأمريكية للإدراج بها مكونة بذلك أكبر بورصة على الإنترنت ولتتنافس مع كبرى البورصات العالمية. مواعيد العمل المعتادة من 14:30 إلى 21:00 بتوقيت غرينتش. تعمل بورصة ناسداك كغيرها من منصات التداول الإلكترونية الكثيرة لساعات إضافية يكون أثناءها حجم التداول منخفضا نسبيا.

¹ - عبد النافع الزرري ، غازي فرح ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 2001 ص85.

في الوقت الراهن تضم ناسداك أكثر من 3800 شركة مدرجة للتداول من مختلف دول العالم، وتعتبر ثاني أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية للشركات المدرجة بعد بورصة نيويورك والأولى في العالم من حيث حجم التداول¹.

المطلب الثاني: أهم أسواق الأوراق المالية الأوروبية

تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصات بتطبيق نظام الاختصاص المالي ، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية ، وتسعى إلى القضاء على العقبات التي تحول دون ترابطها ، ومن أهم البورصات الأوروبية نجد بورصة باريس، لندن وفرانكفورت .

أولا : بورصة باريس

تأسست بورصة باريس في 24 سبتمبر 1724 بموجب القرار الصادر عن مجلس الحكومة التابع للملك، وقد كان مقرها بفندق نافار ، غير أن هذا المقر تغير ثلاث مرات خلال الفترة من 1793 إلى 1809م كما تم إقفالها مرتين .

تأثرت بورصة باريس سلبا بالحرب العالمية الأولى مما جعلها تفقد مرتبتها الثانية بعد بورصة لندن لتتراجع إلى المرتبة الخامسة في أواخر القرن 19م، ثم ازدهرت من جديد في الخمسينات من القرن العشرين ، إلا أن هذا لم يدم طويلا بفعل الأزمات المالية التي شهدتها البورصات العالمية في سنوات 1960 و 1970 م. عادت بورصة باريس لتنتعش بسبب الإصلاحات المالية التي قامت بها الحكومة والتي أدت إلى دخول شركات كبرى في الاقتصاد الفرنسي إلى البورصة نهيك عن ملاءمة الجو لجلب المستثمرين المحليين والأجانب .

كانت بورصة باريس وحتى ثمانينات القرن الماضي تدار تحت إشراف شركة أعوان الصرف لكن في بداية الثمانينات ومع ازدياد المنافسة بين البورصات العالمية شهدت بورصة باريس عدة تعديلات وانتقلت إدارتها إلى مؤسسة البورصة الفرنسية.

مع نهاية التسعينات قامت بورصة باريس باقتراح دمج العديد من البورصات الأوروبية ، توجت بإنشاء اتحاد اليورونكست في عام 2000 م. لتصبح يورنيكست باريس التي تدار من طرف اللجنة النقدية والمالية

¹ -أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية ، دار فباء الحديثة ، القاهرة ، مصر ، 2007 ، ص 120.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

الفرنسية ، حيث لوزير المالية كل الصلاحية لتسيير البورصة بأخذ في الاعتبار توصيات سلطة السوق المالي وأراء اللجنة البنكية الفرنسية¹ .

ثانيا : بورصة لندن

نشأت بورصة لندن London Stock Exchange رسميا في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم ، لكنها عادت لاحقا وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك وهذا السوق يأتي حاليا في المرتبة الثالثة عالميا بعد كل من نيويورك وطوكيو. و تصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50 % من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم لشركات دولية وأوروبية أخرى. ساعات التداول الاعتيادية في بورصة لندن من 08.00 إلى 16.30 بتوقيت جرينتش.

ثالثا : بورصة فرانكفورت (FRA)

تعتبر بورصة فرانكفورت في ألمانيا واحدة من أكبر أسواق التبادل على مستوى العالم . تحتل المرتبة الـ 12 بحسب القيمة السوقية . وتعود ملكيتها إلى البورصة الألمانية بينما تنشر مؤشر داكس و EuroSTOXX 50 بالإضافة إلى مؤشرات أخرى. تعتبر فرانكفورت هي قلب صناعة المال في ألمانيا. ولهذا تمثل بورصة فرانكفورت نحو 90% من إجمالي تداولات الأسواق المالية، وكذلك جزء كبير من إجمالي الصفقات الأوروبية. بدأت البورصة في عام 2010 الانتقال إلى التداولات الالكترونية بشكل كامل وأكملت عملية التحول في مايو 2011. يعمل متداولوا القاعات السابقين حاليا كصانعي سوق بينما تتم كافة التداولات عبر منصة Xetra التي تملكها البورصة الألمانية. سمح إدخال منصة Xetra للمستثمرين الأجانب بالانضمام إلى البورصة والتداول في الأسواق الألمانية . وبالتالي يشكلون حاليا نحو 47% من إجمالي أعضاء البورصة البالغ عددهم 300. وتعد بورصة فرانكفورت موطنها لما يزيد عن 4,500 متداول بالإضافة إلى 250 مؤسسة تداول دولية. ويرتبط نحو 35% من رأس المال الاستثماري على مستوى العالم مع بورصة فرانكفورت.

¹ - صفة صديقي ، طرق تحليل وتقييم الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة بين 2007-2017، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص أسواق مالية ، جامعة قصدي مراح ، ورقلة ، الجزائر 2011/2012، ص

هناك شركات من أكثر من 80 دولة مدرجة أسهما في بورصة فرانكفورت، 49% منها من أمريكا الشمالية أو الجنوبية، 31% من أوروبا أو روسيا، 14% آسيوية و6% من أفريقيا أو أستراليا، وذلك بحلول نوفمبر 2010.

ساعات التداول من 0.9:30 إلى 17:30 بتوقيت وسط أوروبا الاثنين حتى الجمعة. تبدأ تداولات Xetra الإلكترونية مبكراً قليلاً، عند الساعة 0.9:00 بتوقيت وسط أوروبا، وتنتهي عند 17:35 بنفس التوقيت¹.

المطلب الثالث: أهم أسواق الأوراق المالية الآسيوية

أصبحت أسواق الأوراق المالية الآسيوية منافساً كبيراً لأسواق أوروبا وأمريكا، وفيما يلي نذكر أهم البورصات الآسيوية.

أولاً: بورصة طوكيو

تأسست بورصة طوكيو للأوراق المالية في عام 1878. وجرى دمجها في عام 1943 مع عدد من البورصات الأخرى لتشكيل بورصة موحدة للأسهم، أُغلقت بورصة طوكيو لفترة وجيزة أثناء الحرب العالمية الثانية بعد قصف مدينة ناجازاكي، ثم أعيد افتتاحها عام 1949.

شهدت بورصة طوكيو نمواً قوياً على مدار فترات وجودها. ففي عام 1990 مثلت بورصة طوكيو نحو 60% من القيمة السوقية للأسهم العالمية، ومن ثم احتلت آنذاك صدارة بورصات الأسهم على مستوى العالم. ورغم انخفاض القيمة السوقية لبورصة طوكيو في الآونة الأخيرة إلا أنها لا تزال واحدة من أكبر ثلاثة بورصات للأسهم على مستوى العالم.

كما هو الحال مع معظم البورصات الحديثة، انتقلت بورصة طوكيو إلى التداولات الإلكترونية في عام 1999. وتم إعادة هيكلة البورصة بعد ذلك بعامتين لتتحول من جمعية مسجلة مع أعضاء كمساهمين إلى ما يسمى شركة مساهمة².

ثانياً: بورصة شنغهاي

بورصة شنغهاي (SSE) هي واحدة من بورصتين للأسهم تعملان بشكل مستقل في الصين. تأسست بورصة شنغهاي المعاصرة في عام 1990 وهي حالياً خامس أكبر بورصة أوراق مالية في العالم، على أساس القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها بسبب ضوابط حساب رأس المال من قبل السلطات الصينية، فإن بورصة شنغهاي ليست مفتوحة تماماً للمستثمرين الأجانب، الذين يتداولون في

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، العاصمة، الجزائر، 2005/2006، ص 147، 151.

² - اضاءات، معهد الدراسات المصرفية، العدد الخامس، الكويت، يوليو 2010،

الغالب في بورصة هونغ كونج. بورصة شنغهاي للأسهم هي منظمة غير هادفة للربح، تديرها لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية مباشرة.

تنشر بورصة شنغهاي عدة مؤشرات مثل SSE 180 أو SSE المجمع. ساعات التداول فيها هي 01:00 صباحاً حتى 07:00 صباحاً بتوقيت جرينتش.

شنغهاي هي مسقط رأس تبادل الأسهم في الصين ويرجع تاريخها إلى الستينيات حين بدأ تداول الأسهم في محاولة تطوير التجارة الخارجية. في عام 1891، كانت هناك زيادة كبيرة في تداول أسهم التعدين، مما أدى إلى تأسيس "رابطة مساهمين شنغهاي"، وهي أول بورصة أوراق مالية صينية.

في عام 1904، قدمت الجمعية للتسجيل في هونغ كونغ وتم تغيير اسمها إلى بورصة شنغهاي للأسهم. اندمجت فيما بعد مع شنغهاي الأوراق المالية والسلع، وشنغهاي للتبادل التجاري.

في الثلاثينيات، أصبحت شنغهاي المركز المالي لمنطقة الشرق الأقصى، عندما احتلت القوات اليابانية مستوطنة شنغهاي الدولية في عام 1941، توقف التداول في SSE حتى عام 1946. بعد ثلاث سنوات توقف مرة أخرى نتيجة للثورة الشيوعية.

أعيد إنشاء SSE و افتتحها إلى العالم الخارجي في عام 1990 .

ثالثاً : بورصة هونكونغ

بورصة هونغ كونغ أو سوق الأوراق المالية في هونغ كونغ ، تُعرّف اختصاراً باسم (SEHK) هي السوق المالية في مدينة هونغ كونغ، و واحدة من كبرى بورصات الأسهم الآسيوية كما تعد الثالثة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة طوكيو وبورصة شنغهاي وسادس أكبر بورصة عالمياً بعد يورونكست . كانت لدى البورصة في 30 نوفمبر عام 2011 نحو 1,477 شركة تبلغ قيمتها السوقية الكلية 16.985 ترليون دولار هونغ كونغ¹.

تقدم البورصة خدمات التداول في مجموعة من الصكوك المالية ، تتضمن الأسهم، السندات، صناديق الاستثمار المشتركة، صناديق الاستثمار المتداولة، الضمانات وغيرها من الأوراق المالية المرتبطة بالأسهم.

تكون أسعار الأسهم في بورصة هونغ كونغ منخفضة غالباً مقارنة مع نظيرتها من البورصات الغربية حتى بالنسبة لبعض الشركات الكبرى مثل شركة النفط والغاز الصينية سينوبك. يجب ملاحظة أنه بسبب هذا الوضع لا يعتبر السهم المدرج في بورصة هونغ كونغ ضمن فئة أسهم المضاربة أو البيني ستوك ما لم يتداول بأقل من \$0.50 هونغ كونغ.

¹ - عبد النافع الزرري ، غازي فرح ، الأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص100.

تعطى كافة الأسهم حجم العقد الخاص بها . إذا كنت تتداول عبر الانترنت، سيتعين على وسيطك عرض حجم العقد بجانب السعر في العروض المقدمة. يمكنك شراء أسهم بكميات غير قياسية من حجم اللوت المذكور . تجرى هذه الصفقات في سوق منفصل يسمى العقود الشاذة أو "odd lot" .

المطلب الرابع : أهم أسواق الأوراق المالية العربية

تعتبر أسواق الأوراق المالية العربية حديثة العهد مقارنة بالأسواق التي ذكرناها سابقا ، وفيما يلي سنتعرض لأهم أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية .

أولاً: البورصة المصرية

تعود نشأة البورصة المصرية إلى نهاية القرن التاسع عشر، حيث بدأ النشاط الرسمي للبورصة المصرية سنة 1888 في الإسكندرية، وسنة 1903 في القاهرة. وقد احتلت البورصة المصرية المرتبة الخامسة بين أنشط بورصات العالم في أربعينيات القرن العشرين. وهبط نشاط البورصة المصرية بعد قوانين تأميم الشركات المساهمة في بداية الستينيات، وعادت تنشط في ظل آليات السوق والخصخصة بعد تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي سنة 1991 بدعم من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. وبدأت الحكومة المصرية إتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي وإعادة الهيكلة والاتجاه نحو سياسة اقتصادية ليبرالية، وتبسيط اللوائح والإجراءات والخصخصة وصدور التشريعات الضرورية تأثير ايجابي على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، فصدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ليضيف الكثير إلى الإطار القانوني المنظم لعمل البورصة المصرية.

وبدراسة مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الفترة 1990-2001 يتضح ارتفاع القيمة الرأسمالية للسوق من 8.8 بليون جنيه سنة 1991 إلى 119.8 بليون جنيه سنة 2000، وانخفضت إلى 110.3 بليون جنيه في يونيو 2001. وارتفع عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية من 627 شركة سنة 1991 إلى 1070 شركة في يونيو 2001، كما ارتفع حجم وقيمة الأسهم المتداولة بطريقة ملحوظة. وفي نهاية سنة 2002 بلغت القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية 26.1 بليون دولار، أي نحو 29% من الناتج المحلي الإجمالي. وتعتبر بذلك أكبر ثاني سوق أوراق مالية في الشرق الأوسط من حيث حجم التداول بعد السوق السعودية.

وبالرغم من ارتفاع مؤشرات أداء البورصة المصرية إلا أن التداول يتركز في عدد قليل من الشركات. وحتى نهاية 2003 كانت 1079 شركة مقيدة في البورصة المصرية. 36% من القيمة الرأسمالية للسوق تأتي من نشاط الشركات الكبرى، ونحو 90% من حجم المعاملات في البورصة تقوم به 18 شركة. في

يوليو 2002 صدرت قواعد جديدة للقيود في البورصة وتطبيق قواعد حوكمة الشركات وفي نهاية 2003 تم شطب 99 شركة لعدم توافقها مع قواعد القيد الجديدة.¹

ثانياً: سوق الأوراق المالية السعودي

تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية. فقد صدر في وقت لاحق المرسوم الملكي رقم: 1230/8 في 17-01-1403 للتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية اعتباراً من 01-03-1405 الموافق ل: 23-11-1984. إذ تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم SSRE في 28-05-1984 وتحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وتتولى هذه الشركة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة وتمثل أسهمها المتداولة 80 % من إجمال حجم التداول في السوق وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الإدراج في السوق هي:

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية.

- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

سوق الأوراق المالية السعودية هي سوق متنوعة كما تتميز بنظام تعاملها الإلكتروني المتطور وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة بيوم واحد فقط، ورغم ذلك تفتقر إلى مقاييس ومعايير محاسبية دولية.²

رابعاً: سوق الأوراق المالية بدبي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق، أي ما يعادل 6.1 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب

¹ - صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي 15 - 16 تشرين الأول أكتوبر 2008 ص 6.

² - بن أحمد حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان 2012/2013، ص 147.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية وأدواتها

به إلى ما يقارب 201 مليار درهم .و في 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM.)

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010 ، تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة. وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين¹.

¹ - سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة بعض الدول العربية ، رسالة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2014/2015،ص 92.

خلاصة الفصل:

سوق الأوراق المالية هي سوق رسمية ومستمرة، تعمل وفق مواعيد محددة يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بيعا وشراء وقد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة ، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب . كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية ، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.

تصنف سوق الأوراق المالية حسب معيار معيار طبيعة التعامل إلى سوق أولية وثانوية وحسب معيار التنظيم إلى سوق منظم وغير منظم ، وحسب معيار مدة التعاقد إلى أسواق حاضرة وأخرى آجلة، وحسب معيار جنسية المتعاملين في السوق إلى سوق محلي وآخر دولي .

تتم في هذه الأسواق أربعة عمليات رئيسية تتمثل في: الإصدار والتداول الأوامر ، تحديد أسعار الأوراق المالية والتسوية والمقاصة .

تنشأ جميع الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية أن تتصف هذه السوق بالكفاءة، حيث أن السوق الكفاء هو السوق الذي ينعكس من خلاله المعلومات و كافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق إيجابيا و سلبيا، صعودا و هبوطا، وذلك فور تلقي السوق لتلك المعلومات. ويتحقق ذلك من خلال كفاءة التسعير ، كفاءة التشغيل عدالة السوق و درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين. وهناك أسواق ضعيفة الكفاءة وأخرى متوسطة الكفاءة وأسواق ذات كفاءة قوية .

تمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يجري تداولها في سوق الأوراق المالية لذلك والأوراق المالية المتداولة في هذا السوق إما أصول وتتمثل في الأسهم والسندات أو حقوق وتتمثل في المشتقات المالية تتمثل في الخيارات والعقود المبادلة والعقود الآجلة والعقود المستقبلية .

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد المؤسسات الاقتصادية الهامة في أي بلد متطور يهتم بتنمية اقتصاده فان معظم دول العالم توجد بها سوق للأوراق المالية أهمها: بورصة نيويورك وناسداك في الولايات المتحدة ، بورصة باريس لندن فرانكفورت في أوروبا ، بورصة طوكيو شانغهاي وهونكونغ في آسيا وبورصة مصر السعودية ودبي في المنطقة العربية .

الفصل الثاني

مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية
الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

تمهيد:

ظهرت مؤشرات سوق الأوراق المالية في القرن التاسع عشر و تزايدت أهميتها تباعا عبر الزمن تحديدا منذ ثمانينات القرن الماضي، فهي أداة فعالة تمكن من معرفة أداء الشركات المساهمة في السوق المالي على اعتبار أن سوق الأوراق المالية يتواجد بها عدد من الأوراق المالية الأمر الذي يصعب من عملية تتبع حركة سعر كل ورقة مالية على حدى، فكان من الضروري اعتماد مؤشر يسمح بإعطاء فكرة عامة عن أسعار تلك الأوراق المالية لأنها تعبر عن اتجاهات أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة في وقت معين، و هذه المؤشرات تتغير على مدار اليوم بفعل استمرارية عمليات البيع و الشراء طوال اليوم وصولا إلى سعر الإقفال الذي يتضمن جميع التغيرات اليومية للأسعار.

تويب الاستثمار من زاوية التعددية يشمل استثمار فردي واستثمار متعدد يسمى المحفظة، وكلمة محفظة تشير إلى وجود أكثر من استثمار، ولذلك يمكن القول بأن محفظة الاستثمارية هي تلك التي تضم مجموعة من الاستثمارات لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن. وقد كانت هذه المحافظ محلية في بداية الأمر ثم أصبحت دولية بغرض أنها تكون أكثر تنوع مما يخدم أهداف المحفظة أكثر ، ويعني الاعتماد أيضا على سوق الصرف .

يعبر سوق الصرف عن الميكانيزم المعتمد في بيع وشراء العملات الدولية ، وهو يختلف عن الأسواق الأخرى في كونه لا يحدد بمكان معين وإنما تتم عمليات البيع والشراء عبر وسائل الاتصال المختلفة .

وستنطلق في هذا الفصل الثاني إلى:

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

المبحث الثاني: أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

المبحث الثالث: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

المبحث الرابع: سوق الصرف الأجنبي.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية الدولية

الهدف الأساسي من الاستثمار في الأوراق المالية هو تحقيق أفضل عائد على رأس المال فعندما يقوم مستثمر بشراء أسهم في شركة معينة ، فإن هدفه من الاستثمار قد يكون أما طويل الأجل للاستفادة من توزيعات الأرباح السنوية لهذه الشركة أو قصير الأجل عن طريق بيع هذه الأسهم بعد ارتفاع أسعارها. وسواء كان هدف المستثمر من الاستثمار في أسواق المال طويل الأجل أو قصير الأجل فلا بد له من متابعة وتقييم أداء الشركات التي يستثمر بها لاتخاذ القرارات السليمة في الوقت المناسب وتعتبر مؤشرات الأسعار إحدى أهم وانجح الأدوات التي تساعد على ذلك

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات الأسواق المالية الدولية

المؤشرات تكونت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى حيث كان أول تداول سنة 1990م.

أولاً : تعريف مؤشرات الأسواق المالية

المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمية، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجحاً أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية¹.

¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات، ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر 2000 ص 77.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

التعريف الأول

يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.

التعريف الثاني

المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات ويهدف قياس أداء البورصة وتطوراتها.

التعريف الثالث

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

- حالة السوق في مجمله ، مثل :مؤشر داو جونز .
- حالة السوق لقطاع أو صناعة معينة ، مثل :مؤشر داو جونز للصناعة .
- حالة السوق لإقليم معين أو مجموعة من الدول،مثل : مؤشر صندوق النقد العربي¹.

التعريف الرابع

يقيس المؤشر تحركات أسعار الأوراق المالية ارتفاعا وانخفاضا الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها لذلك فمؤشرات الأسواق المالية الدولية هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلا عن الباحثين².

من خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نقول أن مؤشرات الأسواق المالية هي قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية. يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية. ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء.

ثانيا : أنواع مؤشرات الأسواق المالية الدولية

يمكن تصنيف مؤشرات الأسواق المالية الدولية وفقا لمعيارين أساسيين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه (إجراءات الحساب) ونميز بين:

¹-عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،ط2، دار رضا للنشر ،دمشق ، سوريا ،2008،ص 38-39.

²- محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية :مؤسسات ،أوراق ،بورصات ،المرجع السابق ،2005 ص298.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

1- حسب حجم العينة

تقسم مؤشرات الأسواق المالية الدولية حسب هذا المعيار إلى نوعين هما المؤشر العام والمؤشر الخاص كما يلي:

1-1- المؤشر العام

يمثل السوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة. وبالتالي ينبغي أن يشمل هذا المؤشر معظم إن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى لها عكس حالتها بكل وفاء. مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر ستاندارد أندبورز S&P500.

1-2- المؤشر الخاص

يشمل هذا النوع من المؤشرات عددا محدودا من القيم. ويركز غالبا على قياس حالة صناعة معينة دون سواها أو حالة قطاع معين. مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل (DJT)، و مؤشر ستاندارد أند بورز لصناعة الخدمات العامة s&p. public utilities index.

2- حسب إجراءات الحساب

نميز وفق هذا المعيار صنفين من مؤشرات الأسواق المالية الدولية وهما المؤشر الخاص بعنصر واحد والمؤشر المركب وهذا كما يلي :

1-2- المؤشر الخاص بعنصر واحد

يقيس هذا المؤشر كما تشير تسميته الحالة التي عليها متغير واحد كالسعر مثلا أو الكمية، ويحسب هذا المؤشر عموما كمتوسط حسابي كما يلي:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{n}$$

حيث:

P_i : سعر السهم

n : عدد الأسهم

و إذا لوحظ مدى كبير بين أصغر قيمة وأكبر قيمة للسعر يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي كما يلي :

$$I = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

2-2- المؤشر المركب أو الرقم القياسي

يتضمن هذا المؤشر توفيقه من المتغيرات عادة ما تكون السعر وعدد الأسهم المتداولة ويحسب كما يلي:

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

$$I_t = \frac{\sum P_{it} * Q_i}{\sum P_{i0} * Q_i} I_0$$

حيث:

I_t : قيمة المؤشر الحالية.

P_{it} : سعر السهم في الفترة الحالية .

P_{i0} : سعر السهم في فترة الأساس .

Q_i : عدد وحدات الأسهم من كل شركة المكونة للمؤشر في الفترة الحالية.

I_0 : قيمة المؤشر الافتتاحية¹ .

المطلب الثاني: استخدامات مؤشرات الأسواق المالية الدولية

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

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

- متابعة أداء المحفظة الاستثمارية

تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة ، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق ، وهذا ما يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على المؤشر ، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق . وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد في محفظته الاستثمارية و العائد السوقي الذي يمثله يقيسه المؤشر .

- الحكم على أداء المديرين المحترفين

وفقاً لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق ، لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي

¹ - مريمت عديلة، محاولة قياس اثر البورصة على التنمية، دراسة حالة الجمهورية التونسية الفترة 1991-2002 ، مرجع سابق، ص 33-

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يديرها مدراء محترفون تحقيق عائد أعلى من ذلك الذي يقدمه المؤشر ، وهو بذلك مقياس لأداء مدير المحفظة.

- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم

يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية أو المتوسطات المتحركة ، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين التغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل : طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط ، والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق ، وتقيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

- تقدير مخاطر المحفظة ومعامل المخاطر المنتظمة

تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعاً جيداً من حساب معامل المخاطر المنتظمة بيتا (β).

- التنبؤ بالحالة الاقتصادية

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأصيل ، يمكن التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل ، وهذا من شأنه المساهمة في اتخاذ القرار السليم.

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى ، مما قد ينجر عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة¹.

¹- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية : مع إمكانية تطبيقها على

الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 3، الجزائر العاصمة ، الجزائر، 2011-2012، ص 145-148.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

المبحث الثاني: أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية

يوجد العديد من مؤشرات الأسواق المالية الدولية، وقد نجد البعض يتشابه في طريقة بنائه في حين يختلف البعض الآخر. لكن رغم هذا الاختلاف إلا أن جميع المؤشرات تقوم على ثلاث أسس رئيسية هي: عينة ملائمة، تحديد واضح لأوزان كل مفردة داخل العينة، طريقة واضحة لحساب قيمة المؤشر.

المطلب الأول: تحديد العينة

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر واختيار هاته العينة شأنه شأن اختيار أي عينة في أي مجال آخر من حيث أهمية ومساهمة الاختيار الجيد في التوصل إلى نتائج مجدية وفعالة وعليه فإن اختيار العينة التي تدخل في بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية ينبغي أن يراعى فيها ثلاث جوانب هي: الحجم و الاتساع، والمصدر.

أولاً: الحجم

من الطبيعي أنه كلما ازداد عدد أوراق العينة كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة وهو مبدأ إحصائي معروف¹.

ثانياً: الاتساع

يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق. فالمؤشر الذي يستهدف حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد. دون أن يكون هناك تحيزاً لفئة معينة من الشركات (الشركات الكبيرة مثلاً). و بالطبع لو أن المؤشر خاصاً بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة والمختارة بدون تحيز.

ثالثاً: المصدر

يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

وعلى الرغم من أن بعض المؤشرات مثل بورصة نيويورك ومؤشر البورصة الأمريكية قائم على كافة الأسهم المتداولة في تلك السوق فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة قد لا تقل كفاءة عندما تكون العينة جيدة وكاملة من حيث التنوع². وهذا ما أكدته بعض الدراسات التي نذكر منها دراسة فرنش French 1989 1989 حيث وجد هذا الأخير إن معامل الارتباط بين عدد من المؤشرات وهي المؤشرات التالية:

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص199.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق، ص249.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (30) سهم .
 - مؤشر ستانداراند بورز 500(500)سهم .
 - مؤشر ولشير 5000 سهم.
 - مؤشر بورصة نيويورك كافة الأسهم المسجلة بهذه البورصة.
- مرتفع جدا وأن الأداء متقارب رغم اختلاف حجم العينة. وكان معامل الارتباط بين هذه المؤشرات حسب ما ورد بهذه الدراسة على النحو التالي:

الجدول (1-2): معاملات الارتباط بين بعض مؤشرات الأسواق المالية الدولية

المؤشر	ستانداراند بورز	ولشير	بورصة نيويورك
داو جونز	0,96	0,96	0,95
بورصة نيويورك	0,99	0,99	
ولشير	0,99		

المصدر :غازي فلاح المومني ،إدارة المحافظ الاستثمارية ،دار المناهج لنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن 2008،ص292.

المطلب الثاني: الطريقة الحسابية لحساب المؤشر

يتم حساب قيمة مؤشرات الأسواق المالية الدولية بالاعتماد على ثلاثة طرق حسابية: هي طريقة الأرقام القياسية، طريقة المتوسط الحسابي، طريقة المتوسط الهندسي وذلك كما يلي:

أولاً: طريقة المتوسط الحسابي

تحسب قيمة المؤشر وفق هاته الطريقة على النحو التالي :

$$VI = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{n}$$

حيث:

VI:قيمة المؤشر.

P_i :سعر الورقة المالية .

n:عدد الأوراق المالية .

ثانياً : طريقة المتوسط الهندسي

يمكن حساب قيمة المؤشر تبعا لهاته الطريقة كما يلي :

$$VI = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

حيث:

VI : قيمة المؤشر.

P_i : سعر الورقة المالية .

n : عدد الأوراق المالية¹.

ثالثا: طريقة الأرقام القياسية

$$VI = \frac{\sum P_{it} * Q_i}{\sum P_{i0} * Q_i} * VI_0$$

حيث:

VI : قيمة المؤشر الحالية.

P_{it} : سعر السهم في الفترة الحالية .

P_{i0} : سعر السهم في فترة الأساس .

Q_i : عدد وحدات الأسهم من كل شركة المكونة للمؤشر في الفترة الحالية.

VI_0 : قيمة المؤشر الافتتاحية².

المطلب الثالث: تحديد الأوزان النسبية (الترجيح) لمفردات العينة

بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر لا بد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر ويقف في مقدمتها تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لا سيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق. ومرة أخرى لا بد من تجنب المؤشر المكون التحيز. إذن فترجيح أسهم العينة يمثل تحديد الوزن النسبي أو القيمة النسبية للورقة ضمن مجموعة محفظة المؤشر (العينة) أي أن الترجيح عبارة عن الوزن النسبي أو القيمة النسبية للورقة ضمن مجموعة أوراق المؤشر التي جرى اختيارها وفي هذا الصدد توجد أربع مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل مجموعة الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي :

أولا: الترجيح على أساس السعر

يعد وفق هذا المدخل سعر الورقة المالية المعبر الرئيسي عن مساهمة الشركة في بناء محفظة المؤشر³، وبالتالي فإن الوزن النسبي للورقة المالية إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعرها السوقي إلى مجموع أسعار الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

¹ - مريميت عديلة، "محاولة قياس اثر البورصة على التنمية، دراسة حالة الجمهورية التونسية الفترة 1991-2002، المرجع السابق ، ص40.

² - مريميت عديلة، نفس المرجع، ص41.

³ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص302-303.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

$$\text{أي أن الوزن النسبي لكل ورقة مالية}^1 = \frac{\text{سعر الورقة المالية}}{\text{مجموع أسعار الأوراق المالية المكونة للمؤشر}}$$

مثال :

لو فرضنا مؤشر مكون من ثلاث أوراق مالي A,B,C وأسعار هذه الأوراق على النحو التالي 40,25,35

فإن الأوزان النسبية لهذه الأوراق تكون كما يلي

$$\text{الوزن النسبي للورقة C} = \frac{35}{100} = 3,5\%$$

$$\text{الوزن النسبي للورقة B} = \frac{25}{100} = 2,5\%$$

$$\text{الوزن النسبي للورقة A} = \frac{40}{100} = 4\%$$

ومؤشر السوق الموزون بالسعر يكون عبارة عن مجموع أسعار الأوراق المالية المكونة للمؤشر مقسومة على عدد الشركات الممثلة لهذه الأوراق².

ولمعرفة كيفية حساب قيمة المؤشر في هذه الحالة نقدم المثال التالي :

مثال :

مؤشر افتراضي يتكون من ثلاثة أوراق A,B,C مالية كما يوضحه الجدول في نهاية فترتين زمنيتين (1,2).

المطلوب :حساب قيمة المؤشر بأسلوب الترجيح على أساس السعر

الورقة المالية		
A	40	55
B	70	87
C	20	35

$$\text{قيمة المؤشر في الفترة 1} = \frac{130}{3} = 43,3 \text{ نقطة .}$$

$$\text{قيمة المؤشر في الفترة 2} = \frac{177}{3} = 59 \text{ نقطة .}$$

وبهذا نقول أن المؤشر ازداد بمقدار 15,7 نقطة³.

من أمثلة المؤشرات التي تحسب بهذه الطريقة نجد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA.

¹-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص292.

²- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص218.

³-من إعداد الطالبة .

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

من أهم السليبيات التي تؤخذ على أسلوب الترجيح بالسعر:

- أن تمثيل الشركة في العينة بسهم واحد ومن خلال السعر لا يعكس حقيقة القيمة السوقية للشركة (أهمية الشركة في السوق). فإذا افترضنا وجود شركتين متساويتين في قيمتهما السوقية (100.000) دينار، ولكن عدد أسهم الشركة الأولى (10.000) بينما عدد أسهم الشركة الثانية (100.000) عندها سيكون سعر سهم الشركة الأولى (100) دينار بينما ينخفض سعر سهم الشركة الثانية إلى (10) دينار وهذا يعني أن وزن الشركة الأولى أكبر في المؤشر مقارنة بالثانية على الرغم من تعادل أهميتهما الاقتصادية بموجب القيمة السوقية.

- التحيز النسبي لمؤشر حالة السوق المرجح بالسعر لصالح الأسهم ذات الأسعار المرتفعة حيث تعطى وزناً أكبر من نظيرتها منخفضة السعر عند تحديد أداء المؤشر¹.

مثال:

يوضح الجدول الآتي أسعار ثلاثة أسهم A,B,C يتكون منها مؤشر مرجح بالسعر في يوم (2/1) نفترض حالتين:

- الحالة الأولى: أنه في يوم (4/25) تغير سعر (B) بمعدل 25% مع بقاء سعري A,C ثابتين .
 - الحالة الثانية: أنه في (4/25) تغير سعر (C) بمعدل 25% مع بقاء سعري A,B ثابتين .
- المطلوب : حساب قيمة المؤشر في الحالتين

السهم	الأسعار (2/1)	الأسعار في الحالة الأولى	الأسعار في الحالة الثانية
A	35	35	35
B	70	87,5	70
C	15	15	18,75
قيمة المؤشر	40	45,83	41,25

أدى تغير نسبي متساوي في سعري B,C إلى تغير نسبي متباين في قيمة المؤشر ولصالح B سعر كونه مرتفع².

- يعرض المؤشر المرجح على أساس السعر بواسطة القيمة المتوسطة Average Value والتي تعادل $(\sum p/n)$ ، لذلك فالقيمة المتوسطة تتغير جراء تغييرين:

¹ -محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص303-304.

² -من إعداد الطالبة .

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- تغيير أسعار الأسهم (البسط): وهذه نتيجة يسعى لعرضها المؤشر لتوضيح حالة السوق والتغيرات التي تطرأ عليها. وهو الغرض الذي كون المؤشر لأجله.
 - تغيير قيمة المقسوم عليه الممثل لعدد الأسهم (n): ويحدث التغيير للأسباب الآتية:
 - تجزئة (اشتقاق) السهم: زيادة عدد الأسهم دون تغيير في القيمة الاسمية.
 - أسهم مقابل توزيعات.
 - إحلال أسهم منشأة محل أخرى.
- لذلك لا بد من إعادة النظر في المقسوم عليه، مما يسبب تغيير في القيمة المتوسطة للمؤشر على الرغم من عدم حدوث تغيير في الأسعار أصلاً، أي أن السوق التي تعكس حالتها من خلال الأسعار لم يحدث فيها تغيير ولكن تغيير المقسوم عليه يسبب تغييراً في المؤشر. ولمعالجة اشتقاق السهم دون تغيير السعر يمكن الاستعانة بالعلاقة الكلية الآتية¹.

$$\frac{V}{n} = \frac{V^*}{n^*}$$

حيث :

V: القيمة المطلقة للمؤشر قبل الاشتقاق. **n**: المقسوم عليه قبل الاشتقاق .

V*: القيمة المطلقة للمؤشر بعد الاشتقاق .

n*: المقسوم عليه (عدد الأسهم) بعد الاشتقاق وهو المجهول المطلوب استخراجة.

مثال

مؤشر مكون من ثلاثة أسهم A, B, C جرى اشتقاق للسهم A بمعدل 2/1.

المطلوب: استخراج قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق .

السهم	السعر قبل الاشتقاق	السعر بعد الاشتقاق
A	80	40
B	65	65
C	43	43
القيمة المطلقة للمؤشر	188	148
قيمة المؤشر	62,67	49,33

يلاحظ انخفاض القيمة المطلقة وكذا قيمة المؤشر والانخفاض غير مرتبط بحالة السوق وإنما بسبب اشتقاق السهم (A) .

¹ - محمود محمد الداغر، نفس المرجع، ص 304.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

لذلك يجب معالجة هذا التأثير وذلك من خلال الصيغة التالية:

$$\frac{148}{n^*} = \frac{V}{n} = \frac{V^*}{n^*} \Leftrightarrow \frac{188}{3}$$

$$2,36 = 444 \Leftrightarrow n^* = n^* 188 \Rightarrow$$

وبتعويض n^* بقيمتها نجد أن قيمة المؤشر بعد الاشتقاق تصبح كما يلي :

$$62,71 = \frac{148}{2,36} = \frac{V^*}{n^*}$$

وهذه القيمة قريبة من قيمة المؤشر قبل الاشتقاق وبالتالي نكون قد تخلصنا من تأثير اشتقاق السهم¹.
وهذه المعالجة الفنية صالحة للاستخدام في حالة الاستبدال أيضا.

ثانيا: الترجيح على أساس القيمة

يقوم هذا الأسلوب في ترجيح سهم شركة ضمننت في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر × الكمية = القيمة). و بذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للشركة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر. لذلك فالشركات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها.

يحسب المؤشر الموزون بالقيمة بطريقة الأرقام القياسية وفق العبارة التالية :

$$\text{قيمة المؤشر الموزون بالقيمة} = \frac{\text{القيمة السوقية الكلية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الكلية الأساس}} * \text{القيمة الافتتاحية للمؤشر}$$

حيث :

القيمة الافتتاحية للمؤشر :تحدد بطريقة تقديرية بحتة .

القيمة السوقية = عدد الأسهم * سعر السهم².

ولفهم كيفية حساب المؤشر الموزون بالقيمة نعرض المثال التالي:

مثال

مؤشر مكون من أسهم ثلاثة شركات هي A,B,C إذا افترضنا أن القيمة الافتتاحية للمؤشر هي 100 وأن القيمة السوقية الكلية الأساس هي 1800 . فما هي قيمة المؤشر؟

السهم	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية
A	100	10	1000
B	75	8	600
C	50	13	650

¹-من إعداد الطالبة .

²-دريد كامل آل شبيب ،الاستثمار والتحليل الاستثماري ،المرجع السابق،ص221.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

$$\text{قيمة المؤشر الموزون بالقيمة} = \frac{\text{القيمة السوقية الكلية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الكلية الاساس}} * \text{القيمة الافتتاحية للمؤشر}$$
$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{2460}{1800} * 100 = 136,7 \text{ نقطة .}$$

وبالتالي نقول أن المؤشر ارتفع ب36,7 نقطة، أو نقول ارتفاع المؤشر السوق بمقدار 36,7%. يتجاوز المؤشر الموزون على أساس القيمة تأثير اشتقاق واستبدال الأسهم، غير أنه يؤخذ عليه تحيزه أو إعطائه وزن أكبر للمؤسسات التي لها سعر اعلي وعدد أسهم أكبر. وهناك العديد من مؤشرات الأسواق المالية الدولية المستخدمة لأسلوب الترجيح بالقيمة نذكر منها:

- مؤشر كوليس cowles index .
- مؤشر ستاندارد بورز s&p500 Index .
- المؤشر المركب للبورصة الأمريكية ASEC Index .
- مؤشر الاتحاد الوطني لنظام المتاجرة الآلي للأوراق NASDAQ .
- مؤشر فاينانشل تايمز FTSE 100¹.

ثالثا: الترجيح على أساس الأوزان المتساوية

يقوم هذا الأسلوب على إعطاء أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مكونة للمؤشر في فترة الأساس رغبة في إلغاء التحيز سعري الذي سبقت إليه الإشارة في المدخلين السابقين. لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق².

عمليا يمكننا إتباع هذا الأسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية تمثل مقلوب سعر الورقة المالية $(F = \frac{1}{p})$ وتسمى المعامل (Factor) وذلك حتى تكون القيم متساوية. بحيث أن الكمية الوهمية معامل (factor) إذا ضرب في السعر الأصلي تكون النتيجة واحد صحيح. وبهذا فإن هذا الأسلوب يعطي أوزانا متساوية للأوراق المالية المكونة للمؤشر على الرغم من تباين الأهمية النسبية للشركات التي تمثلها هذه الأوراق المالية . ولكن هذا التساوي في سنه الأساس سيختفي بعد ذلك عند حدوث تغيرات عاكسا لتغيرات السوق³.

والمثال التالي يوضح كيفية حساب المؤشر وفق هذا الأسلوب.

¹-محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص309.

²- محمود محمد الداغر، نفس المرجع، ص 311.

³- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع السابق، ص224.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

مثال

مؤشر يتكون من ثلاثة أسهم أسعار A,B,C هذه الأسهم خلال الفترتين (0,1) موضحة في الجدول التالي. المطلوب: حساب قيمة المؤشر بأسلوب الترجيح بالأوزان المتساوية.

السهم					
A	20	0,05	1	25	1,25
B	10	0,1	1	12	1,2
C	50	0,02	1	56	1,12
	مجموع أوزان الأسهم في فترة الأساس		3	مجموع أوزان الأسهم في فترة المقارنة	3,57

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع اوزان الاسهم في فترة المقارنة}}{\text{مجموع اوزان الاسهم في فترة الاساس}} * 100$$

$$= \frac{3,57}{3} * 100 = 119 =$$

نقول أن المؤشر ارتفع بـ 19 نقطة أو بـ 19% وهذا معدل عائد المؤشر¹.

رابعاً: الترجيح على أساس الأسعار النسبية

تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل ورقة مالية داخل المؤشر. وذلك بقسمة سعر الورقة المالية في الفترة الأحدث على سعرها في الفترة الأقدم².

ويتم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر التي تحدد في أول الأمر تقديرياً، ثم يتم تعديها في كل مرة لمعرفة التغير في حالة السوق³.

لفهم كيف يبنى المؤشر حسب الترجيح على أساس الأسعار النسبية نقترح المثال الآتي .

مثال

مؤشر يتكون من ثلاثة أسهم A,B,C. ويوضح الجدول التالي سعر الإقفال ليومين متتاليين، على أن قيمة الأساس للمؤشر هي 100.

¹ - من إعداد الطالبة

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص46

³ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص312

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

المطلوب: حساب قيمة المؤشر بإتباع أسلوب الترجيح على أساس الأسعار النسبية .

السهم			الأسعار النسبية $\frac{P_2}{P_1}$
A	15	18	1,2
B	20	28	1,4
C	31	40	1,3

بعدما نحصل على قيمة الأسعار النسبية نقوم بحساب المتوسط الهندسي لهذه الأسعار كما يلي :

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

$$G = \sqrt[3]{1,2 * 1,4 * 1,3}$$

$$1,26 = G$$

قيمة المؤشر = الوسط الهندسي * قيمة الأساس

$$100 * 1,26 =$$

$$126 = \text{نقطة} .$$

أما لمعرفة مقدار تغير قيمة المؤشر نتبع صيغة الأرقام القياسية

$$\text{معدل التغير أو معدل العائد على المؤشر} = \frac{126}{100} * 100 =$$

$$126 = \text{نقطة} .$$

أي أن المؤشر ارتفع بـ 26 % أو بـ 26 نقطة.

يقال هذا الأسلوب من التحيز السعري بسبب استخدام الوسط الهندسي بدلا من الوسط الحسابي .

ومن بين المؤشرات التي تبنى على هذا الأساس مؤشر خط القيمة Value Line Index.

نخلص من خلال متابعة مؤشرات حالة السوق الى أن هناك أساليب ترجيح مختلفة لكل منها سلبيات وإيجابيات.

فضلا عن أساليب عرض المؤشر بالأرقام القياسية ومنها من يعرضه بواسطة الوسط الهندسي¹.

كما تجدر الإشارة إلى أن ارتفاع قيمة مؤشر أو انخفاضه لا تعني أن جميع أسهم السوق قد ارتفعت أو انخفضت ، بل انه في حالة ارتفاع مؤشر مثلا: يكون عدد الأسهم التي ارتفع سعرها اكبر من عدد

¹ - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص 280.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

الأسهم التي انخفض سعرها، فوسائل الإعلام تعطي عادة مع قيم المؤشرات نسبة الأسهم المرتفعة إلى المنخفضة¹.

كما أن كل مؤشر يعطي نتائج مختلفة عن أقرانه، لذا ينبغي أن يكون المستثمر مدركاً للأسس التي تحسب على أساسها المؤشرات، حتى يمكنه مقارنة أداء أوراقه المالية بأداء السوق، كما أنه لا بد من مراعاة أن قيمة المؤشر لا تؤخذ في الحسبان التوزيعات النقدية التي يحصل عليها المستثمرين في الأسهم المكونة للمؤشر وبناء عليه ينبغي على المستثمر، الذي يرغب في أداء أوراقه مع أداء السوق (العائد على المؤشر) أن يضيف عائد توزيعات الأسهم التي يتكون منها المؤشر إلى العائد الناجم عن التغير في الأسهم ليصل إلى العائد الكلي للمؤشر².

المطلب الرابع: أهم مؤشرات أسواق رأس المال الدولية

الأسواق المالية الدولية تضم العديد من المؤشرات، حيث يمكن أن نجد في السوق الواحدة عدة مؤشرات فيما يلي سوف نحاول تسليط الضوء على أهم المؤشرات في أهم الأسواق المالية الدولية .

أولاً: أهم مؤشرات أسواق رأس المال الأمريكية

المنتبع لأسواق رأس المال الأمريكية يجب أن يعرف مؤشرين أساسيين هما: مؤشر داو جونز 30 لبورصة نيويورك، ومؤشر ستاندارد أند بورز 500 لبورصة ناسداك.

1- مؤشر داو جونز الصناعي 30 DJIA30

يعبر مؤشر داو جونز الصناعي 30 عن بورصة نيويورك ، وهو أحد مؤشرات مؤسسة داو جونز (مؤسسة مستقلة) وأهمهم على الإطلاق حيث يقيس أداء أفضل وأقوى 30 شركة بالسوق الأمريكي ككل والتي تمثل حوالي 25% من إجمالي قيمة الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك ، وله شروط صارمة لانضمام الشركة إلى مؤشره ويقوم بحذف أقل الشركات أداء وهكذا...

تقوم مؤسسة داو جونز بحساب مؤشر خاص لكل قطاع مثل داو جونز لقطاع النقل وداو جونز للمرافق والخدمات وهناك كذلك مركب داو جونز وهو متوسط جميع مؤشرات داو جونز، ولكن يظل داو جونز الصناعي هو الأهم على الإطلاق³.

بدأ الاعتماد على هذا المتوسط في 26ماي 1896 عندما جمع تشارلز داو أسعار أفضل 12سهما معروفا وفي عام 1916 أضيفت 8 أسهم أخرى، وفي عام 1928 تم حصر 30 سهما .

¹ - محمد عوض عبد الجوار، علي إبراهيم الشديفات،، الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية، مرجع سابق، ص 136.

² - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 258.

³ - هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2003، ص 192، 191.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يحسب مؤشر داو جونز على أساس السعر (مؤشر سعري)

وينتقد هذا المؤشر لما يأتي :

- عند وجود شركات لها أسهم قابلة للتجزئة فإن أسعار هذه الأسهم تهبط وبالتالي ينخفض وزنها في المؤشر وذلك حتى وإن كانت هذه الشركة من أكبر الشركات وأكثرها تأثيراً على السوق المالية فيسبب ذلك انحرافاً باتجاه الأسفل.
- الانحياز لصالح القيم المتطرفة.
- يعتبر المؤشر انتقائياً جداً وذلك بسبب تركيزه على 30 سهماً، وهو عدد قليل جداً مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في السوق. علماً أن 12 سهماً ضمن هذه المجموعة مازال باقياً منذ عام 1896 حتى الآن¹.

2- مؤشر ستاندارد أند بورز Standard & Poors 500 500

يعبر مؤشر ستاندارد أند بورز عن بورصة ناسداك ، وهو أهم مؤشرات مؤسسة ستاندارد أند بورز (S&P) (مؤسسة مستقلة كذلك) حيث أن هذه الأخيرة بدأت بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد على معدل أسعار 233 سهماً، الذي ارتفع سنة 1957 ليقاس أداء أكبر 500 شركة مؤثرة في السوق الأمريكي ككل والموزعة كما يلي : 400 شركة صناعية ، 40 شركة خدمات ، 40 شركة مالية 20 شركة نقل² .

وله شروط خاصة لضم الشركة إلى المؤشر والمتمثلة فيما يلي :

يتم النظر في قبول الشركة في مؤشر ستاندارد أند بورز 500 عندما تتدرج قيمتها السوقية ضمن أكبر 500 شركة في الولايات المتحدة. بالإضافة إلى هذا فإن مجلس القبول في ستاندارد أند بورز ينظر في عدة معايير أخرى:

- الحد الأدنى للقيمة السوقية هو 4 مليارات دولار.
- كمية كافية من الأسهم في يد القطاع العام.
- السيولة - الحد الأدنى من حجم التداول 250,000 سهم كل شهر قبل التقييم.
- التصنيف الصحيح للقطاع.
- الإدراج في بورصة نيويورك أو بورصة ناسداك.
- الطول الكافي للوقت في هذا البورصة.

¹- هوشيار معروف ، نفس المرجع، ص 192.

²- وليد صافي ، أنس البكري ، الأسواق المالية والدولية ، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2009، ص 244، 245.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- السلامة المالية للشركة.

فعند إضافة الشركة إلى ستاندارد أند بورز فإنه عادة ما ينظر إلى ارتفاع سعر سهم الشركة، ذلك لأن مديري صناديق المؤشرات عادة ما يقومون بشراء أسهم هذه الشركة من أجل مواصلة تتبع مؤشر ستاندارد أند بورز 500.

هناك العديد من مؤشرات ستاندارد أند بورز مثل مؤشر الشركات الصغيرة والمتوسطة وهكذا، ولكن يظل مؤشر S&P500 هو أهمهم على الإطلاق، ولكنه كذلك أقل أهمية عند المستثمرين من مؤشر داو جونز الصناعي.

يحسب مؤشر ستاندارد أند بورز على أساس القيم، وقد أعطي لفترة الأساس (1941-1943) الرقم 10¹.

ثانياً: أهم مؤشرات أسواق رأس المال الأوروبية

الأكثر شهرة في أسواق رأس المال الأوروبية هي: مؤشر كاك 40 لبورصة باريس ومؤشر فوتسي 100 لبورصة لندن، مؤشر داكس 30 لبورصة ألمانيا.

1- مؤشر كاك40: CAC40

يعبر مؤشر كاك عن بورصة باريس، تأسس ب 1000 نقطة في 1987/12/31. يتم حسابه انطلاقاً من عينة مكونة من 40 قيمة تعبر عن أكبر الشركات الفرنسية تم اختيارها بحيث تعكس وتعبر عن السوق المالي الفرنسي، تتم مراجعته أربعة مرات في السنة ويحسب في الوقت الحقيقي من طرف فرع يورونكست باريس².

2- مؤشر فوتسي FTSE 100

يعبر مؤشر FTSE 100 المعروف أيضاً بمؤشر الفوتسي ("Footsie") عن بورصة لندن وهو مؤشر لأسهم أكبر 100 شركة مدرجة في تلك البورصة استناداً إلى قيمتها السوقية. تم إنشاء المؤشر في 3 جانفي 1984 ابتداءً من مستوى 1000 نقطة، في ظل مبادرة مشتركة بين فاينانشال تايمز وبورصة لندن. ويجري متابعته من قبل مجموعة FTS وهي مدرجة الآن كشركة عامة محدودة.

¹- وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، المرجع السابق، ص 245.

²- Henri Bourachot, Jean-Luc Rettet et Gille. Reouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Dirigé par : Marc Montoussé, 2ème Edition, Bréal, 2006, P : 20.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يتكون المؤشر من خلال ترتيب الشركات وفقاً لقيمتها السوقية استناداً إلى الأسهم المتاحة للتداول، ويتم حذف أي شركة في المؤشر تقل قيمتها السوقية عن الشركة صاحبة المركز 111.

يتم إدراج الشركات غير الواردة في المؤشر إذا أصبحت قيمتها السوقية أعلى من الشركة صاحبة المركز 90. تتم مراجعة تركيبة المؤشر كل ربع سنة في مارس ويونيو وسبتمبر وديسمبر¹.

3- مؤشر داكس DAX30

يعبر مؤشر داكس Deutscher Aktien Index 30 عن بورصة ألمانيا، ويتكون من 30 شركة ألمانية كبيرة ممتازة و التي تقوم بالتداول في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية. وقد بدأ المؤشر في تاريخ أساسي هو 30 ديسمبر 1987 وقيمة أساسية قدرها 1000 نقطة .

تماماً مثل فاينانشال تايمز 100 وستاندرد آند بورز 500 هو مؤشر موزون بالقيمة السوقية حيث أنه يقيس أساساً أداء 30 من أكبر الشركات المتداولة علناً في ألمانيا. ولذلك يُعدّ مؤشراً قوياً على قوة رأي الاقتصاد الألماني والمستثمرين الألمان تجاه الأسهم الألمانية.

كان مؤشر داكس مؤشراً مستقراً نسبياً مع 16 شركة من أصل 30 شركة المتبقية في المؤشر منذ إنشائه في عام 1988.

لقد توجت الشركات عند وزن 10%، لذا فقد تم تلبية الأحكام القانونية للمؤشر والأهم من ذلك هو أن أي عمليات الاندماج والاستحواذ لا تؤدي إلى ظهور "الوزن الثقيل للمؤشر" وهو ما من شأنها أن تؤثر بشكل كبير على قيمة المؤشر. إن الشركات الخمس الأوائل في مؤشر داكس (باير، باسف، سيمنز، ساب، أليانز) تشكل أكثر من 43% من المؤشر. عندما تستثمر في مؤشر داكس فمن الضروري أن نرى كيف يمكن لهذه الشركات أن تتصرف وكذلك قطاعات صناعتهم ذات الصلة النسبية (المستحضرات الصيدلانية والكيمائيات والإلكترونيات وتكنولوجيا المعلومات والتأمين على التوالي).

¹-تعرف على مؤشر فوتسي 100 ، تاريخ الاطلاع: 15/5/2017، متاح على الموقع <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/trade-ftse-100-index>

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

لكي يتم إدراج شركة ما في مؤشر داكس 30، فإنها يجب أن تدرج تحت المعيار الأساسي - بورصة فرانكفورت للأوراق المالية. إن ما لا يقل عن 10٪ من أسهم الشركة يجب أن يكون في حوزة يد القطاع العام حتى يمكن الاعتراف بالشركة جنباً إلى جنب مع عدد من قواعد التداول الأخرى.

وتخرج الشركة من مؤشر داكس إذا ما هبطت إلى المركز الـ 45 أو أقل منه حيث القيمة السوقية أو يصبح معسراً، وتدخل الشركة إلى مؤشر داكس إذا ما ارتفعت إلى 25 أو أعلى.

إن مجلس إدارة بورصة الأوراق المالية الألمانية (Deutsche Börse) يجتمع كل ثلاثة أشهر لتحديد قبول أو استبعاد الشركات من مؤشر داكس¹.

ثالثاً: أهم مؤشرات أسواق رأس المال الآسيوية

متابعة أهم أسواق رأس المال الآسيوية تقتضي التركيز على مؤشر نيكاي لبورصة طوكيو اليابان ومؤشر هانغ سينغ 50 لبورصة هونغ كونغ الصين، ومؤشر شنغهاي المركب لبورصة شنغهاي الصين.

1- مؤشر نيكاي Nikkei

يعبر مؤشر نيكاي عن بورصة طوكيو، ويسرد المتوسط المرجح لسعر 225 شركة كبرى في اليابان. وهو يعتبر انعكاس للسوق بشكل عام في اليابان ولا يفاضل أي مجال صناعة معين على الآخر. هو المؤشر الأكثر تداولاً في آسيا وبالتالي الأكثر أهمية.

نُشر Nikkei واسمه الرسمي **Nikkei 225** لأول مرة في عام 1950 من قبل بورصة طوكيو للأوراق المالية. وقد تم الحفاظ على مؤشر Nikkei عبر الصحيفة الاقتصادية Nihon Keizai Shimbun منذ عام 1971، والتي اشتق اسم المؤشر من اسمها.

تتم مراجعة تكوين مؤشر Nikkei كل سبتمبر/أيلول، وتنتشر التغييرات في أكتوبر/تشرين الأول. للحفاظ على عمل النظام، لا بد من إعادة تعريف القيمة السوقية لكل الأسهم المستخدمة في احتساب المؤشر حتى يحصل كل مشارك على وزن/ترجيح متساوي. ولذلك، إزالة أو إضافة الشركات قد يؤثر على ترجيح أسهم أخرى².

¹ - تعرف على مؤشر داكس DAX30، تاريخ الاطلاع: 15/5/2017، متاح على الموقع <http://www.sharptrader.com/ar/new-to>

trading/stock-indices/overview-of-the-dax-30-stock-market-index

² - جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 290.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

2- مؤشر هانغ سينغ HSI 50 50

يعتبر مؤشر هانغ سينغ أهم مؤشر في بورصة هونغ كونغ ، ويتم حسابه باعتباره متوسط قيمة المرجحة للشركات الصينية المتداولة في هذه البورصة . يأخذ حساب المؤشر في اعتباره قيمة السعر الحالي لكل سهم و سعر الإغلاق لليوم السابق و كمية الأسهم الموضوعة و معامل حصة السهم في التداول الحر و رأسمالية الشركة و قيمة إغلاق المؤشر في اليوم السابق . بدأت HSI للخدمات المحدودة بحساب المؤشر في 1969/12/24، في البداية كان مؤشر يتضمن 34 من الشركات المساهمة و كانت القيمة الأساسية للمؤشر في 100 نقطة ، تعادل قيمة السهم في وقت إغلاق السوق في 31.07.1964 منذ ذلك وقت ازداد المؤشر لأكثر من 200 مرة¹.

3- مؤشر شانغهاي المركب

مؤشر شانغهاي المركب SSE Composite Index، يتكون من 50 شركة . وهو مؤشر قيمة يعني هذا أن المؤشر يعتمد في حسابه على فترة أساسية في يوم أساسي محدد . اليوم الأساسي لمؤشر شانغهاي المركب هو 19 ديسمبر 1990، القيمة الأساسية هي 100 نقطة . تم إطلاق المؤشر في 15 يوليو 1991².

رابعاً: أهم مؤشرات أسواق رأس المال العربية

المؤشرات الأكثر شهرة في المنطقة العربية والتي تعبر عن أهم أسواق رأس المال في المنطقة هي: مؤشر بورصة مصر ، مؤشر ناسي لبورصة السعودية ، مؤشر سوق دبي العام لبورصة دبي .

1- مؤشر بورصة مصر EGX30

مؤشر البورصة الرئيسي EGX 30 المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً، هو مؤشر قيمة يضم أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط. بدأ في 2 جانفي 1998 بقيمة 1000 نقطة، تم تصميمه وحسابه

¹ - مؤشر هانغ سينغ، تاريخ الاطلاع 2017/5/15، متاح على الموقع <https://www.ifcmarkets.net/market-data/indices-prices/hk50>

² - مؤشر شانغهاي_المركب، تاريخ الاطلاع 2017/5/15، متاح على الموقع <https://www.marefa.org/>

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

بمعرفة البورصة المصرية، والتي بدأت في نشر بياناته اعتباراً من 2 فبراير 2003 عن طريق مروجي البيانات، نشرات البورصة، الموقع الإلكتروني للبورصة على الإنترنت، الصحف.. الخ. تقوم إدارة البورصة بتعديل الشركات المدرجة به كل فترة (6 شهور)، ويكون ذلك بإضافة عدد من الشركات لم تكن موجودة في المؤشر، وإخراج عدد مقابل من الشركات إلى مؤشرات أخرى في السوق. ويجب ألا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن 15% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر¹.

2- مؤشر بورصة السعودية مؤشر تاسي "TASI"

مؤشر تاسي هو المؤشر العام لسوق تداول الأسهم السعودية ومؤشر الأسهم المحلية، ويطلق عليه أيضاً مؤشر تداول لجميع الأسهم أي أنه يقيس جميع أسعار الأسهم المتداول في السوق السعودي بشكل عام ويكون على إطار زمني يومي. والمؤشر تاسي هو مؤشر قيمة .

تسيطر الشركات المدرجة في قطاع المصارف وقطاع الخدمات المالية والصناعات البتر وكيمياوية على مكونات المؤشر. ويبلغ الحد الأدنى للقيمة السوقية في السوق السعودي الرئيسي مائة مليون ريال سعودي، ويصل الحد الأدنى للنسب المطروحة من أسهم الشركة المدرجة أو القابلة للإدراج تصل إلى ثلاثين بالمائة. أما عن عدد المساهمين، فحسب القوانين يجب أن يبدأ بحوالي مائتي مساهم في كل شركة يتم إدراجها في السوق الرئيسية.

كما أنه يجب أن تقوم الشركات المدرجة في "تاسي" بالإفصاح عن البيانات المالية الربع سنوية خلال مدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً، والبيانات المالية السنوية خلال تسعين يوماً، وبخصوص نسب التذبذب المسموح بها في السوق الرئيسية والتي يشير لها المؤشر، "تاسي" تكون بنسبة حوالي عشرة بالمائة تقريباً.

يقوم سوق المالية السعودي من خلال شركة تداول بعمل صيانة دورية للمؤشرات في نهاية كل ربع سنة بهدف مواكبة المستجدات التالية:

- التغييرات التي تستحدث على عدد الأسهم الحرة بسوق المال.

- إضافة الشركات الجديدة التي تم إدراجها حديثاً بالبورصة في المؤشر والتي أتمت عشرين يوم تداول في سوق المال.

¹ - ما مؤشر البورصة الرئيسي ايجي اكس30 ، تاريخ الاطلاع 20ماي 2017، متاح على الموقع

-<https://www.youm7.com/story/2011/4/6/>

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- استبعاد الشركات التي تم تعليقها من التداول بالسوق السعودي¹

3- مؤشر سوق دبي العام DFMGI

يشتمل المؤشر الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي. وقد تم استخدام تاريخ 2003/12/31 كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر كما تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم. وفيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمه. يعتمد المؤشر في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق، حيث يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر من رأس مال الشركة. قد تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25%، وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.

يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر: 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%، و 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%، و 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%، و 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%. ويتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأس مالها².

¹-مؤشر السوق السعودي ، تاريخ الاطلاع 20 ماي 2017، متاح على الموقع <https://www.trend-cast.com/blog/>

²-كيفية احتساب مؤشر سوق دبي المالي ، تاريخ الاطلاع 20 ماي 2017، متاح على

الموقع <https://www.albayan.ae/economy/2007-12-20-1.818387>

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

المبحث الثالث: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يعتبر الاستثمار المالي أحد أضخم الاستثمارات التي يتوجه لها الناس حول العالم لما يحتوي عليه من مكاسب ضخمة ، لكن مثله مثل باقي أنواع الاستثمارات ، فإنه يحتوي على مخاطر قد تصل بصاحبها إلى الإفلاس . ولتقادي المخاطر الكبيرة التي يتضمنها عالم الاستثمار المالي، اتجه مؤخرًا المستثمرون الماليون إلى المحافظ المالية ومنها إلى المحافظ المالية الدولية.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية الدولية

جاء مفهوم المحفظة الاستثمارية كرد فعل على الاعتقاد السائد بأن تخفيض مستوى المخاطر يتحدد من خلال الاحتفاظ بأكبر عدد ممكن من الأوراق المالية بغض النظر جودة هذه الأوراق، انطلاقًا من المبدأ القائل بعدم وضع جميع البيض في سلة واحدة.

أولاً : نشأة المحفظة الاستثمارية

يعد ماركوويتز Markowitz الباحث الأمريكي أول من كتب عن المحافظ الاستثمارية وذلك عام 1952م ، ثم جاء بعده عدد من الباحثين المحليين أمثال كورن Corn وشارب Sharpe... الخ، حيث ظهرت هذه الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا خلال الخمسينات والستينات من القرن الماضي .

في الخمسينات والستينات ظهر في الولايات المتحدة عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي هو تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل إعادة استثمار هذه الأموال استثمارًا صحيحًا لتحقيق دخل جيد للبنك والمدخر على حد سواء. وكان هناك عدد كبير من المدخرين ومبالغ كبيرة من المدخرات، حيث وقع على عاتق هاته البنوك استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل، وكذلك ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني وصندوق الضمان الاجتماعي ، وصناديق توفير البريد، وغيرها من الصناديق الاستثمارية .

لكن عدد من إدارات البنوك والشركات المالية غير المتخصصة أصابهم الغرور، وتم تجميع مبالغ كبيرة من المدخرات وبسبب أن هذا الإدارات غير متخصصة في إدارة المحافظ المالية ولم تطبق الأسس العلمية لإدارة المحافظ ، فإنها فشلت في إدارتها وخرج عدد كبير من الشركات من السوق. وظلت الشركات المالية التي كانت تدار بواسطة مدراء متخصصين يطبقون نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم ، مما دعا الباحثين والمتخصصين إلى التركيز على إدارة المحافظ .

مازالت هذه الدراسات بحاجة إلى باحثين يقومون بتنظيم ما سبق عمله بقصد القيام بدراسة الجوانب التي لم يتطرق إليها أي باحث؛ علما أنه كلما تقدم الزمن زاد الادخار زادت الشركات الاستثمارية والبنوك

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

وصناديق التوفير ، فلا بد من إيجاد طرق لاستغلال هذه الأموال استغلالاً يعتمد على أفضل الطرق العلمية الصحيحة .

بعد أكثر من خمس وعشرين سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ من أهم مواضيع الإدارة المالية ;وأصبحت كليات الاقتصاد في العالم تدرس مادة إدارة المحافظ جنباً إلى جنب مع مادتي الاستثمار والأسواق المالية ، وجميعها تهتم بالاستثمار في الأوراق المالية المختلفة وكذلك في معظم المجالات المالية العلمية زاد عدد الباحثين حول إدارة ونظريات المحافظ المالية.

ثانياً : مفهوم المحفظة الاستثمارية الدولية

كما ورد في معاجم اللغة فان كلمة محفظة تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى ، ومن هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية لتدل على نفس المعنى .ويمكن في هذا الصدد تقديم بعض التعاريف المتداولة للمحفظة الاستثمارية الدولية على النحو التالي :

التعريف الأول

المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من موجودين أو أكثر من الموجودات المختلفة في النوع والعدد بشكل عام ، ويسار إليها بشكل خاص على أنها تشكيلة من الأوراق المالية ، أسهم ، سندات ، التي يحتفظ بها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم الأرباح .

التعريف الثاني

تعرف محفظة الاستثمار على أنها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة،أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية¹ .

التعريف الثالث

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة ، الذي يكون إما مالكها أو مؤجر فقط².

التعريف الرابع

المحافظ الاستثمارية هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والصرف الأجنبي ، وأدوات حقيقة كالعقارات والمعادن والسلع وكل ما لا يوجه للانتفاع

¹ - محمد على إبراهيم العامري ، الإدارة المالية المتقدمة ، ط1، إنراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010،ص26.

² - محمد عبد الحميد عطية ، الاستثمار في البورصة : سوق المال ، التحليل الأساسي ، التحليل الفني ، أدوات التحليل المالي ، مؤشرات أداء السوق ، اتجاهات الأسعار ، محفظة الاستثمار، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2011،ص 409.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

الترفيهي أو الاستهلاك الشخصي بل يكرس للاستثمار بهدف تنمية القيمة السوقية له وتحقيق التوظيف الأمثل والحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة¹.

ويمكن تقسيم المحفظة الاستثمارية حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أقسام:

- محافظ تختص في الأصول المالية كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية والأوراق المالية الحديثة.
- محافظ تختص في أصول حقيقية كالمعادن والعقارات والسلع.
- محافظ مختلطة تختص بالأصول المالية والحقيقية .

من التعاريف السابقة يمكن اعتبار المحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت أدوات مالية مكونة من أسهم وسندات أو كانت أدوات حقيقية تشكل العقارات والمعادن النفيسة وذلك من أجل تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة .

ما يهمننا في هذا البحث هي تلك المحافظ المكونة من الأوراق المالية .

وهناك عدة اعتبارات جعلت للمحافظ الاستثمارية الدولية أهمية كبرى وهذه الاعتبارات يمكن حصرها فيما يلي:

- زيادة الاتصالات بين الدول كالاتصالات السلكية و اللاسلكية .
- اهتمام الدول بالاستثمار وتوسيع قاعدة الاستثمار وتشجيع وجذب رؤوس الأموال من مختلف أنحاء العالم .
- التطور التكنولوجي لوسائل الاتصال وانتشار شبكة الانترنت مما سهل الحصول على المعلومات والتواصل مع جميع أنحاء العالم بسرعة هائلة .
- تتميز المحفظة الاستثمارية الدولية بميزة التنوع الذي يعتبره المستثمرون مفتاح الأمان في استثماراتهم، وتكون المحفظة الاستثمارية الدولية متنوعة من حيث ثلاث نواحي هي²:
- **تنوع الأصول:** ذلك أن الأسواق المالية الدولية توفر أعداد وأنواعا كثيرة من الأصول المالية أكثر من تلك المتوفرة في الأسواق المالية المحلية.
- **التنوع الجغرافي:** حيث أن رأس المال المخصص للمحفظة يكون موزعا على أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة

¹- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار : بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2009، ص184.

²- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص255.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- **تنوع العملات:** وذلك بسبب الاختلاف الجغرافي للأصول حيث أن الأصول في الدول المختلفة ستقيم بعملات مختلفة¹.

ثالثاً: أهداف المحفظة الاستثمارية الدولية

- تشكيل محفظة استثمارية دولية يمثل إستراتيجية استثمارية لتقليل المخاطر، وهناك عدة أهداف تدفع المستثمر لإنشاء محفظة دولية بدلاً من الاستثمار في محفظة استثمارية محلية أهمها :
- تساعد في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية الدولية والتي بدورها تنوع درجة المخاطرة والعائد .
- تحقيق مستوى مقبول من السيولة إذ أن الأوراق المالية الدولية تكون لشركات كبرى مما يسهل عملية تسويق هذه الأوراق عند الحاجة².
- استقرار التدفقات النقدية .
- النمو في رأس المال .

رابعاً : أنواع المحفظة الاستثمارية الدولية

تتنوع المحافظ الاستثمارية الدولية في ضوء مكوناتها التي تتحدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو إدارة المحفظة ولأن أهداف المستثمرين تختلف ، فإنه من المنطقي أن تكون هناك أنواع عديدة من المحافظ الاستثمارية الدولية بناء على اختلاف ما تحتويه من أوراق مالية دولية ، ومن أهم أنواع هذه المحافظ نجد ما يلي :

1- محفظة الدخل أو محفظة العائد

المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر والحصول على دخل جاري. مما يجعل هذا النوع يضم أوراق مالية تولد دخلاً مستقرًا نسبيًا مثل الأسهم الممتازة أسهم الشركات الكبيرة والسندات الحكومية وسندات الشركات العريقة. وبذلك فإن غالبية الذين يفضلون هذا النوع هم صغار المستثمرين والمستثمرين المحافظين.

2- محفظة النمو أو محفظة الربح

المحفظة التي تهدف إلى تحقيق نمو مستمر في العائد. ولذلك تكون الأدوات المختارة ذات مخاطر عالية وتضم الأسهم العادية مختلفة الشكل والإيراد والمخاطر المرتفعة نسبيًا. يتطلب التعامل بهذه الأسهم إدارة متحركة نشطة تتطلب المتابعة والمراقبة باستمرار ومثل هذه المحافظ تهتم بالأرباح الرأسمالية .

¹- غازي فلاح المومني، نفس المرجع، ص255.

²- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص204.

3- محفظة المختلطة

المحفظة التي تمزج بين الأدوات ذات المخاطر المرتفعة والأخرى ذات المخاطر المنخفضة وتهدف إلى إيجاد إيرادات جارية ورأسمالية في نفس الوقت¹.

المطلب الثاني: مفهوم وأهداف إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يعمل الباحثون والمحللون الماليون وكذا المستثمرون العاديون بشكل مستمر على إيجاد سبل جديدة للوصول إلى تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر أقل ما يمكن ، وهذا من خلال ابتكار طرق و أدوات و أساليب جديدة في تسيير ما يمتلكونه من أصول مالية .

أولاً : مفهوم إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

عملية الاستثمار عبارة عن اتخاذ قرار، وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية تشكل الإطار العام أو النموذج الذي يضم تقسيم إجراءات اتخاذ هذا القرار، بحيث يقوم مدير المحفظة بتقسيم هذه العملية إلى عناصر خطوات مميزة مع بيان العلاقة بين هذه العناصر وذلك لتسهيل عملية اتخاذ القرارات الصحيحة². تعرف إدارة المحفظة على أنها تلك الأنشطة التي تعمل على توظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي ترجمة لأهداف المستثمر، إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية زيادة رأس مال المحفظة وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصص الأوراق المالية الدولية التي تستثمر بها الأموال لتكوين تشكيلة من هذه الأخيرة تحقق أكبر عائد ممكن بأقل درجة ممكنة³ ،

كل باحث أو مدير محفظة يحدد خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية كما يراها وكما تناسبه غير أنه تم الاتفاق على نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يتكون من خمس عناصر رئيسية هي :

- تخطيط المحفظة Portfolio Planning
- تحليل الاستثمارات Investment Analysis.
- اختيار المحفظة Portfolio Selection .
- تقييم المحفظة Portfolio Evaluation
- مراجعة المحفظة Portfolio Revision⁴.

وكل مرحلة من هذه المراحل تضم عدة خطوات كما هي مبينة في الشكل (1-2)

¹-ريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2009،ص: 294-295.

² -قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)،المرجع السابق،ص200.

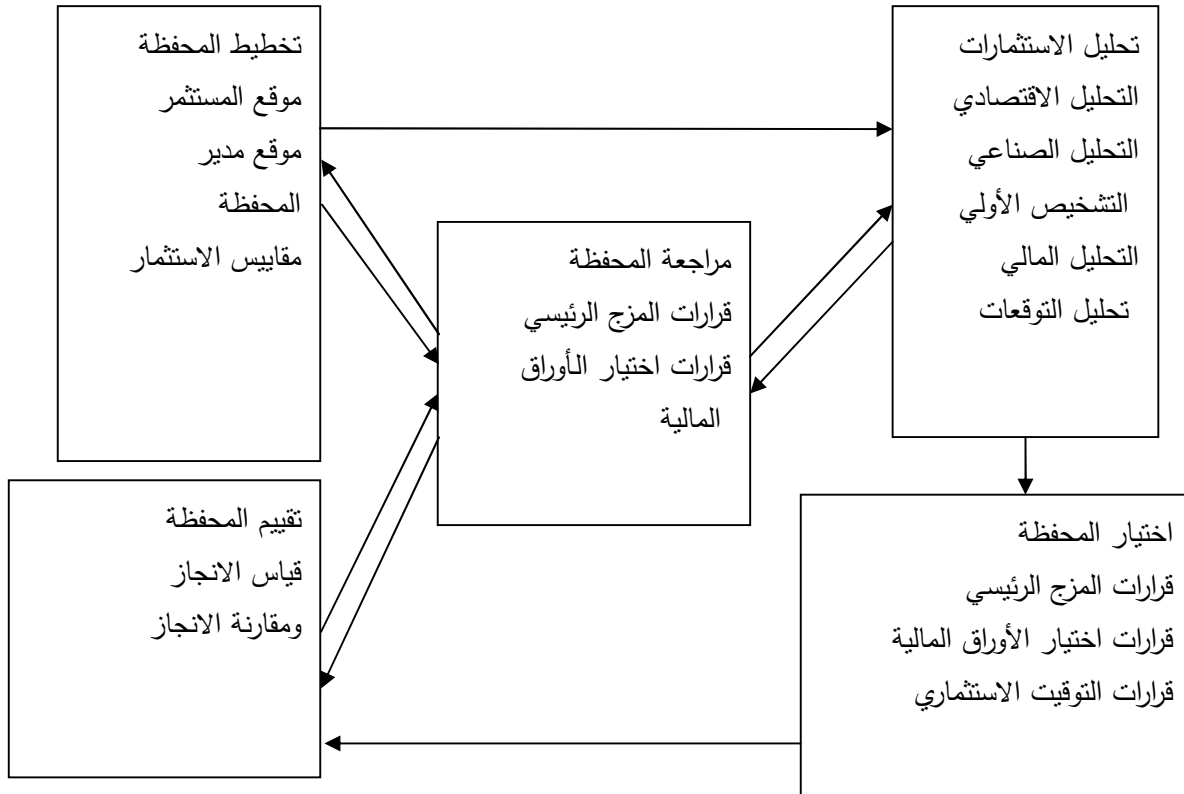
³ -ريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن،2010، ص37.

⁴ -غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص: 44

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

ولأن اهتمامنا يقع على دور مؤشر الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية فسحاول في الفصل الثالث التعرض بالشرح لمراحل إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية لنحاول في كل مرحلة إظهار دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تلك المرحلة.

الشكل (2-1): النموذج العام لإدارة المحافظ .



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص 43.

ثانيا : أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية :

توجد عدة أهداف تقع على عاتق إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يمكن تلخيص أهمها كما يلي :

- تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة .
- الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة

إذ بالرغم من أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية الدولية تعني الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطر برأسمالها الأصلي، كما ينبغي الاهتمام بموضوع المحافظة على القيمة الحقيقية لرأسمال المحفظة والذي يعد أحد أهم الأهداف التي تحققها إدارة المحفظة .

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

- تأمين الحصول على الدخل المتواصل إلى المحفظة لتلبية احتياجات المستثمر وفقا لحاجاته ولتسديد مصاريف إدارة المحفظة.

- النمو في رأس المال

يضع مدير المحفظة الاستثمارية الدولية نصب عينيه هدفا أساسيا وهو تنمية رأس المال وهو الهدف الذي على أساسه يتم تأسيس المحفظة الاستثمارية الدولية .

- التنوع

يمكن أن نعتبر تنوع الأوراق المالية الدولية هدفا من أهداف إدارة المحفظة الدولية، حيث أنه من أهم التقنيات لتقليل المخاطر غير النظامية التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية .

- القابلية للسيولة والتسويق

على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية الدولية القابلة للسيولة في أي وقت بدون أن يحصل منها خسائر¹.

ثالثا: سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

توجد ثلاث أنواع من السياسة تتبع في إدارة المحفظة الاستثمارية و يمكن تلخيص مفهومها فيما يلي:

1- السياسة الهجومية

يتبناها مدراء المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان، فيركزون أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة ، و النموذج الشائع للمحفظة الاستثمارية المثلى الملائمة لهذه السياسة هي ما يعرف بمحفظة رأس المال Capital Portfolio أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح Dividends وإنما عن طريق النمو الحادث في قيم الأصول. محفظة كهذه تقوم قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية و بنسبة تتراوح بين 80 إلى 90 % من رأس مال المحفظة² .

تستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة. و نتيجة هذه السياسة هو الحصول على الأرباح الرأس مالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه الإدارة باستمرار.

تتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطر نظرا للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المختارة في المحفظة و يتطلب هذا النوع من الإدارة الدقة و اليقظة الشديتين³.

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية ، المرجع السابق ، ص 17 .

² - محمد مطر ، فايز بيتيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2005، ص: 183

³ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية ، جامعة عين شمس ، الإسكندرية ، مصر ، 200، ص 295.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

2- السياسة الدفاعية

سياسة يتبناها مدراء المحافظ المتحفظون جدا تجاه عنصر المخاطرة. و بذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، فيركزون اهتمامهم أدوات الاستثمار الدولية ذات الدخل الثابت. و يطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية أو السندات المضمونة أو الأسهم الصادرة عن الشركات الكبيرة العريقة المستقرة حيث تشكل هذه الأدوات ما بين 60-80 % من رأس مال المحفظة الدولية. قد تقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجه الاقتصاد نحو الكساد أو الركود الاقتصادي¹.

3- السياسة المتوازنة

تعتبر هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين، و يتبناها غالبية مدراء المحافظ كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الراشدين الذين يركزون على تحقيق عوائد مقبولة بمستويات مخاطرة معقولة. وعليه ستقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأس مالها إلى قسمين:

- الاستثمار في الأدوات الاستثمارية الدولية ذات العائد المرتفع و درجة المخاطرة العالية.
- اختيار أدوات استثمارية دولية ذات دخل ثابت و التي لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق².

بذلك يوزعون رأس مال المحفظة على أدوات مالية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك .

هنا نقول بأن هذه السياسة توفر المرونة العالية لإدارة المحفظة في اختيار و تشكيل المحفظة و كذا في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الأسهم من جانب وأسعار فائدة السندات من جانب آخر³.

المطلب الثالث: الشركات التي بحاجة إلى إدارة المحافظ المالية

يمكن تصنيف الشركات التي تمارس إدارة المحافظ حسب دخولهم و رأس المال المستغل في إدارة المحافظ إلى المجموعات التالية: شركات التامين، المؤسسات الغير ربحية، الشركات الاستثمارية صناديق التقاعد ، صناديق التوفير.

¹ - محمد مطر. فايز تيم. ادارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق ص 183.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 43.

³ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 46.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

أولاً: شركات التأمين

تعتبر شركات التأمين من أهم شركات الادخار وأكبرها حجماً في إدارة المحافظ الاستثمارية، ويمكن تقسيم شركات التأمين إلى مجموعتين هما:

شركات التأمين على الحياة، شركات التأمين الأخرى (على الحوادث ، على الحريق ، على الشحن).

1- شركات التأمين على الحياة

تعتبر أهم شركات التوفير ، حيث يتحقق بشراء بوليصة التأمين هدفين :الهدف الأول هو التوفير الهدف الثاني هو تعويض الورثة في حالة الوفاة ، ولكي تقوم الشركة بتحقيق هذين الهدفين لابد من استثمار أقساط التأمين استثماراً آمناً بواسطة المحافظ المالية من أجل زيادة قيمة هذه الأقساط ودفع الالتزامات المترتبة على الشركة .

2- شركات التأمين الأخرى

يختلف هذا النوع من الشركات على النوع الأول، حيث لا تعتبر تأميناً كحساب التوفير بل يتوجب على المؤمن دفع أقساط التأمين وعلى الشركة تحمل بوليصة التأمين خلال فترة محددة كالسنة وذلك لحماية المؤمن في حالة وجود حوادث مختلفة ، ولكن تبقى قوة هذه الشركة على مقدرتها في دفع التزاماتها خصوصاً عند وقوع الحوادث على الأشخاص المؤمنين .

تستمد هذه القوة من استثمار أقساط التأمين المدفوعة حيث أن هذه الشركات تكون بحاجة إلى سيولة عالية، وذلك يتحقق من خلال إدارة المحافظ. لذلك فإن جميع شركات التأمين تشترك بالحاجة إلى المحافظ الاستثمارية وبالأخص محافظ الأوراق المالية .

تنظيم إدارة المحافظ في شركات التأمين يختلف من شركة إلى أخرى حسب حجمها وحسب نوع التأمين الذي تقدمه، حيث أنه في الشركات الصغيرة يمكن أن يكون مكتب واحد قادر على إدارة المحفظة¹ .

ثانياً : المؤسسات الغير ربحية

تنشأ هذه المؤسسات لمساعدة القطاعات المختلفة من المجتمع وليس لتحقيق أرباح ، وجميع هذه المؤسسات تكون بحاجة إلى إدارة المحافظ من أجل زيادة رأس مالها للتمكن من مساعدة أكبر عدد ممكن من المحتاجين .

¹ - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، المرجع السابق ، ص27.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

ثالثا : الشركات الاستثمارية

شركات الاستثمار هي مؤسسات مالية مستقلة أو تابعة لأحد البنوك أو الشركات المالية ، تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد من خلال بيع حصص ملكية (وثائق استثمار) ، على أن تقوم بتوظيف هذه المدخرات في تكوين محافظ الأوراق المالية المتنوعة لتقليل المخاطر بما يخدم الأهداف المعلنة للشركة¹. يمكن تقسيم هذه الشركات إلى:

شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة .

1- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة

شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة هي شركات ذات رأس مال ثابت وعدد وثائق استثمارها ثابت لأنه بمجرد انتهاء الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو وثائق الاستثمار لا يجوز بيع (إصدار) وثائق أخرى إضافية ، كما لا يسمح لحملة الوثائق من استرداد قيمة مساهمتهم إلا بعد مضي حد أدنى من عمر الشركة .

هذا النوع من الشركات لا يتم بيع أو شراء وثائقها أو تداولها إلا من خلال سوق الأوراق المالية حيث أن سعر وثائق الاستثمار الخاصة بالشركة تتحدد وفق قانون العرض والطلب مثل الأوراق المالية².

2- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يكون رأس المال المستثمر فيها غير محدد، إذ تستطيع الشركة زيادة رأسمالها كما تشاء ، حيث أنها مستعدة دائما لإصدار وثائق استثمار جديدة واسترداد الوثائق السابق طرحها ، كما أن وثائق الاستثمار الخاصة بهذه الشركة لا يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ولذلك فالمستثمر فيها يشتري ويبيع وثيقة الاستثمار للشركة نفسها³ .

رابعا : صناديق التقاعد

تلعب صناديق التقاعد دورا هاما في تحريك أسواق الأوراق المالية لما تتضمنه من مدخرات كبيرة وتلجأ هذه الصناديق إلى إدارة المحافظ من أجل تأمين السيولة لدفع رواتب المتقاعدين شهريا .

¹ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية ، مع إمكانية التطبيق على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012، ص 168.

² - عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة ، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة ، مصر ، 2006، ص 11.

³ - صلاح الدين شريط، نفس المرجع ص 190.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

خامسا : صناديق التوفير

تملك البنوك والشركات المالية هذه الصناديق، وتعتبر من أهم الصناديق التي تعنى بإدارة المحافظ وذلك للعلاقة القوية بين المستثمر والاستثمار، فالمستثمر هو صناديق الاستثمار التي تمتلكها البنوك والشركات المالية والتي بدورها الرائد الأساسي لعملية الاستثمار. ويمكن تقسيم هذه الصناديق إلى:

1- صناديق توفير عامة

عبارة عن صناديق تدار بواسطة البنوك والشركات المالية وهدف هذه الصناديق هو زيادة رأس مال البنك أو الشركة المالية وكذا القيام بالتنمية الاقتصادية.

2- صناديق توفير خاصة

صناديق يعود رأس المال فيها إلى أفراد عملوا على توفير مبالغ مالية من أجل استثمارها في هذه الصناديق وذلك من أجل تنميتها في إدارة المحافظ¹.

¹ -قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، المرجع السابق، ص202

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

المبحث الرابع: سوق الصرف الأجنبي

أدى تزايد العلاقات الاقتصادية والنشاطات التجارية بين الدول العالم التي لكل منها عملة وطنية إلى وجود ما يسمى بسعر الصرف وذلك من أجل تسوية مدفوعاتها الدولية. الأمر الذي يجعل من سعر الصرف محل اهتمام المستثمرين والاقتصاديين وكافة القطاعات في الدولة وحتى على مستوى الأفراد العاديين.

المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

إن الحديث عن العلاقة بين وحدة من عملة إحدى الدول و وحدة واحدة من عملة دولة أو دول أخرى يقودنا إلى طرح فكرة سعر الصرف.

أولاً: تعريف سعر الصرف

تتعدد التعاريف حول سعر الصرف حيث يعرف على أنه سعر العملة الأجنبية بالنسبة للعملة المحلية¹، وينظر إليه أيضا على أنه نسبة مبادلة العملة الأولى بالعملة الأخرى². ونميز في العادة بين طريقتين في التسعير.

1- التسعير المباشر

هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية .

2- التسعير الغير مباشر

عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية³.

ثانياً: أشكال سعر الصرف

للتمييز بين أشكال سعر الصرف نضع المعايير التالية: معيار كيفية التحديد، معيار فترة الانجاز عملية الصرف، معيار أنظمة الصرف .

1- حسب معيار كيفية تحديده

يمكننا أن نميز بين ثلاثة أشكال لسعر الصرف حسب هذا المعيار هي كالتالي:

1-1- سعر الصرف الاسمي

سعر الصرف الاسمي تحدده السلطة النقدية في البلد، ولا يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية للعملة بحيث تضعه السلطة النقدية لتخدم أهداف معينة.

¹ - توماس ماير، وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، الرياض، المملكة السعودية، 2002، ص629.

² - عادل أحمد حسين، العلاقات الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص113.

³ - موسى سعيد مطر، وآخرون، التمويل الدولي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص43.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

1-2- سعر الصرف الحقيقي

يعبر عن الوحدات من السلعة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية ، فهو يجمع في اعتباره تقلبات سعر الصرف الاسمي ومعدلات التضخم ويعبر عن مستوى القدرة التنافسية لأسعار سلع الدولة ، و يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم .فلو أخذنا بلدين كالجزائر والولايات المتحدة الأمريكية يكون سعر الصرف الحقيقي كالتالي:

$$TCR = \frac{TCN/Pd_Z}{1\$/PUS} = \frac{TCN * PUS}{Pd_Z}$$

حيث :

TCR : سعر الصرف الحقيقي .

TCN : سعر الصرف الاسمي .

PUS : مؤشر الأسعار بأمريكا .

Pd_Z : مؤشر الأسعار بالجزائر .

1\$/PUS : القوة الشرائية للدولار الأمريكي .

TCN/Pd_Z : القوة الشرائية للدولار في الجزائر

وعليه فإن سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي يعكس الفرق بين القوة الشرائية في أمريكا والقوة الشرائية في الجزائر، وكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي زادت القدرة التنافسية للجزائر .

1-3- سعر الصرف الفعلي

يعبر عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير بين عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى¹.

2- حسب فترة انجاز صفقة الصرف

وفق هذا المعيار نجد نوعين من سعر الصرف الفوري، وسعر الصرف الآجل.

1-2- سعر الصرف الفوري

السعر السائد خلال فترة عقد الصفقة بحيث يتم استلام وتسليم العملة لحظة إبرام الصفقة، وفترة التسوية يجب أن لا تتعدى يومين كاملين².

¹ - عبد المجيد قدي ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات ، الجزائر ، 2003، ص103.

² - محمد عيسى عبد الله وموسى إبراهيم ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار المنهل اللبناني ، لبنان ، 1998، ص123.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

2-2- سعر الصرف الآجل

هو السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ الصفقة في نفس تاريخ إبرام العقد¹.

3- حسب معيار نظام الصرف

يضم هذا المعيار نوعين أساسيين من سعر الصرف هما سعر الصرف الثابت وسعر الصرف المعوم.

1-3- سعر الصرف الثابت

يكون هذا السعر ثابت بين عملات مختلف الدول وتحدده السلطات المختصة في الدولة، ويمكن لهذا السعر أن يتقلب لكن في مجال ضيق جدا.

2-3- سعر الصرف المعوم

السعر الذي يتحدد نتيجة تفاعلات قوى العرض والطلب على العملة الوطنية والأجنبية وضمن هذا النوع نجد :

1-2-3- سعر الصرف ذو التعويم المدار

يتدخل فيه البنك المركزي بانتظام لتعديل سعر صرف العملة للحفاظ على إطار معقول لتغيرات سعر الصرف.

2-2-3- سعر الصرف ذو التعويم الحر

تقوم هنا الدولة بالسماح لقوى السوق بتحديد سعر الصرف عملتها دون أن تتدخل².

ثالثا: ترميز العملة

يتم التعبير عن مختلف العملات بواسطة ثلاث أحرف لاتينية، الحرفان الأولان يختصران اسم البلد والحرف الأخير يعبر عن اسم العملة .
الجدول التالي يظهر بعض رموز أهم العملات .

¹ - مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة، القاهرة، مصر، 1997، ص148.

² - مشهور هذلول بربور، العوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن، غير منشورة، أطروحة دكتوراه استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه فلسفة تخصص المصارف، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص32.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

الرمز	العملة	الرمز	العملة
USD	الدولار الأمريكي	GBP	الجنيه الإسترليني
EUR	اليورو	AUD	الدولار الأسترالي
JPY	الين الياباني	EHF	الفرنك السويسري
CAD	الدولار الكندي	DZD	الدينار الجزائري

يقرأ سعر الصرف بالتعبير عنه بدلالة عملة أخرى مثلا **EUR/USD** ، وتقرأ اليورو مقابل الدولار الأمريكي بمعنى وحدة واحدة من اليورو مقابل عدد معين من وحدات الدولار الأمريكي ، بحيث أن العملة للموجودة على اليسار هي العملة الثانية (العملة المسعرة) وتعطى لها قيمة 1 أو 100 أو 100 حسب وحدة البلد ، أما العملة الموجودة على اليمين فهي عملة التسعير .

كما أن سعر شراء العملة يختلف عن سعر بيعها بحيث يكون سعر البيع دائما أكبر من سعر الشراء ويعبر عن سعر البيع بASK وسعر الشراء ب BID والفرق بينهما هو الهامش أو المدى Spredd عادة بين متعاملي الصرف لا يقرأ إلا الرقمين الأخيرين وهذان الرقمان يسميان PIPS، أما الرقمان الأولان فيسميان بالواجهة¹ .

الرمز	BID	ASK
EUR/USD	1,28312	1,28332

رابعا: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

يتأثر سعر الصرف بعدة عوامل أهمها:

1- التضخم

يؤدي التضخم إلى انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف وعليه كلما زاد التضخم قلت قيمة العملة ومن ثم انخفاض سعر صرفها مقابل العملات الأخرى والعكس صحيح .

2- معدلات الفائدة

ارتفاع معدل الفائدة على القروض ينجم عنه إحجام المستثمرين نسبيا عن الاقتراض وبالتالي انخفاض معدلات الاستثمار والذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وبالتالي انخفاض سعر صرفها¹ .

¹ - محمود محي الدين وأحمد كجوك، سياسة سعر الصرف في مصر، ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، صندوق النقد العربي، أبو ظبي،

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

3- الدخل

إذا ارتفع الدخل المحلي لبلد مقارنة بالدخل الأجنبي فإنه بعد مرور فترة زمنية يرتفع سعر صرف العملة المحلية .

4- التدخلات الحكومية

تحصل عندما يحاول البنك المركزي تعديل سعر العملة حينما لا يكون ملائم مع السياسة المالية والاقتصادية² .

المطلب الثاني: ماهية سوق الصرف الأجنبي

يعد أكبر سوق في العالم في ضوء حجم التبادل التجاري اليومي حيث يقدر حجم التداول فيه أكثر من 1,7 تريليون دولار يوميا.

أولاً : تعريف سوق الصرف الأجنبي FOREX

يعبر عن تبادل العملات الدولية المختلفة بيعا وشراء، وسوق الصرف ليست كغيرها من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بزمان معين يجمع البائع والمشتري، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف بواسطة أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك، لندن، طوكيو فرانكفورت سنغافورة، هونغ كونغ، سان فرانسيسكو، سيدني، زيوريخ، تورنتو، بروكسل، البحرين، هونغ كونغ... إلخ ويعمل كشبكة تتجه إلى توحيد المجال الاقتصادي الدولي، وتكون غرف التعامل في البنوك مزودة بأجهزة المعلومات مثل رويتر وتيلرات (Reuter Monitor) وداوجونز ،... إلخ، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لآجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

يجري التعامل بين البنوك في مجال الصرف الأجنبي إما لحسابها الخاص - عندما تقوم بتغطية مراكزها المكشوفة بالعملات الأجنبية أو في محاولاتها تحقيق أرباح من عمليات المضاربة في النقد الأجنبي - وإما أنها تشارك في السوق باعتبارها مؤسسات وسيطة بين عملائها المصدرين والمستوردين . ويعرف أيضا كما يلي: سوق الصرف ليست سوقا منظمة مثل أسواق الأوراق المالية أو البضائع، فليس له مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون. كما أنه ليس قاصرا على أي بلد واحد، فمن الأحسن أن نفكر فيه

¹ - جيمس جوارثيني ، ريجارد داستروب ، ترجمة وتعريب ، عبد الفتاح عبد الرحمن وعبد العظيم محمد، الاقتصاد الكلي ، دار المريخ ، المملكة السعودية ، 2000، ص 563.

² - بسام حجار ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، لبنان ، 2003، ص 123.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

على أنه ميكانيزم يتم بواسطته الجمع بين مشتري و بائعي العملات الأجنبية، وأنه يتكون أساسا من عدد من البنوك ينخرط بنشاط في استبدال العملات الأجنبية، فالبنوك تصنع سوق الصرف¹.

ثانيا :خصائص سوق الصرف الأجنبي

يتميز سوق الصرف الأجنبي بعدة خصائص أهمها ما يلي :

1- اللاشكلية

يقصد بذلك أنه لا يوجد مكان محدد يتم فيه التعامل إذ يجري التعامل من خلال شبكة الاتصالات العالمية وعبر وسائل الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني .

2- السرعة والفعالية

إذ تسمح بيانات الأسعار المعروضة بشكل مستمر بواسطة الشبكات العالمية من تتبع التطورات والسماح باتخاذ القرار مما يؤدي إلى السرعة والفعالية في الأداء.

3- التقلبات الكبيرة في الأسعار

تتحرك أسعار السوق تحركات سريعة مما يتيح فرص استثمار عديدة وتحقق قدر معتبر من الأرباح خاصة للمضاربين، ففي عام 2007 وفي دراسة أجريت برعاية بنك التسويات الدولي (BIS) ، تم تقدير تقلب العملات بين المتداولين في العالم بحوالي 3.2 تريليون دولار أميركي في اليوم الواحد، والتي تمثل زيادة بأكثر من 60% منذ 2004 .

4- سوق دائمة العمل

الفوركس يعمل مع الشمس بمعنى أنه مفتوح 24/24 ساعة، بحيث يعمل على أربع حصص :حصة استرالية، حصة آسيوية، حصة أوربية، وحصة أمريكية.

إذ أن سيدني هي أول الأسواق التي تفتح أبوابها بعد انتهاء عطلة نهاية الأسبوع (عطلة نهاية الأسبوع تمتد ليومين فقط هما السبت والأحد) وتعمل لمدة تسع ساعات متواصلة ،وخلال ذلك يبدأ سوق طوكيو بعمله متأخرا عن سوق سيدني بحوالي ساعتين ويستمر هو الآخر بالعمل لتسع ساعات (أي أن سوق سيدني وسوق طوكيو يلتقيان لمدة سبع ساعات)، وفي الساعة الأخيرة ومن سوق طوكيو يفتح سوق لندن (وهذا يعني أن سوق طوكيو وسوق لندن يلتقيان مع بعضهما لمدة ساعة) ويستمر بعدها سوق لندن بالعمل لتسع ساعات هو الآخر ليفتح سوق نيويورك فعليا بعد خمس ساعات من عمل سوق لندن مما يعني أن سوق لندن وسوق نيويورك يلتقيان مع بعضهما لمدة أربع ساعات، وبعد غلق سوق لندن يستمر سوق نيويورك بالعمل لمدة خمس ساعات منفردا وبمجرد انتهاء تلك الساعات يعاود سوق سيدني نشاطه

¹ - درارني ناصر ،آليات عمل سوق الصرف ودوره الاقتصادي،رسالة تخرج ماجستير، تخصص مالية، 1997-1998، جامعة سعد دحلح البليدة، ص88.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

من جديد وتعاد الكرة ،مع الإشارة إلى أن سوق سيدني يفتح في الساعة السادسة بتوقيت سيدني من يوم الاثنين، أي في الساعة الثامنة ليلا بتوقيت غرينتش¹ .

الأسواق العالمية الأربعة العاملة في سوق الفوركس

9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	1	2	3	4	5	6	7	8	

ثالثا: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصرف

تتفاعل وتنشط سوق الصرف الأجنبي مجموعة من المتعاملين يمكن حصرهم فيما يلي :

1- البنك المركزي

يتدخل من أجل بيع العملات الأجنبية للبنوك التجارية وهو بذلك يعتبر الملجأ الأخير و يستخدم البنك المركزي في هذه الحالة جزء من أرصده الدولية، و من الناحية الأخرى فان البنك المركزي إذا كان هناك فائض عرض من العملة الأجنبية على المستوى الثالث يتدخل في هذه الحالة ليشتري هذا الفائض و يضيفه إلى رصيده من العملات الأجنبية، و يقابل ذلك فائض في ميزان المدفوعات². كما قد تجد نفسها في بعض الأحيان مجبرة للتدخل في أسواق العملات الأجنبية إما مشترياً أو بائعاً من أجل المحافظة على سعر صرف عملتها الوطنية ضمن الأطر المحددة من قبلها وحتى في ظل النظام المعموم فان البنوك المركزية تدخل أسواق العملات مشترياً للعملات الأجنبية وبائعة لعملتها الوطنية عند حدوث طلب متزايد على العملة المحلية يرفع سعرها المحدد لها، أو بائعاً للعملات الأجنبية و مشترياً لعملتها الوطنية عند حدوث طلب على العملات الأجنبية في السوق يخفض سعر عملتها عن هذا الحد³.

2- السماسرة

يتولى سماسرة الصرف الأجنبي إجراء عمليات تبادل للعملات الأجنبية التي تتم بكميات كبيرة بين البنوك التجارية، فالبنك التجاري من خلال سماسرة الصرف يمكنه الحصول على أفضل سعر للعملة الأجنبية وبتكاليف منخفضة، وعادة ما يكون هناك سماسرة معتمدين أو مرخصين في الأسواق المالية

¹ - محمود محي الدين وأحمد كجوك، سياسة سعر الصرف في مصر، ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، المرجع السابق، ص190.

² - رعد حسين، أساسيات التجارة الدولية، ج2، سلسلة الرضا، دمشق، سوريا، 2001، ص 369 .

³ - ماهر كنج شكري، مروان عواضة، المالية الدولية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص201.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

يمكن من خلالهم للبنوك التجارية أن تسوي رصيدها من العملات الأجنبية وتسمى العمليات التي تتم بين البنوك وعملائها سوق التجزئة¹.

3- البنوك التجارية

تقوم بدور الوساطة بين جانب الطلب و العرض من العملة الأجنبية، و لولا وجود البنوك التجارية لكنت المعاملات النقدية في غاية الصعوبة، حيث يضطر في هذه الحالة جانب الطلب على العملة الأجنبية إلى البحث بنفسه عن مصدر عرض تلك العملة (يقوم المستورد بالبحث عن المصدرين الذين لديهم عملات أجنبية)، و يتطلب ذلك وقتا طويلا يشبه إلى حد كبير ظروف المقايضة، و البنوك التجارية قد تجد نفسها في موقف فائض، أو موقف عجز، بمعنى أن بعض البنوك يكون لديها طلبات على العملة الأجنبية أقل من المعروض لديها.

و هو ما يعرف بوضع الفائض. و في هذه الحالة تقوم البنوك ذات الفائض ببيع هذا الفائض إلى البنوك الأخرى، التي تعاني من موقف العجز.

4- المصدرون، المستوردون، الأفراد

يمثل الطلب و العرض من العملات الأجنبية الناتجة عن معاملات المصدرين، المستوردين، الأفراد حيث يتكون جانب الطلب من: السياحة في الخارج، طلب المستوردين على العملات الأجنبية لتمويل وارداتهم من الخارج، طلب المستثمرين المحليين على العملة الأجنبية للاستثمار في الخارج، طلب المستثمرين الأجانب على العملة الأجنبية لتحويل عوائد استثماراتهم إلى الخارج.

و جانب العرض في هذا المستوى الأول يمثل: عرض السائحين الأجانب للعملات الأجنبية مقابل طلبهم للعملة الوطنية للإنفاق في الداخل، عرض المستثمرين الأجانب للعملات الأجنبية مقابل طلبهم للعملة الوطنية لتمويل استثماراتهم في الداخل، عرض المستثمرين الوطنيين للعملات الأجنبية مقابل طلبهم للعملة المحلية لتحويل عوائد استثماراتهم في الخارج².

¹ - إيمان ناصف عطية، مبادئ الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص187.

² - كامل بكري، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص291.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

رابعاً: أنواع سوق الصرف

يوجد نوعان من سوق الصرف هما سوق الصرف العاجلة وسوق الصرف الآجلة :

1- سوق الصرف العاجلة

الأسواق التي يتم التعامل فيها على أساس أسعار الصرف الحاضرة، وضمن هذا السوق فإن الصرف الأجنبي المشتري والمباع سيتم تسليمه فوراً، إي خلال يوم أو يومين . وما دامت هناك عملتان في هذه الحالة، فإن السعر يمكن أن يعبر عنه بدلالة إحداهما وليست هناك قاعدة عامه لحساب أسعار ومعدلات الصرف الأجنبي.

2- سوق الصرف الآجلة

يتم الاتفاق في الوقت الحاضر على شروط تنفيذ العملية (المبلغ، العملة، سعر الصرف، المكان، المدة) على أن يتم التسليم في وقت لاحق يتفق عليه¹ .

¹- سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير ، الكتاب الثاني، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة 1994، ص 38-40.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

خلاصة الفصل:

مؤشرات الأسواق المالية الدولية هي قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية، ولها استخدامات عديدة أهمها متابعة أداء المحفظة الاستثمارية الحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بحركة أسعار الأسهم.

تعتمد مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بنائها على ثلاث أسس رئيسية هي: عينة ملائمة يقصد بها الأوراق المالية المستخدمة، والتي ينبغي أن يراعى الحجم و الاتساع، والمصدر. الأساس الثاني تحديد واضح لأوزان كل مفردة داخل المؤشر، هناك أربع مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية هي الترجيح على أساس السعر، على أساس القيمة، على أساس الأوزان المتساوية وعلى أساس الأسعار النسبية. أما الأساس الثالث فهو طريقة واضحة لحساب قيمة المؤشر حيث توجد ثلاثة طرق حسابية: الأرقام القياسية، المتوسط الحسابي والمتوسط الهندسي.

تعرف إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية على أنها تلك الأنشطة التي تعمل على توظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي ترجمة لأهداف المستثمر، بهدف الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة وتنميته والحصول على أعلى عائد بأقل مخاطر وضمان الحصول على دخل مستمر مع سهولة تسهيل المحفظة. والمحفظة الاستثمارية هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية دولية كالأسهم والسندات والمشتقات والصراف الأجنبي. وإدارة المحفظة ثلاث سياسات إما هجومية أو دفاعية أو متوازنة.

يحدد مدير محفظة خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية كما يراها وكما تتاسبه غير أنه تم الاتفاق على نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يتكون من خمس عناصر رئيسية هي: تخطيط المحفظة، تحليل الاستثمارات، اختيار المحفظة، تقييم المحفظة، مراجعة المحفظة.

التحدث عن المحفظة الاستثمارية الدولية يأخذنا إلى سوق الصراف الأجنبي الذي يعبر عن تبادل العملات الدولية المختلفة بيعة وشراء، وهو ليس محددًا بمكان معين يجمع البائع والمشتري وإنما يتم التعامل في سوق الصراف بواسطة أجهزة الاتصال وشبكة الانترنت داخل غرف التعامل بالصراف الأجنبي في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية، أنه مفتوح 24/24 ساعة بحيث يعمل على أربع حصص إذ أن سيدني هي أول الأسواق ثم طوكيو ثم لندن ثم نيويورك، وهو نوعان سوق عاجلة وأخرى آجلة. و يتم في هذه السوق تحديد أسعار الصراف لكل العملات، حيث يقصد بسعر صرف العملة سعر العملة الأجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

الفصل الثاني: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

الفصل الثالث

مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة
المحفظة الاستثمارية الدولية

تمهيد:

يسعى المستثمر دائما إلى الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة ، ولهذا فقد انتقل من الاستثمار الفردي إلى المحفظة الاستثمارية الدولية التي تعني توليفة من الأوراق المالية الدولية نظرا لما تتوفر عليه الأسواق المالية الدولية من تنوع في الأوراق المالية المتداولة .

بغرض تحقيق الهدف من المحفظة الاستثمارية يقوم مدير المحفظة بعدة أنشطة تختلف من مدير إلى آخر ، لكنه تم الاتفاق نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يتكون من خمس عناصر رئيسية هي : تخطيط المحفظة ، تحليل الاستثمارات، اختيار المحفظة، تقييم المحفظة ،مراجعة المحفظة .

من الطبيعي أن يعتمد المدير في خطوات إدارته للمحفظة على أدوات تساعده في كل مرحلة ولأن مؤشرات الأسواق المالية الدولية تعتبر أداة كمية تعكس حركة أسعار الأوراق المالية في الأسواق المتداولة فيها فسنحاول معرفة ما إذا كان لهذه المؤشرات دور في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية .

حيث سنتطرق في هذا الفصل ثلاثة مباحث :

المبحث الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة وتحليل الاستثمارات.

المبحث الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية .

المبحث الثالث: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تقييم المحفظة الاستثمارية.

المبحث الأول : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة و تحليل الاستثمارات

تخطيط المحفظة وتحليل الاستثمارات هما أول مرحلتين في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية وفيما يلي شرح لهاتين المرحلتين مع استشعار دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في كل مرحلة.

المطلب الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة

التخطيط في أي شيء هو عبارة عن تحديد الأهداف التي تسعى لتحقيقها الإدارة و الوسيلة لتحقيق هذه الأهداف. يعتبر تخطيط المحفظة أول عنصر من عناصر النموذج العالمي لإدارة المحفظة وهو مطلب ضروري لسير عملية اتخاذ القرارات. ومن خلال تخطيط المحفظة يمكن تحديد ثلاث نقاط أساسية هي: تحديد موقع المستثمر، تحديد موقع مدير المحفظة، قياس الاستثمار أو تحديد النظريات الاستثمارية المستعملة لتحقيق أهداف المحفظة.

أولاً: تحديد موقع المستثمر

يتم تحديد موقع المستثمر من خلال تحديد رأس المال الذي ينوي المستثمر وضعه في المحفظة و كذا تحديد ما إذا كان المستثمر يريد استلام الأرباح كلها أو جزء منها أو توظيف الأرباح كلها أو جزء منها. ولا بد من تحديد أهداف المستثمر من خلال رغباته في تحقيق أرباح و مدى تقبله للمخاطرة لأنه بناء على ما يريد المستثمر يستطيع مدير المحفظة اتخاذ القرار بشأن الإستراتيجية المزج في الأصول واختيار المناسب منها بما يخدم أهداف المستثمر.

ثانياً: تحديد موقع مدير المحفظة

يجب أن يتحلى مدير المحفظة بشخصية مميزة قادرة على اتخاذ الرأي الحكيم و أن يكون ملماً بالمأما واسعاً بكل الظروف ليكون له القرار الأمثل و الذي لا يؤثر على مصلحة المستثمر .

يجب منح مدير المحفظة مكافآت مالية لزيادة نشاطه و تحسين أدائه و الطريق الأسلم لتحديد رواتب ومكافآت المدراء، هو تحديد أجرة ثابتة لقاء جزء من عمله وهذا الجزء أيضاً ثابتو محدد مثل الإشراف و تحديد جزء متغير يعتمد على العوائد المحققة و ذلك بتحديد نسبة معينة من العائد المحقق على المحفظة¹.

¹ - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق ص 45-46.

ثالثاً: وضع مقاييس للاستثمار

يتم ذلك عن طريق ترجمة ما يريده المستثمر وما يريد أن يحصل عليه، و ما يحاول مدير المحفظة المالية الدولية تحقيقه و ذلك عن طريق بيع و شراء الأوراق المالية للمحفظة، وهذه أهم خطوة من خطوات عمل إدارة المحفظة. إذ من خلالها يتم تحديد مقاييس للمخاطرة و العوائد، أي تحديد أي حد من المخاطر ممكن للمستثمر القبول به. وأي حد من العائد ممكن إرضاء رغبات المستثمر. و بهذا يتوصل مدير المحفظة إلى إعداد قائمة بالأدوات المالية المتاحة بالسوق المالية الدولية والتي تتلاءم مع حجم رأس المال و أهداف المستثمر و اعتماد السياسة الاستثمارية التي توصل إلى تحقيق أهداف المحفظة¹. وعن هاته السياسات فقد تم التطرق إليها خلال الفصل السابق.

نقطة أخرى ينبغي أن تحدد خلال مرحلة التخطيط ألا وهي عملية علاقات العمل و الاتصالات بين المستثمر و مدير المحفظة بحيث يتم الإنفاق على ما يلي:

- نموذج الاتصال المعتمد مثل عدد الجلسات الأسبوعية أو الشهرية أو الاتصالات التليفونية و غيرها من طرق الاتصال المختلفة.

- عدد المرات التي يجب على مدير المحفظة مراجعة الأوراق المالية في المحفظة.

- مدى اتصال مدير المحفظة الاستثمارية الدولية مع المستثمر للاستشارة قبل عملية تغيير أو تعديل على المحفظة².

من خلال شرح مضمون تخطيط المحفظة الاستثمارية الدولية لم يظهر دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في هذه المرحلة ذلك أنها مرحلة نظرية تتعلق بنفسية المستثمر ولا مجال لتوظيف مؤشرات الأسواق المالية الدولية فيها.

المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات

يقوم مدير المحفظة الاستثمارية الدولية بعد معرفة ما يريد المستثمر و تحديده للسياسة المناسبة لإدارة المحفظة باختيار الأوراق المالية المناسبة لتلك السياسة ومن أجل هذا يقوم بتحليل و تمحيص كل المعطيات الخاصة بتلك الأخيرة معتمداً في ذلك على التحليل الأساسي للأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية

¹ - محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع السابق، ص 45.

² - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص: 47.

أولاً: ماهية التحليل الأساسي

لكي يتمكن مدير المحفظة من اتخاذ القرار الاستثماري السليم بشأن شراء ورقة مالية ما ينبغي أن تتوفر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب الوقوف على المتغيرات المحددة لتلك القيمة، فمعرفة تلك المتغيرات من شأنه أن يكشف عن طبيعة المعلومات التي تؤثر عليها. وبتحليل هذه المعلومات والتوصل إلى تحديد علاقتها و تأثيرها على محددات قيمة الورقة المالية يمكن لمدير المحفظة أن يتوصل إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

1- مفهوم التحليل الأساسي للأوراق المالية

يقصد به تحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية منها وعلى مستويات متعددة كلية و قطاعية وجزئية للشركة المصدرة لتلك الأوراق المالية. يميل الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة، وأن تكون النهاية هي تحليل ظروف الشركة ذاتها. وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلي و الجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل.¹

في المرحلة الأولى أي مرحلة تحليل الظروف الاقتصادية يكون الهدف هو التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة و التأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق الأوراق المالية. يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة في ظل الظروف الاقتصادية و الاجتماعية و التكنولوجية التي يحتمل أن تسود في المستقبل و في المحطة الأخيرة أي التحليل على مستوى الشركة يكون الهدف منه معرفة أفضل شركة داخل الصناعة الواعدة التي يمكن لمدير المحفظة الدولية الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.²

2- أهداف التحليل الأساسي

إجراء تحليل أساسي للأوراق المالية ينطوي على عدة أهداف يمكننا تلخيصها كما يلي:

- تقييم العوائد والمخاطر التي تنطوي عليها كل ورقة مالية.
- تقييم الأوراق المالية وذلك بتحديد القيمة المحورية أو الحقيقية لها، ومن ثم مقارنتها بسعرها السوقي بهدف التوصل إلى الأوراق المالية ذات الخلل السعري، أي إذا كانت مسعرة بأقل من قيمتها أو بأكثر من

¹- إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص285.

²- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3 دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص120.

قيمتها. فإذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمتها السوقية تعين شراء تلك الورقة والعكس بالعكس، و التحليل الأساسي يهدف للإجابة على ما هي الأوراق المالية التي نشتريها أو نبيعها؟¹

ثانيا: محددات القيمة الحقيقية للورقة المالية

لأن هدف التحليل الأساسي هو تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية فلا بد من معرفة المقصود بالقيمة الحقيقية للورقة المالية ، وعلى ماذا تقوم هذه القيمة.

1- مفهوم القيمة الحقيقية للورقة المالية

تحدد القيمة الحقيقية للورقة المالية على ضوء القيمة السوقية للشركة المصدرة لتلك الورقة والتي تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما :التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عمليات الشركة والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات. ومن ثم يمكن القول بأن القيمة الحقيقية للورقة الحالية تمثل قيمة التدفقات النقدية المتوقعة منها بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة الحالية .

2- محددات القيمة الحقيقية للورقة المالية

بناء على مفهوم القيمة الحقيقية للورقة المالية تبين أنها تقوم على محددتين هما:

1-2- قيمة التدفقات النقدية المتوقعة

يقصد بالتدفقات النقدية المتوقعة من سهم نصيبه من توزيعات أرباح الشركة المتوقع الحصول عليها مستقبلا. فالتوزيعات دالة لنفس العوامل المؤثرة على الشركة و التي تربط بكل من الاقتصاد العالمي و الاقتصاد الوطني، و الصناعة التي تنتمي لها الشركة و أخير الشركة ذاتها.

2-2- معدل العائد المطلوب

هو معدل خصم التدفقات النقدية، و يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر و الذي يوجه على أساسه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المعنية. و يتحدد هذا المعدل على ضوء متغيرين أساسيين هما: معدل الفائدة الحقيقي(معدل العائد الخالي من الخطر) و علاوة المخاطرة².

¹ - أمين السيد أ لطفى، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص97.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، المرجع السابق، ص212

2-2-1- معدل الفائدة الحقيقي

العائد الذي يعوض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق اشباعات حاضرة نتيجة لتوجيه تلك الأموال للاستثمار. ويعتبر هذا العائد في حقيقته تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن. وتقدر قيمة هذا المعدل بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو وجه أمواله إلى مجالات استثمار لا تتعرض لمخاطر بالمرّة و يعتبر العائد على أدونات الخزينة مثلا للعائد على الاستثمار الخالي من الخطر Free Rate Risk

2-2-2- علاوة المخاطرة

تعويض يطلبه المستثمر عن عنصر المخاطر التي يتعرض لها جراء توجيه أمواله للاستثمار في الورقة المالية المعنية¹.

ثالثا: أدوات التحليل الأساسي

بغرض الوصول إلى الهدف المرجو يعتمد التحليل الأساسي على ثلاثة أدوات هي: تحليل الظروف الاقتصادية الدولية، و تحليل ظروف الصناعة، وتحليل الشركة.

1- التحليل الاقتصادي

يمثل التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى في التحليل الأساسي و يشمل تحليل البيئة الاقتصادية العالمية و البيئة الاقتصادية الوطنية.

1-1- البيئة الاقتصادية العالمية

تؤثر البيئة الاقتصادية العالمية السائدة على فرص الشركة للتصدير إلى الأسواق الخارجية و كذلك على الأسعار التنافسية التي يعرضها المنافسون الخارجيين كما تتأثر أرباح الشركة الناتجة عن استثماراتها بالخارج بالتغيرات التي ترتبط بالاقتصاد العالمي و تتأثر البيئة الاقتصادية العالمية بالعديد من المخاطر السياسية التي ترتب آثار سلبية أو إيجابية على ربحية الشركات ومن ثم توزيعات الأرباح و العائد المطلوب.

كما تؤدي التقلبات في أسعار الصنف الأجنبي إلى تقلبات في نفس الاتجاه في أسعار الخدمات و السلع، فإذا كانت الشركة تعتمد على الأسواق الخارجية في تصريف منتجاتها و تدبير احتياجاتها من المواد الخام و السلع الخارجية الرأس مالية، فمن المتوقع أن تتقلب أرباحها ومن ثم على تدفقاتها النقدية و العائد المطلوب على أوراقها المالية².

¹ - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل ، ط1، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية ، مصر ، 2000، ص230.

² - عاطف وليم أندراوس، أسواق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، المرجع السابق، ص85.

1-2-1- على مستوى الاقتصاد الوطني

يهدف التحليل الاقتصادي في هذا المستوى إلى تحليل الظروف الاقتصادية و متغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بالحالة الاقتصادية- هل تكون رواج أو كساد - وتأثير ذلك على الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟.

1-2-1- التنبؤ لحالة الاقتصاد:

يتم الاعتماد على العديد من النماذج أهمها نماذج الاقتصاد القياسي باستخدام الحاسبات الإلكترونية. كما يتم الاعتماد في هذا الغرض على العديد من المؤشرات. وهي سابقة للأحداث. مؤشرات مواكبة للأحداث ومؤشرات لاحق للأحداث، مؤشرات الأسواق المالية الدولية¹.

أ- المؤشرات التي تسبق الأحداث

يقصد بها تلك المؤشرات التي يكون التغير الذي يطرأ عليها سابق للتغير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة، والتي يعكسها إجمال الدخل الوطني.

ب- المؤشرات التي تسير مع الأحداث

هي المؤشرات التي يظهر عليها التغير في نفس اللحظة التي يحدث فيها التغير في الحالة الاقتصادية العامة. وتعزز الانطباع الأولي الذي تكون لدى إدارة المحفظة عن حالة السوق.

ج- المؤشرات اللاحقة للأحداث

هي تلك المؤشرات التي يظهر عليها التغير بعد ظهوره على الحالة الاقتصادية وهي تبين مدى كون الرواج أو الكساد راسخ و فعليا زائف.

هذا و قد توصل المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية بالولايات المتحدة الأمريكية

National Bureau of Economic Research (NBER)

إلى تصميم ثلاث مؤشرات مركبة هي: المؤشرات السابقة للأحداث، و المؤشرات المواكبة للأحداث و المؤشرات اللاحقة للأحداث. و كل مؤشر من المؤشرات الثلاثة يمثل مزيج من المؤشرات الفرعية كما يلي².

¹- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و الاستثمار في البورصة، المرجع السابق، ص 99-100.

²- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص: 298.

الشكل (3-1): قائمة المؤشرات الاقتصادية التي يصدرها المكتب القومي الأمريكي للبحوث الاقتصادية

المؤشرات السابقة للأحداث

- 1- مؤشر تأسيس منشآت جديدة.
- 2- مؤشر ستاندارد آند بورز 500
- 3- مؤشر تصاريح البناء.
- 4- عقود شراء اللآلات.
- 5- الأوامر الجديدة للسلع الاستهلاكية .
- 6- صافي التغيير في المخزون.
- 7- نسبة التغيير في مجموع الأصول السائلة.
- 8- أداء البائعين.
- 9- معدل الاستغناء عن العمالة في الصناعة.
- 10- توازن العرض و الطلب على النقود
- 11- معدل الاستغناء عن العمالة في الصناعة
- 12- متوسط أيام العمل في الأسبوع لعمال الإنتاج.

المؤشرات المواكبة

- 1- مؤشر الصناعي
- 2- المبيعات الصناعية و التجارية.
- 3- عدد العاملين على كشوف المرتبات في الأنشطة غير الزراعية.
- 4- دخل الفرد مطروحا منه التحويلات للغير.

المؤشرات اللاحقة للأحداث

- 1- المخزون الصناعي و التجاري.
- 2- متوسط البقاء في العمل.
- 3- تكلفة العمال للوحدة المنتجة
- 4- حجم القروض للصناعة والتجارة
- 5- متوسط أقساط القروض التي يحصل عليها الأفراد إلى متوسط دخولهم

المصدر :منير إبراهيم هندي ،الأوراق المالية وأسواق المال ،المرجع السابق ،ص299.

يتضح لنا من خلال ما سبق أن التحليل الأساسي يهتم بالمؤشرات الاقتصادية لأن هذه الأخيرة تكشف عن الحالة الاقتصادية السائدة، و التي يتوقع أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية. و المؤشرات التي تشكل بيت القصيد في التحليل الأساسي هي المؤشرات التي تسبق الأحداث. و قد بينت قائمة المؤشرات الاقتصادية التي يصدرها المكتب القومي الأمريكي للبحوث الاقتصادية أن من ضمن المؤشرات التي تعد سابقة للأحداث مؤشرات الأسواق المالية التي تمثل بمؤشر ستانداراند بورز ذلك أن هذه الأخيرة تمثل مرآة للحالة الاقتصادية المتوقعة. وقد بينت الدراسات في و.م.أ أن مؤشرات الأسواق المالية تكشف عن الحالة التي ستكون عليها الاقتصاد الأمريكي بعد أربعة شهور. كما أنه دراسات أخرى أظهرت أن مؤشرات الأسواق الحالية الدولية قد تكون في بعض الأحيان تسير مع الأحداث و تكون لاحقة للأحداث في أحيان أخرى. لكن هذا لا ينفي دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في كونها مرآة للحالة الاقتصادية السائدة في ذلك السوق، يعتمد عليها في تحليل أو التنبؤ بالحالة الاقتصادية السائدة أو التي ستسود¹.

1-2-2 - المتغيرات الاقتصادية الأساسية

من المعترف به أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى أسعار الأوراق المالية. وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الأساسية التي ينبغي أن تحظى بالاهتمام المحللين في مقدمتها: السياسة المالية و السياسة النقدية ، و أسعار الفائدة، التضخم، الانكماش.

أ- السياسة المالية

هي السياسة الحكومية المتعلقة بإرادات الدولة و نفقاتها. وهو ما يعني أن لهذه السياسة شقين هما: الإيرادات والنفقات ، و نظر لأن الضرائب تعد قاسما مشتركا لموارد موازنات غالبية الدول فسوف تكون محور الاهتمام لبيان تأثيرها على أسعار الأوراق المالية الدولية.

- إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة الشركات، فهذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم الدولية بصفة عامة².

- أما إذا حدث العكس فالعكس. كما أن الضرائب تؤثر على الطلب على أوراق مالية دولية معينة، فهناك السندات معفاة من الضريبة وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة. التأثير المحتمل للسياسة المالية لا يقتصر على المجال الضريبي و لكنه يمكن أن يمتد أيضا إلى النفقات العامة و التي تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية الدولية، ويبدو ذلك واضحا فيما يتعلق بمنتجات التي تشتريها الحكومة. كما أنه إذا قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية فإن هذا قد يحمل في طياته انخفاض في إيرادات و أرباح بعض الصناعات. ونظرا لأن ربحية الشركة هي محدد أساسي للسعر الذي يباع به

¹-منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع السابق، ص162

²-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق ، ص: 289.

السهم في السوق، فإنه يصبح لزاما على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت شركاتها بقرار تخفيض الإنفاق.

ب- السياسة النقدية

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود ويوجد لدى البنك المركزي عدة أدوات لهذا الغرض من أهمها سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة. وهو ما يدفعنا إلى معرفة تأثيرها بين الأداتين على أسعار الأوراق المالية الدولية .

- بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة: عندما يشتري البنك المركزي أوراق مالية على الخزنة (أذونات الخزنة) فإنه يرفع الأسعار ويتسبب في هبوط العوائد. ويزداد فرق السعر بين مديونية الخزنة و مديونية الشركات نتيجة لذلك يشتري المستثمرون الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها و يؤدي إلى خفض عوائدها. و يحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية.
- بالنسبة لسعر الخصم: نضرا لان الأصول يجب أن يتم تمويلها من خلال مصادر للتمويل. لذلك فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل الشركة. فالتشديد في منح الائتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح مما يتسبب في هبوط أسعار الأوراق المالية¹.

ج- معدل التضخم

يشير معدل التضخم إلى مقدار الارتفاع في أسعار السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع في السلع والخدمات مما يؤدي إلى تآكل جزء من القيمة الحقيقية للاستثمار. وعليه فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب مما يترتب عليه انخفاض أسعار الأوراق المالية و العكس بالعكس.

د- الانكماش

هو عكس التضخم و يقصد به هبوط الأسعار و يكون مصحوبا بهبوط في أسعار الفائدة وله تأثير إيجابي على أسعار السندات و تأثير سلبي على أسعار الأسهم².

هـ- حجم الإنتاج الوطني

إن تأثير التقارير عن حجم الإنتاج المحلي يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على أسعار الأوراق المالية الدولية، وهو ما ينبغي أن يوليه مدير المحفظة اهتماما لمعرفة

¹- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق ، ص16-17.

²- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، المرجع السابق ص295.

الاتجاه المحتمل للتأثير. فلإعلان عن زيادة في الاقتصاد الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها والعكس بالعكس¹.

2- تحليل ظروف الصناعة

بعد تحليل الظروف الاقتصادية العامة ينصرف مدير المحفظة إلى تحليل الصناعة لأنه يشعر بأن ذلك يساعده في تمييز الفرص الاستثمارية المربحة. فدراسة ظروف الصناعة تمكننا من تحديد اتجاهات الصناعات المختلفة وأن نختار منها ما يعتبر استثماراً جيداً، ويتيح تحليل ظروف الصناعة الإجابة عن التساؤلات التالية:

- هل هناك اختلافات بين عوائد الصناعات المختلفة خلال فترات زمنية معينة؟.
 - هل تستمر الصناعة التي تقدم معدلات أداء جيدة خلال فترة زمنية معينة في تقديم نفس هذه المعاملات الجيدة في المستقبل؟.
 - هل أداء الشركات في الصناعة الواحدة متماثلة؟.
 - هل يوجد اختلاف في المخاطرة بين الصناعات المختلفة؟.
 - هل تختلف المخاطرة بالنسبة للصناعات المختلفة أم أنها تبقى مستمرة نسبياً بمرور الزمن؟.
- من أجل التوصل للإجابة عن هذه التساؤلات هناك إطار أساسي يتبعه مدير المحفظة في ذلك. والذي يظم 3 مراحل أولها تعريف وتصنيف الصناعة و ثانيها البيانات و المعلومات عن الصناعة أما الثالثة فهي الجوانب و الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة .

2-1- تعريف و تصنيف الصناعة:

عادة ما ينصرف تعريف الصناعة إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها. وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة إلى حد كبير. فهناك شركات داخل نفس الصناعات تنتج سلعا لا تنتجها شركات أخرى في ذات الصناعة. كما قد توجد شركات تنتمي لصناعات أخرى و لكنها تنتج سلعا منافسة لما تنتجه صناعة أخرى. ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوما للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه. بعدما يحدد مدير المحفظة تعريف لكل الصناعة، ينبغي أن يقوم بتصنيف هذه الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية. وفي هذا الصدد يمكن تصنيف الصناعات إلى:

¹- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع السابق ص: 170.

2-1-1-1-1-الصناعات المتنامية

هي تلك الصناعات التي تتميز بالنمو بمرحلة تحول تكنولوجية. ففي أوائل القرن العشرين كانت الصناعات المتنامية في و.م.أ هي صناعة السيارات و الطائرات، وفي الأربعينات و الخمسينيات و الستينيات كانت الصناعات المتنامية تلك التي ترتبط و التلفاز الملون و الحاسوب و الأدوية و المعدات و الأدوات الأزمة لتجهيز المكاتب، و معدات و أدوات الاتصال المعقدة و في السبعينيات و الثمانينات كانت الصناعات التي تتعامل في العدسات اللاصقة اللينة و الهندسة الوراثية و تصميم أنظمة المعلومات.

2-1-1-2-الصناعات المرتبطة بالأدوات

هي تلك الصناعات التي تتأثر شدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج وكساد. ومن أمثلة على ذلك صناعات السلع المعمرة مثل الثلاجات و أجهزة التلفاز... إلخ . ويعتبر تذبذب مبيعات¹ .

2-1-1-3-الصناعات الدفاعية

يقصد بها الصناعات التي تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد، غير أنها تنكمش بمعدل أقل معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد ومن الأمثلة على هذه الصناعات تلك التي تنتج الأطعمة ، الملابس و الدواء.

2-1-1-4-الصناعات المتنامية و المرتبطة أيضا بالدورات

يقصد بهذا النوع من الصناعات تلك التي تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات. وهو تصنيف استحدثته بيوت السمسة، و بعض صحف و مجلات و الأعمال.

2-1-1-5-الصناعات المتدهورة

هي تلك الصناعات الآخذة في الأفول، أو تلك التي تنمو بمعدل أقل من معدل نمو الاقتصاد الوطني².

2-2-تجميع البيانات و المعلومات عن الصناعة

بعد تعريف و تصنيف الصناعة، يقوم المحلل بتجميع البيانات و المعلومات المتاحة عن الصناعة وذلك بغرض تكوين صورة شاملة عن الصناعات. ويتم تجميع البيانات من إصدارات وزارات الصناعة و الهيئات التجارية و الإحصاءات السنوية و المجلات المالية و الاقتصادية³.

¹حطارق عبد العال حماد، إدارة المخاطرة: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص372.

²-إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص: 322.

³حطارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 96.

2-3- الجوانب و الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة
في هذه المرحلة يتم تحديد السمات المميزة لكل صناعة، وذلك من خلال:

2-3-1- التحليل التاريخي للمبيعات و الأرباح

لعل أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحصيل البيانات التاريخية عن المبيعات و الأرباح الرغم من أن هذا التحليل لا يفيد في معرفة العائد المستقبلي للصناعة لأن عائد الصناعة متغير عبر الزمن لكنه يفيد في معرفة متغيرات أخرى من شأنها أن تكون أساساً لتقدير العائد المستقبلي أو الأداء المستقبلي للصناعة، كما يساعد على الوقوف على سلوك الصناعة في فترات الركود و الازدهار التي مرت عليها. بالإضافة إلى التعرف على مدى استقرار في نمو مبيعات الصناعة عبر الزمن¹.

2-3-2- حجم الطلب وحجم العرض

من المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير. وأيضاً ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب².

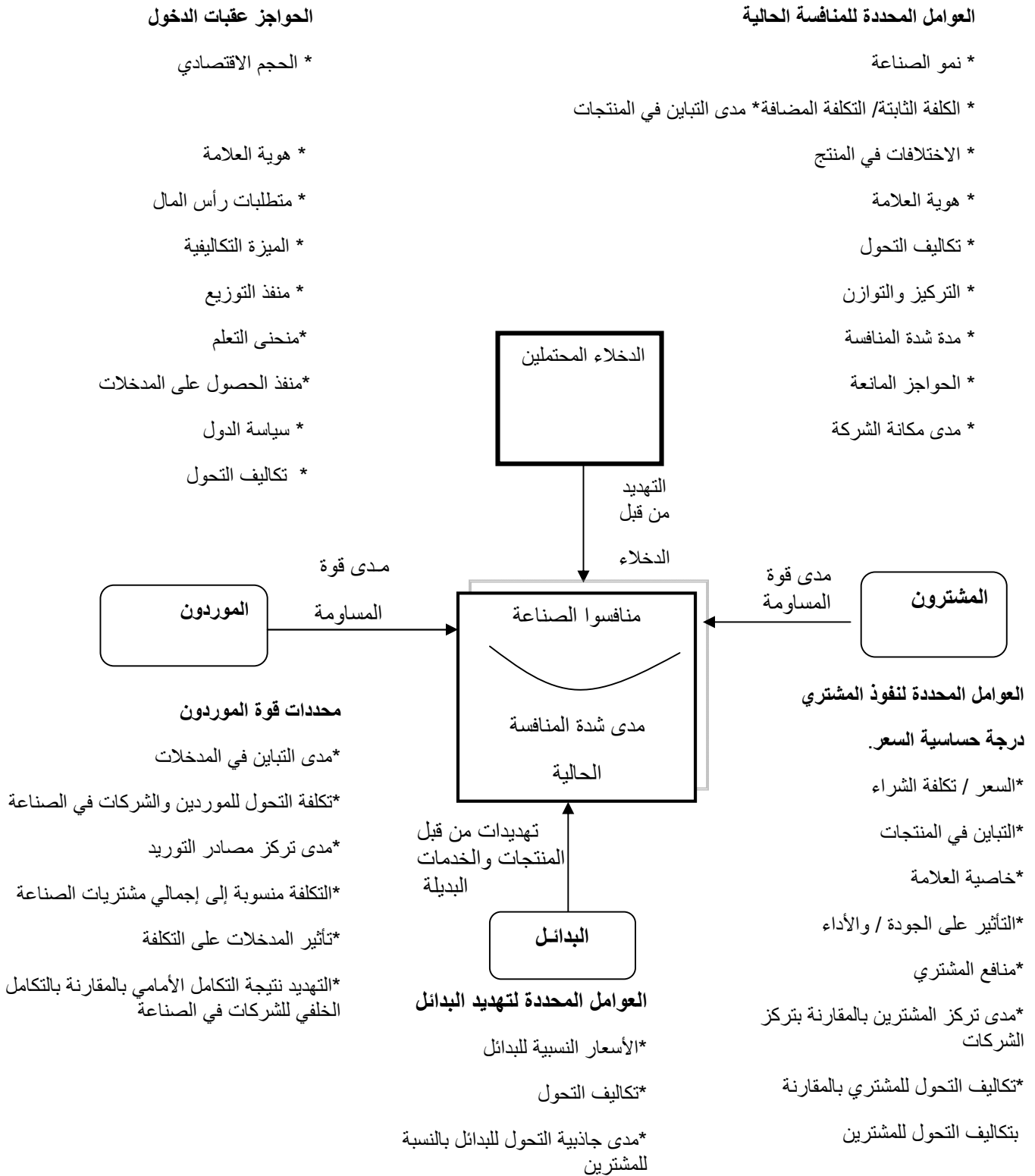
2-3-3- ظروف المنافسة

لظروف الصناعة يحتاج إلى تحديد هيكل المنافسة في الصناعة. ثم يفحص العوامل التي تحدد الموقف التنافسي النسبي للشركات داخل الصناعة كما هو موضح في الشكل (2-3).

1- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع السابق، ص:96.

2- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطرة: أفراد ، إدارات ، شركات، بنوك ، المرجع السابق، ص380.

شكل (3-2) يوضح العوامل الخمسة المؤثرة على كثافة المنافسة



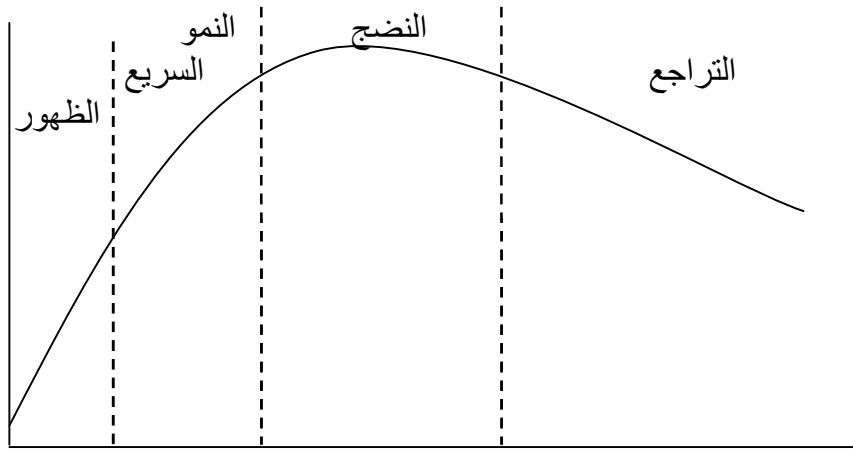
المصدر : منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق ،ص 299

2-3-4- دورة حياة الصناعة

يقصد بها دورة حياة المنتج الذي تقدمه الصناعة، وهذه الدورة تمر بأربعة مراحل أساسية هي :
الظهور. النمو السريع، النضج، ثم الأفول أو الاستمرار. وهو ما يوضحه الشكل (3-3).

يقوم المحلل بالاهتمام بهذه النقطة باعتبارها تساعده في التنبؤ لمبيعات الصناعة كما يلي:

شكل رقم (3-3) : نمو المبيعات خلال كل مرحلة (دورة حياة الصناعة)



المصدر : طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007 ص 93.

أ. مرحلة الظهور

يقصد بها مرحلة ولادة منتج جديد، و إذا استطاعت صناعة ما أن يعيش منتجها و يحقق قدرا من النمو، فإن هذا سيكون بمثابة شهادة انتقال للمرحلة التالية. وهو ما يطلق عليه شهادة ولادة صناعة يتوقع النمو. مما يجعل المحلل يولي اهتماما بهذه الصناعة.

ب. مرحلة النمو السريع

في هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج أو الخدمة، و يزداد الطلب بصورة كبيرة، و تزداد حجم المبيعات وتكون المنافسة قليلة وهوامش الربح مرتفعة جدا. هذا عن بداية المرحلة بعدها المستوى المرتفع للأرباح يجذب عدد من المنافسين فيزداد العرض و تنخفض الأسعار، و يبدأ معدل نمو المبيعات في الانخفاض¹.

¹- شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2012، ص80.

ج. مرحلة النضوج

خلال هذه المرحلة يصل معدل نمو الصناعة إلى معدل النمو الاقتصادي أو القطاع الذي تنتمي إليه الصناعة.

د. مرحلة الاستقرار أو الأفول

تختلف سمات هذه المرحلة من صناعة إلى أخرى، فقد تتسم باستقرار المبيعات ويحقق نمو لا يتجاوز التضخم، و قد تتعرض المبيعات للتدهور نتيجة لنقادم المنتج و ظهور بدائل. بالرغم من أن ما سبق يعتبر وصفا عام للمراحل المختلفة لدورة حياة الصناعة إلا أن هذا من شأنه أن يمكن المحلل من تصنيف الصناعات وفقا للمراحل التي تمر بها. و هذا يمكنه من وضع تقديراته بشأن درجة النمو المتوقعة في السنوات القادمة. غير أن عليه أن يكون حذرا، ذلك أن الفترة الزمنية التي تمضيها صناعة ما في كل مرحلة قد تتفاوت تفاوتا كبيرا عن الفترة الزمنية التي تمضيها صناعة أخرى. كما أنه يحذر من الاستثمار في الأوراق المالية للصناعة التي ما زالت في مرحلة الظهور لما ينطوي عليه من مخاطر¹.

3- تحليل ظروف الشركة

بعد إجراء تحليل للصناعة وتحديد أنها أفضل للاستثمار في أوراقها المالية، يقوم المحلل بتحليل ظروف الشركات الموجودة في هذه الصناعات، وذلك من خلال القوائم المالية وكذا النسب المالية لهذه الشركات، وتقدير الربحية المستقبلية للسهم وتحليل المخاطر .

3-1- تحليل القوائم المالية

توجد أربعة قوائم مالية أساسية، يقوم بتحليلها المحلل هي قائمة المركز المالي، قائمة الدخل قائمة التغيرات في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، والهدف من وراء تحليل هذه القوائم هو الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة، ويقوم المحلل بإجراء نوعين من التحليل على هذه القوائم :

3-1-1- تحليل أفقي (التغيرات من عام آخر)

وذلك من خلال دراسة سلوك (الزيادة أو النقصان) لكل بند من بنود القوائم خلال فترتين أو أكثر إما بمبالغ مطلقة أو بنسب مئوية، وبالطبع ينبغي على المحلل أن يتعرف على الأسباب التي أدت لذلك السلوك.

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق، ص160

3-1-2- التحليل الهيكلي للقوائم المالية (التحليل الرأسي)

ينصرف إلى دراسة العلاقة بين بنود كل قائمة على حدى، ويقوم على إيجاد النسبة التي تمثلها قيمة كل بند ضمن القيمة الكلية لكافة البنود في القائمة المعنية¹.

3-2- تحليل النسب

يعتبر تحليل النسب من أكثر أدوات التحليل المالي شهرة وأكثرها استخداما على نطاق واسع. تعبر النسبة عن علاقة رياضية بين كمية وأخرى في بنود القوائم المالية، وفي حين أن حساب نسبة ما يتضمن عملية رياضية بسيطة، فإن عملية تركيب النسب ذات الدلالة تفسيرها مسألة معقدة. وتوفر هذه النسب للمحلل في معظم الأحوال مفاتيح استدلال ومعرفة للظروف الكامنة، حيث تقيم أداء مجهودات إدارة الشركة في تحقيق الأهداف المخططة، والحكم على المركز المالي سواء من حيث السيولة أو هيكل الترتيب الرأسمالي للشركة، بالإضافة إلى المساعدة في التنبؤ بالوضع المالي للشركة ومقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية وهناك خمس مجموعات أساسية من النسب هي : نسب السيولة نسب النشاط نسب الاقتراض ، نسب التغطية، نسب الربحية، نسب السوق².

3-2-1- نسب السيولة

تقيس نسب السيولة قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) مما لديها من نقدية أو أصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة نسبيا (الأصول المتداولة) وكما يبدو فإن نسب السيولة تعد مؤشرا لمدى احتمال تعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس، التي قد تنجم عن فشلها في سداد ما عليها من التزامات ومن ابرز نسب السيولة نذكر نسبة السيولة السريعة، رأس المال العامل، نسبة التداول، معدل دوران رأس المال العامل³.

3-2-2- نسب النشاط

تقيس هذه النسب كفاءة إدارة الأصول، حيث تشير الأصول إلى كيفية قيام الشركة بالاستفادة من أصولها بصورة فعالة والرقابة عليها ويتم اختيار كفاءة إدارة الأصول من خلال فحص عدة مؤشرات أهمها، معدل دوران المخزون، عدد أيام فترة التخزين، معدل دوران إجمالي الأصول⁴.

¹- طارق عبد العال حماد، نفس المرجع، ص 167.

²- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 90-91.

³- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لإغراض الاستثمار، المكتب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 207.

⁴- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، المرجع السابق، ص: 79.

3-2-3- نسب الاقتراض

تقيس هذه النسب المدى الذي ذهبت إليه الشركة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها ومن الأمثلة على نسب الاقتراض: نسب القروض إلى مجموع الأصول، نسبة حقوق الملكية، نسبة الديون الكلية إلى الأصول الكلية، نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، عدد مرات تغطية الفوائد (معدل اكتساب الفوائد)، معدل تغطية الأعباء الثابتة¹.

3-2-4- نسب الربحية (أو القدرة على تحقيق الأرباح)

نسب تعطي إجابات على مدى فعالية الشركة في توليد أرباح من المبيعات أو من الأموال المستثمرة وفيما يلي أبرز النسب المستخدمة في تحليل الربحية: نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات ، نسبة صافي الربح إلى المبيعات، معدل الفائدة على الاستثمار، معدل القوة الإيرادية، معدل العائد على حقوق الملكية معدل العائد على المتاجرة بالملكية².

3-2-5- نسب تحليل القيمة أو السوق

تساعد هذه النسب المستثمرين في تقييم ما يمتلكونه من أسهم الشركات وما تدره تلك الأسهم من عوائد ومن ابرز تلك النسب: نسبة توزيعات الأرباح، العائد على السهم العادي (ربحية السهم) (EPS)، القيمة الدفترية (حقوق الملكية) لحملة الأسهم العادية والممتازة، غلة التوزيعات، نسبة السعر إلى ربحية السهم (مضاعف الربحية)³.

3-3- تحليل المخاطر

يمكن القول بان النسب المالية التي تمت الإشارة إليها ترتكز بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على الربحية، ولا تعطي اهتماما يذكر للمخاطر، وطالما أن القيمة السوقية للأوراق المالية للشركة تتحدد على ضوء العائد والمخاطر معا، فانه يصبح لزاما على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة، وذلك من خلال التعرف على حجم مخاطر النشاط والمخاطر المالية التي نتعرض لها الشركة ذاتها .

¹- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، المرجع السابق، ص: 360.

² عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 44-45.

³ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دارالحامد، عمان، الأردن ، 2007، ص: 170-171.

3-3-1- مخاطر النشاط

يقصد بمخاطر النشاط درجة التذبذب في ربحية الشركة التي تعزى إلى تغيير في حجم المبيعات لأسباب تتعلق بطريقة الإنتاج المتبعة ،ومن أجل قياس هذه المخاطر تحسب نسبتين هما : التقلب في المبيعات ودرجة الرفع التشغيلي .

$$\text{التقلب في المبيعات} = \frac{\text{الانحراف المعياري للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}}$$

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{نسبة التغير في ربح العمليات}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

3-3-2- المخاطر المالية

تنقسم المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة إلى مخاطر الرفع المالي ومخاطر الإفلاس .

أ. مخاطر الرفع المالي

تنشأ هذه المخاطر جراء اعتماد الشركة على مصادر تمويل خارجية تدفع عنها تكاليف ثابتة ولقياسها يتم حساب درجة الرفع المالي .

$$\text{درجة الرفع المالي}^1 = \frac{\text{نسبة التغير في صافي ربح العمليات بعد الضريبة}}{\text{نسبة التغير في (صافي ربح العمليات - أعباء التمويل الثابتة)}}$$

ب. مخاطر الإفلاس أو الفشل المالي

لأن إفلاس الشركة يعني بالتبعية تعرض حاملي أوراقها المالية إلى خسائر كبيرة لهذا فقد قام العديد من الباحثين بوضع نماذج التنبؤ بإفلاس الشركات ومن ضمن النماذج المقدمة نموذج kida ونموذج Altman&Megough².

رابعاً : تحديد العائد المتوقع والمطلوب ومخاطر الاستثمار لكل ورقة مالية دولية

المعروف عن الاستثمار المالي انه يقوم على المبادلة بين المخاطر والعوائد، وفي هذا الصدد يقوم المحلل بتحديد العائد المتوقع والعائد المطلوب ومخاطر الاستثمار في كل ورقة مالية.

1- تحديد العائد المتوقع لكل ورقة مالية

العائد المتوقع هو المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة الورقة المالية. ويقابله العائد التاريخي وهو العائد الفعلي الذي يعتبر متنبأ جيد بتحركات العائد في المستقبل أن عائد الورقة المالية يتكون من :

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص:122.

² - وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، ط1، دار الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص: 252.

- عائد التوزيعات (فائدة، ربح): وقد تكون ثابتة كما في حالة السندات أو متغيرة كما في حالة الأسهم .
- عائد القيمة الرأسمالية: يساوي الفرق مابين قيمة الشراء للورقة وقيمة الورقة عند التخلي عنها وعليه يكون حساب عائد الورقة المالية وفق المعادلة التالية :

$$R = \frac{d + (p_1 - p_{r-1})}{p_{r-1}}$$

حيث

d : التوزيعات ، P: معدل العائد ، P1: قيمة الورقة عند البيع ، P_{r-1}: قيمة الورقة عند الشراء¹

يصعب عادة تقدير معدل العائد المتوقع في رقم محدد كون أن هذا الأخير لا يكون مؤكد الجدوى لذا يتم اللجوء إلى وضع تقديرات للمعدل المتوقع واحتمالات تحققها حسب الأحوال فتصبح صيغة حساب العائد المتوقع كما يلي:

$$R^* = \sum_{i=1}^n R_i P_i$$

حيث :

R*: العائد المتوقع والمرجح ، Ri: العائد المتوقع تحت درجة احتمال معينة ، Pi: احتمال تحقق عائد معين².

2- تحديد مخاطر الاستثمار في كل ورقة مالية دولية

تعني المخاطر بشكل عام احتمالات التعرض إلى خسائر جراء العملية الاستثمارية، كما تمثل عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية (العائد) وبنطوي الاستثمار في الأوراق المالية الدولية على مخاطر إضافية عن تلك التي يتحملها المحلي .

2-1- أنواع المخاطر

يمكن تقسيم مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة، ومخاطر غير منتظمة.

¹ - محمد صالح الحناوي، وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004، ص: 39.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص: 183-185.

2-1-1-1- المخاطر غير المنتظمة

المخاطر غير المنتظمة هي التي تنتج عن عوامل تتعلق بشركة، وقطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وبالتالي فهي لا تؤثر على جميع الأوراق المالية الدولية. وللمخاطر غير المنتظمة مصدران أساسيان هما ظروف الصناعة، ظروف الشركة.

أ- مخاطر ظروف الصناعة

يقصد بها المخاطر التي تنجم عن ظروف خاصة بالصناعة كظهور اختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد.

ب- مخاطر ظروف المنشأة

تتضمن مخاطر ظروف الصناعة مخاطر الرفع المالي ومخاطر الرفع التشغيلي وقد تم التعرض لهما سابقا بالشرح وكذا مخاطر الإدارة .

- **مخاطر الإدارة** : يقصد بها المشكلات الناتجة عن ضعف كفاءة الإدارة، والتي تؤثر بالطبع على أداء الشركة، ومن أمثلة الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية، فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي، وعلى الرغم من ذلك فإنه بسبب سوء تعامل إدارتها مع حركة حماية المستهلك تكبدت خسائر في مبيعاتها والأرباح والشهرة التجارية وكان لهذه الخسائر أثرها السيئ على سعر أسهم الشركة¹.

2-1-2- المخاطر المنتظمة

بالرغم من أهمية معرفة مقدار المخاطر غير المنتظمة التي تنطوي عليها كل ورقة، إلا أن هذه المخاطر يمكن تجنبها من خلال التنوع ، وهو ما يسعى إليه المستثمر من خلال استثماره في الأسواق المالية الدولية².

ويمكن تعريف المخاطر المنتظمة على أنها ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق . وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها بالتنوع ، لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات في نفس الوقت . لكن يمكن تقليلها بالتنوع

¹ - شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، المرجع السابق ، ص 90.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص 191.

الدولي . والمخاطر المنتظمة مرتبطة بعدة عوامل أهمها : أسعار الفائدة ، معدل التضخم، المناخ العام وقد تم التعرض لهذه العوامل بالشرح سابقا .

2-2- قياس المخاطر

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية نوعان : مخاطر منتظمة وغير منتظمة ، ولكل نوع طرق خاصة لحساب مقداره ، وهذا ما سنعرفه فيما يلي .

2-2-1- قياس المخاطر المنتظمة

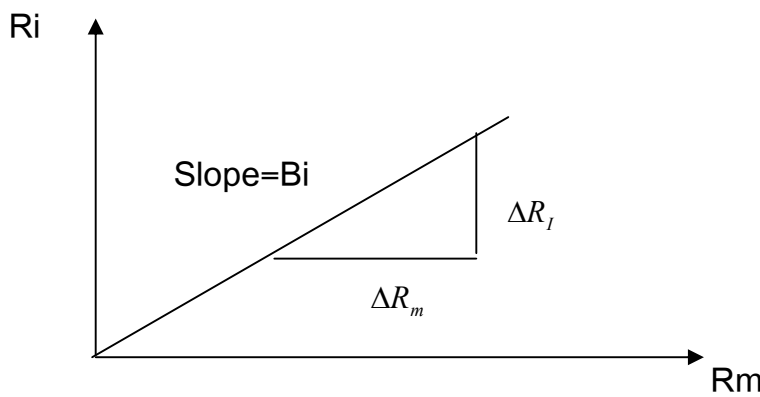
تقاس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل بيتا (β) ، حيث يعبر عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق الممثل لتغيرات عائد السوق.

يتم حساب قيمة بيتا الورقة المالية بطريقتين : هندسية وحسابية

أ. هندسيا

يمكن حساب قيمة بيتا هندسيا من خلال إيجاد ميل خط الانحدار للرسم البياني للعلاقة ما بين المتغيرين: عائد السوق عبر مؤشر السوق (R_m) وعائد الورقة المالية (R_i). وذلك كما يلي :

الشكل (3-4) خط الانحدار بين عائد الورقة المالية وعائد السوق



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، أوراق، بورصات، المرجع السابق ، ص192.

كما هو معروف فإنه يمكن قياس ميل خط الانحدار بقسمة التغير على محور الترتيب على التغير على محور الفواصل بين أي نقطتين على المنحنى، وبناء عليه يمكن إيجاد ميل خط الانحدار كما يلي :

$$B_i = \frac{\Delta R_i}{\Delta R_m}$$

ب. حسابيا :

إذا كان الخط الموضح في الشكل (3-4) هو خط الانحدار ، فإنه يمكن إيجاد قيمة بيتا باستخدام معادلة خط الانحدار التي يكون فيها معدل عائد السوق الممثل بأحد المؤشرات متغير مستقل أما المتغير التابع فهو معدل العائد على الورقة المالية، ويطلق على هذه المعادلة نموذج Market Model وعليه يمكن صياغة العلاقة ما بين عائد السوق عبر مؤشر السوق (R_m) وعائد الورقة (R_i) بالمعادلة الخطية التالية

$$R_i = \alpha_i + B_i * R_m$$

حيث :

α_i : ثابت يعكس معدل العائد للورقة المستقل عن تغيرات السوق

B_i : بيتا ثابت يمثل ميل معادلة الخط المستقيم، ويعكس التغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية R_i : نتيجة التغير في عائد السوق الممثل بأحد مؤشرات السوق R_m بوحدة واحدة .

ويمكن التوصل إلى قياس B من خلال الصيغة

$$B_i = \frac{\text{COV}_{im}}{v_m} = \frac{\sum r_{im}}{\sum r_m^2} = \frac{\sigma_i \cdot \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث :

Covim: التباين المشترك أو التغاير (Covariance) ما بين الورقة المالية واحد مؤشرات السوق.

V_m : تباين عائد السوق (أحد مؤشرات السوق).

B_i : معامل بيتا المقدر ¹ .

¹ - محمود محمد الداغر، نفس المرجع، ص: 193.

تشير إلى أن معامل بيتا لعائد السوق يساوي دائما الواحد الصحيح.

- إذا كان B لعائد الورقة $I > 1$ (معامل بيتا لعائد السوق: معنى ذلك أن درجة تقلب عائد الورقة المالية أصغر من درجة التقلب في عائد المؤشر، ونقول أن الورقة المالية تتطوي على مخاطر أقل من مخاطر السوق .

- أما إذا كان معامل بيتا للورقة المالية $I < 1$: فهذا يعني أن الورقة المالية تتطوي على مخاطر أكبر من مخاطر السوق .

- أما إذا كان معمل بيتا للورقة المالية $I = 1$: فهذا يعني درجة التقلب في عائد الورقة المالية تعادل درجة تقلب عائد السوق¹.

المخاطر المنتظمة لا يمكن القضاء عليها بالتنوع، وبالتالي على المستثمر طلب تعويض عنها أو علاوة مخاطرة Riskpremium، لذلك فإن متابعة مؤشر السوق وحساب التغير في معدل عائد المؤشر أمر لا بد منه لمساعدة المستثمر في حساب المخاطر المنتظمة ووضع تقدير لعلاوة المخاطرة.

مما سبق تظهر لنا جليا أن مؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في حساب المخاطر المنتظمة التي تعد أخطر ما يتعرض له الاستثمار في الأوراق المالية الدولية كون أنه لا يمكن تجنبه من خلال التنوع.

2-2-2- قياس المخاطر غير المنتظمة

يعتبر المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات الإحصائية التي تقيس المخاطر غير المنتظمة للأوراق المالية الدولية، وفيما يلي عرض مختصر لكل منها .

أ- المدى

يمثل الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة وكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كان ذلك إشارة على زيادة التشتت التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع، الأمر الذي يعني زيادة حجم المخاطر التي تتطوي عليها الورقة المالية .

ب- الانحراف المعياري

مؤشر إحصائي يقيس درجة تقلب معدل العائد حول وسطه، ويعبر عنه بالمعادلة التالية : التالية:

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

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليل معاصر، المرجع السابق، ص: 420 - 422.

حيث:

\bar{D} : الانحراف المعياري، R_i : معدل العائد المتوقع للورقة المالية، n : عدد المشاهدات

P_i : احتمال تحقق العائد

كلما زاد الانحراف المعياري للورقة المالية كلما كان الاحتفاظ بها أكثر خطورة¹.

ج- معامل الاختلاف

عبارة عن مقياس نسبي للمخاطر يقيم مخاطر كل ورقة على ضوء القيمة المتوقعة لعائدها وهو ما توضحه المعادلة التالية².

$$CV = \frac{\sigma}{R_i}$$

3- تحديد العائد المطلوب

بغرض الوصول إلى علاقة تمثل المبادلة بين العائد والمخاطر، يتم حساب العائد المطلوب، وهو العائد الذي يطلبه المستثمر على الورقة المالية ويضمن أنه يحقق له العائد الذي يريد، ويجنبه المخاطر التي تنطوي عليها الورقة المالية، ولغرض تحديد العائد المطلوب يتم الاعتماد على بديلين هما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونموذج التسعير بالمراجعة .

3-1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

قدم وليم شارب هذا النموذج لأول مرة في عام 1964، يقوم على مبدأ العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطر، بحيث يزودنا بالحد الأدنى، الذي ينبغي أن تحققه الورقة المالية، حتى يعوض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها (المخاطر المنتظمة) التي تقاس بمعامل بيتا.

ووفقا لهذا النموذج معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين أساسيين هما :

- العائد الخالي من المخاطر حد أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر .
- علاوة المخاطر باعتبار الاستثمار يحقق عائد أكثر من العائد الخالي من المخاطر وهذه العلاوة تتحقق بسبب قبول المستثمر بأن يتحمل المخاطر .

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، المرجع السابق، ص 238.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامع الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 160.

قد تمت صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بالمعادلة التالية ¹:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)B_i$$

R_i : معدل العائد المطلوب .

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر Risk Free

$(R_m - R_f)$: علاوة مخاطر السوق Risk Premium Market وهي لا تختلف باختلاف الورقة المالية وتمثل العائد المطلوب لتغطية مخاطر أصل متوسط المخاطر ($B= 1$)

B_i : معامل بيتا لقياس المخاطرة المنتظمة للورقة المالية.

$(R_m - R_f)B_i$: علاوة المخاطرة للورقة المالية ²

تدعى الصيغة السابقة بمعادلة خط السوق للورقة المالية أو خط الأوراق المالية Security Market (SML) ويمثل العائد المطلوب تحقيقه R_i عند كل مستوى من المخاطر B_i ويمكن التعبير عن (SML) بالشكل (3-5) .

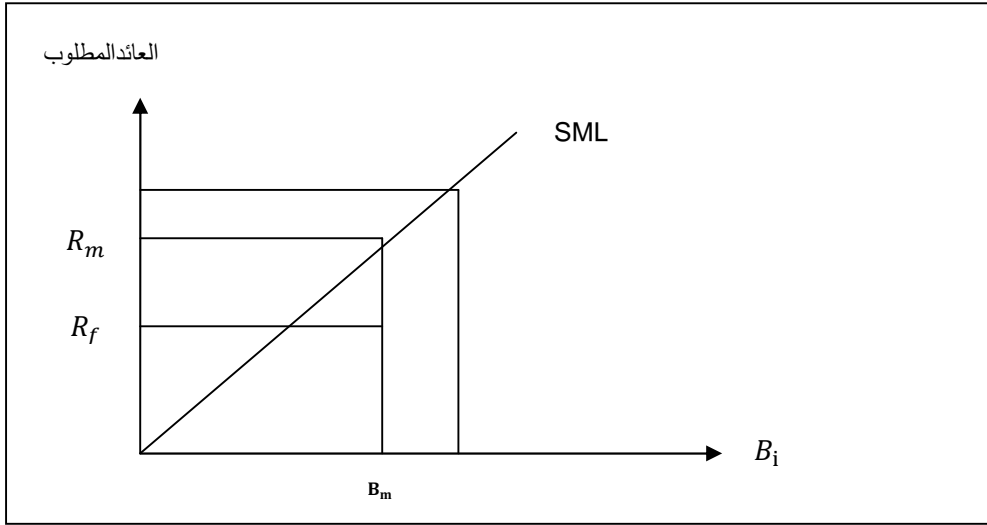
كما يظهر من المعادلة السابقة فإن علاوة المخاطر للورقة المالية تتمثل في $(R_m - R_f)B_i$ وأن $(R_m - R_f)$ لا تختلف باختلاف الورقة المالية، فإنه يمكننا أن نستنتج أن علاوة المخاطر لأي ورقة مالية تتوقف على حجم المخاطر المنتظمة أي معامل بيتا B_i الذي يمثل درجة المخاطر المنتظمة، حيث انه كلما زادت بيتا زادت علاوة المخاطرة وبالتالي زاد العائد المطلوب، وحيث أن R_f في المعادلة لا تتغير أيضا بتغير الورقة المالية، شأنه شأن القيمة $(R_m - R_f)$ ، فإنه يمكن أن نستنتج أن معامل بيتا B_i هو المحور الرئيسي للعائد المطلوب على الاستثمار R_i ، أي المحور الأساسي لمعدل لخصم (r) ³.

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص: 200-201.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص: 222-223.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليل معاصر، المرجع السابق، ص: 434-435.

الشكل (3-5): خط السوق للورقة المالية SML



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004-2005، ص: 275.

توجد أربعة نقاط هامة مرتبطة بهذا الشكل :

- عندما $B_i = 0$: أن العائد المتوقع أو المطلوب للورقة المالية هو المعدل الخالي من الخطر .
 - $B_i = 1$: بيتا محفظة السوق = 1 كل ورقة مالية لها قيمة $(B_i = 1)$ يكون العائد المطلوب هو عائد السوق .

- عندما $B_i < 1$: العائد المطلوب على الورقة المالية يكون أعلى من عائد السوق .

- **الخطية** : يعكس الخط المستقيم المائل العلاقة الطردية بين بيتا والعائد المطلوب، حيث أن الأوراق المالية ذات القيمة المرافعة بيتا تعطي عوائد أعلى من الأوراق المالية ذات بيتا المنخفضة .
 - يقطع خط SML المحور الرئيسي عند النقطة (R_f) ، ولأن العائد المطلوب على أي ورقة مالية ذات قيمة بيتا = 1 هو B_m فإن هذا الخط $(R_m - R_f) / 1$ وهذا يعني أن B_i تحدد ميل خط (SML) ¹.

3-2- نموذج التسعير بالمراجعة

يعاب على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) أنه نموذج محدد الأبعاد ذلك أنه يفترض أن معدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد المخاطر المنتظمة والتي تتحدد بمعامل بيتا. وهذا ما

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، المرجع السابق، ص: 276.

تتجنبه نظرية التسعير بالمراجعة التي قدمها ستيفن روس عام 1976، والتي تقضي بأنه بدلا من تركيز المتغيرات المحددة لمعدل العائد المطلوب في متغير واحد يكون من الأفضل التعامل مع تلك المتغيرات ذاتها. بحيث يمكن التعبير عن العائد المطلوب على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة العوامل أو المؤشرات الرئيسية وذلك وفق الصيغة التالية :

$$R_i = R_f (F_1 - R_f) S_1 + (F_2 - R_f) S_2 + \dots + (F_n - R_f) S_n$$

R_i : معدل العائد المطلوب .

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة .

F_n : مجموعة العوامل التي تؤثر على عائد الورقة المالية

S_n : درجة حساسية عائد الورقة المالية للتغير في العامل المعين أو معامل استجابة عائد الورقة للتغير في العامل المعين

ما يعاب على هذا النموذج أنه لا يحدد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية¹.

يظهر لنا مما سبق أن المؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد علاوة المخاطرة وكذا في تحديد العائد المطلوب .

خامسا : تقييم الأوراق المالية

بعد إجراء المحلل لكل الخطوات السابقة، تحين لحظة القيام بالخطوة الحاسمة التي تعد الهدف من إجراء كل المراحل السابقة، وهو إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

1- تقييم الأسهم

يعتمد المحلل لإيجاد القيمة الحقيقية (المحورية) للسهم على ثلاثة مداخل رئيسية هي مدخل التوزيعات مدخل مضاعف الربح، مدخل الربحية .

¹ - محمد مطر ،فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، المرجع السابق، ص: 227-228 .

1-1- التقييم بواسطة مدخل التوزيعات

يقوم نموذج التوزيعات على أن القيمة الحقيقية للسهم العادي ينبغي أن تساوي القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب، وفي هذا المدخل نميز بين ثلاث حالات كما يلي :

1-1-1- حالة التوزيعات ذات النمو الصفري (ثبات نصيب السهم من الأرباح الموزعة)

$$P_0 = \frac{d}{r}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، d : النصيب المتوقع للسهم من التوزيعات، R : معدل العائد المطلوب .

1-1-2- حالة نمو توزيعات السهم بمعدل ثابت

وفق هذه الحالة تكون القيمة الحقيقية للسهم كما يلي:

$$P_0 = \frac{d + (1+g)}{r - g}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، d : النصيب المتوقع للسهم من التوزيعات ، g : معدل نمو توزيعات السهم .

r : معدل العائد المطلوب .

1-1-3- حالة نمو توزيعات السهم بمعدل متغير

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d(1+g_1)(1+g_2).....(1+g_t)}{(1+r)^t} + \frac{d_n(1+g)}{r-g} * \frac{1}{1+r}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، d : النصيب المتوقع للسهم من التوزيعات . g_1, g_2, \dots, g_t : معدلات نمو غير

الاعتيادية

r : معدل العائد المطلوب . n : نهاية مراحل النمو غير الاعتيادية ¹.

يمكن الوصول إلى قيمة معدل النمو في التوزيعات (g) من خلال مايلي :

معدل النمو في التوزيعات = نسبة الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الملكية

أما التوزيعات فتحسب كما يلي :

$$r = (1 - g) \cdot R$$

$$R = (1 + g) \cdot R$$

حيث:

R : الربحية المتوقعة للسهم في السنة القادمة

g : نسبة احتجاز الأرباح في السنة القادمة

R : الربحية الحالية للسهم

g : معدل نمو ربحية السهم .

الربحية الحالية للسهم معلومة على وجه اليقين، معدل نمو ربحية السهم تعرضنا لكيفية تقديرها في المباحث السابقة أما نية احتجاز الأرباح فيمكن تقديرها على أساس دراسة اتجاه التغير في سنوات ماضية، مع الأخذ في الحسبان أي متغيرات يمكن أن تؤثر عليها في المستقبل ².

1-2- التقييم بواسطة مدخل مضاعف الربح

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية} = \frac{1 - g}{m - (g \times m)}$$

حيث :

1- g : نسبة التوزيعات المتوقعة للسهم العادي

¹ -شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، المرجع السابق،ص90.

² -عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، المرجع السابق، ص:

م: معدل العائد المطلوب

م ع ح : معدل العائد على حقوق الملكية

ج : نسبة الأرباح المحتجزة¹.

1-3- التقييم بواسطة الربحية

يقوم على المدخل على أساس تقييم الأسهم من خلال تيار الأرباح المتوقعة التي تحققها المنشأة مع الأخذ في الحسبان أن أي أرباح يتم احتجازها تمثل في الواقع استثمارا إضافيا من جانب المساهمين ويجب أيضا تقييمه وهذا ما يمكن التعبير عنه في شكل نموذج عام لتقييم الربحية

$$\text{سعر السهم} = \sum_{s=1}^n \frac{C_s - \theta_s}{(1+m)^s}$$

أما في حالة نمو ربحية السهم بمعدل ثابت فتكون الصيغة كما يلي :

$$\text{سعر السهم} = \frac{C_s - \theta_s}{m - w}$$

حيث :

C_s : ربحية السهم . θ_s : أرباح محتجزة متوقعة م: معدل العائد المطلوب و : معدل نمو ربحية السهم.

2- تقييم الأسهم الممتازة

لا يختلف تقييم الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية وتطبيق عليه المعادلة الخاصة بافتراض ثبات نصيب السهم من توزيعات الأرباح حيث توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير، غير أن ثمة اختلاف يتعلق بقيمة العائد المطلوب الذي يدل عن نظيره في الأسهم العادية وذلك راجع إلى أن المخاطر التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز أقل من السهم العادي، ويتم تقييم الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية².

$$P_0 = \frac{d}{r}$$

¹-محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، المرجع السابق ، ص107.

²-محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق ، ص 146 .

3- تقييم السندات

القيمة الحقيقية للسند شأنه شأن أي أصل مالي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (المتوقعة) بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب، وفي حالة السند التدفقات النقدية تشمل كل من مدفوعات الفائدة خلال حياة السند بالإضافة إلى القيمة الأصلية للسند (القيمة الاسمية) وعليه يتم تقييم السندات كما يلي :

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{NV}{(1+r)^n}$$

حيث :

P_0 : القيمة الحالية (الحقيقية) للسند ، C_i : الفائدة السنوية أو كوبون السند . NV : القيمة الاسمية للسند

n : عدد السنوات حتى تاريخ الاستحقاق، r : معدل العائد المطلوب ¹.

بتقييم الأوراق المالية يكون المحلل قد توصل إلى تحديد القيمة الحقيقية لكل ورقة وبهذا يستطيع التعرف على ماذا يشتري أو يبيع، بحيث أن تحديده للقيمة الحقيقية للورقة المالية يجعله يدرك أي من الأوراق المالية ذات خلل سعري، فإذا كانت أسعار الأوراق المالية الآن مسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية فهو يتجنبها والعكس بالعكس.

من خلال شرحنا للخطوات التي يتبعها المحلل للوصول إلى القيمة الحقيقية اتضح لنا أنه في كل مرة يستعين بمؤشرات الأسواق المالية وذلك سواء في حساب المخاطر ويظهر ذلك في صيغة حساب معامل بيتا، وكذا في حساب علاوة المخاطرة، وحساب معدل العائد المطلوب هذا الأخير الذي يعتمد عليه في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذا يعني أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في التوصل إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، هذه الأخيرة التي يعتمد عليها قرار الاستثمار بالشراء أو البيع وبهذا فهي تشكل جوهر القيام بالتحليل الأساسي، ومن هذا المنطلق يمكننا القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فعال في التحليل الأساسي للأوراق المالية الدولية هذا الأخير الذي يشكل المرحلة الثانية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

¹ -عاطف وليم اندراوس، الأسواق المالية بين التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها ، المرجع السابق، ص: 129.

المبحث الثاني : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية

بعد الانتهاء من تحليل الاستثمارات يصبح واضحا أمام مدير المحفظة الاستثمارية الدولية الأوراق المالية المناسبة لتحقيق الأهداف المخطط لها، لتأتي المرحلة الثالثة وهي اختيار المحفظة الملائمة التي تتضمن الأوراق المالية الملائمة، وهذا يتسنى من خلال قرار المزج الرئيسي وقرار التوقيت الاستثماري وباعتبار أن هذين القرارين يشكلان فحوى اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية سنحاول استظهار دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اتخاذ هذين القرارين

المطلب الأول : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي

نعني بقرار المزج الرئيسي أو التنوع ، تنوع مكونات المحفظة تنوعا أفقيا -تنوع القطاعات والشركات - وتنوعا رأسيا- ، وكذلك ما يتعلق بتحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل المحفظة .

أولا : أنواع التنوع

خلال المرحلتين السابقتين يتمكن مدير المحفظة من تحديد القطاعات والشركات التي يمكن أن يستثمر في أوراقها وكذا أنواع الأوراق المالية التي يستثمر فيها ويبقى عليه تحديد كيفية التنوع التي يعتمدها من أجل الحصول على المحفظة الاستثمارية الدولية التي تلائم الأهداف المسطرة في هذا الشأن هناك أسلوبان شائعتان وهما التنوع الساذج وأسلوب ماركويتز في التنوع .

1-التنوع الساذج

يقصد بالتنوع الساذج زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي حيث انه كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنوع إلى احتواء المحفظة الاستثمارية الدولية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر غير المنتظمة، ويمكن توضيح ذلك باستخدام الشكل رقم (3-6) حيث يظهر نوعا من المخاطر نوعان من المخاطر، وهي المخاطر المنتظمة ، ويتم تمثيلها على شكل خط مستقيم مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين محفظة استثمارية دولية مهما يكن عدد الأوراق المالية أما المخاطر غير المنتظمة فهي تتناقص تدريجيا كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، حتى يصل عدد الأوراق إلى 15 ورقة مالية، حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة غير ذات جدوى في تخفيض هذه المخاطر¹.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق ص 171-172.

شكل (3-6) :تأثير التنويع على لمخاطرة المحفظة



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 172.

إن الايجابيات المترتبة على إضافة أوراق مالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة على المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة وأهم هذه السلبيات ما يلي :

- **صعوبة إدارة المحفظة:** الإدارة الفعالة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الأوراق المالية وذلك بهدف شراء أوراق وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى. وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية الدولية¹.
- **ارتفاع التكاليف :** بحيث أن مراقبة وتحليل أوضاع الأوراق المالية يتطلب تكاليف وكلما زاد عدد الأوراق المراقبة والمحللة زادت التكاليف الذي يتضمنها القيام لهذه الأعمال هذا من جهة، ومن جهة أخرى شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط وكلما زاد عدد هذه الأوراق زاد عدد العقود المترتبة عنها وبالتالي زيادة التكاليف المترتبة عن دفع عمولة الوسيط في كل عقد وفي الإجمال زيادة تكاليف تؤدي إلى تقليل العائد جراء عملية التنويع نفسها وبالتالي تصبح غير مجدية .
- **اتخاذ قرارات غير سليمة :** عملية التنويع الساذج قد تؤدي إلى عدم إمكانية التركيز عن اتخاذ القرارات بسبب عدم وجود الخبرة في كل القطاعات الإنتاجية ومخلف الأدوات الاستثمارية².

¹- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطرة: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، المرجع السابق، ص360.

²- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع السابق، ص 326.

2- تنوع ماركويتز

يقوم على مبدأ الأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بين عوائد الأوراق المالية عند تغير الظروف في السوق ومدى تأثير هذه العوائد بتلك التغيرات وطبيعة العلاقة بين التغير في العوائد نتيجة التغير في ظروف السوق، ولأخذ هذا الموضوع بعين الاعتبار لابد من استخراج معامل الارتباط بين العوائد المتحققة من الأوراق المالية الدولية المختارة، وبحسب معامل الارتباط بالصيغة التالية :

$$r_{A,B} = \frac{COV(A,B)}{\sigma_A * \sigma_B}$$

ويتراوح معامل الارتباط بين [-1 ، +1] فإذا كان :

- $r_{A,B} = 1$: ارتباط موجب: هذا يعني أن عائد الورقتين يتحركان في نفس الاتجاه وبنفس المقدار، أي إذا زاد أحدهما زاد الآخر والعكس بالعكس وفي هذه الحالة يكون أثر التنوع مفقودا بحيث أنه لا يجنبك المخاطر التي من أجلها كونت المحفظة .

- $r_{A,B} = -1$: ارتباط سالب : عائد الورقتين يتحركان في اتجاهين متعاكسين، ويعتبر مثال أسعار الأسهم والسندات مثلا حيا على هذا النوع من الارتباط، وتعتبر هذه الحالة أفضل حالات معامل الارتباط لتقليل المخاطرة، وبالتالي يكون هذا التنوع جيد .

- $r_{A,B} = 0$: عدم وجود ارتباط: هذا يعني أن عائد الورقتين ليس لهما أي علاقة بينهما فزيادة الأول لا يعني ازدياد أو نقصان الثاني والعكس، وهذه الحالة أيضا يكون لها تأثير قوي في تخفيض المخاطرة وبالتالي يكون التنوع بين هاتين الورقتين ناجح¹.

ثانيا : تحديد المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى

يخلص من المرحلة الأولى إلى حصر وتحديد الأوراق المالية المتاحة في الأسواق المالية الدولية وتحديد خصائص كل ورقة مالية ويقصد بكلمة خصائص تحديد معدل العائد المتوقع و معدل العائد المطلوب ودرجة المخاطر لكل ورقة مالية. كما يتم استبعاد الأوراق المالية المسعرة بأكثر من قيمتها وذلك بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ليكون متاح لدينا مجموعة من الأوراق المالية التي يجب الاختيار من ضمنها لتشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى. وينطوي تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى على عدة خطوات تتمثل أهمها في :

1- اختيار الأوراق المالية الدولية المسيطرة (الكفاءة):

تتمثل الخطوة الأولى في تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية في اختيار مجموعة الأوراق المالية الدولية المسيطرة- التي تنطبق عليها قواعد الهيمنة- من ضمن ما هو متاح من الأوراق المالية الدولية ثم

¹-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية ، المرجع السابق ، ص 123.

حصرها في مرحلة تحليل الاستثمارات. لانتهاء هذه الأوراق يتم الاعتماد على قواعد الهيمنة ورسم خط الحد الفعال والنموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية

1-1- قواعد الهيمنة

لقد تم اعتماد قاعدتين لاختيار الأوراق المالية وكذا المحافظ الاستثمارية الدولية المميزة أو المسيطرة (أي الأوراق المالية الدولية التي تهدف إلى تحقيق منفعة أكثر من غيرها) وهما كما يلي :

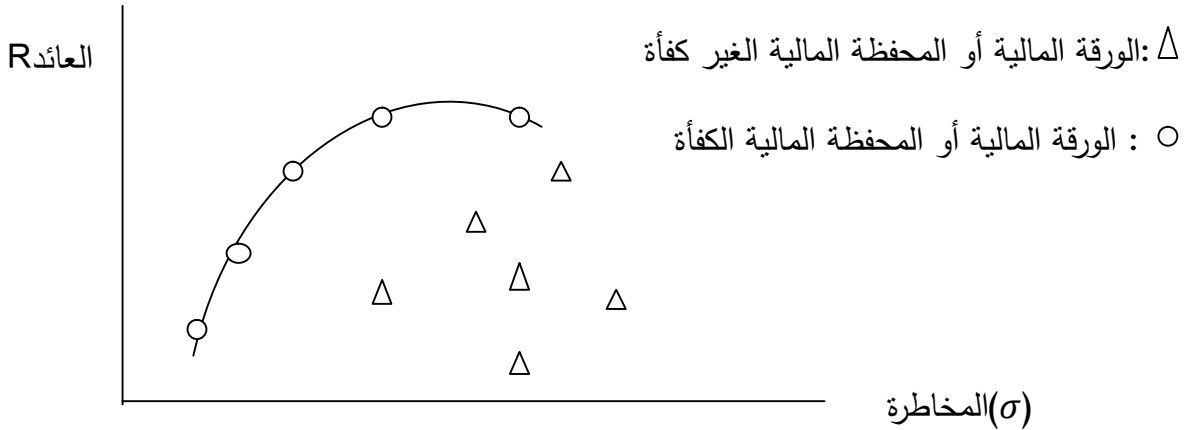
- تختار الورقة المالية الدولية الأقل خطورة عندما تتساوى العوائد .
- تختار الورقة المالية الدولية الأكبر عائد عندما تتساوى المخاطر .

هاتان القاعدتان تساعدان في رسم خط الحد الفعال للاستثمار في الأوراق المالية الدولية¹.

1-2- خط الحد الفعال

يعرف خط الحد الفعال على أنه الخط الذي يصل بين الأوراق المالية الدولية أو المحافظ الاستثمارية الدولية التي تنطبق عليها قواعد الهيمنة ويرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعين لتلك الأوراق المالية الدولية أو المحافظ الاستثمارية الدولية ، مع افتراض أن جميع الأوراق المالية الدولية المتاحة من نوع المخاطر حيث لا يوجد استثمارات خالية من المخاطر. ويعتبر أعلى حد يمكن أن يذهب إليه المدير الرشيد في خياراته².

الشكل (3-7) الشكل العام لمنحنى الخط الفعال



المصدر :غازي فلاح المومني ،إدارة المحافظ لاستثمارية الحديثة ،المرجع السابق،ص107

¹-غازي فلاح المومني، نفس المرجع ،ص 109.

²- دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، المرجع السابق ، ص162.

كما هو واضح الحد الفعال يقسم الأوراق المالية الدولية التي هي تحت الاختبار إلى قسمين رئيسيين قسم أعلى حيث الاستثمارات الكفوة أي تلك التي تحقق أعلى إشباع يستطيع أن يحصل عليه المستثمر، والقسم الثاني قطاع أدنى يقع تحت الحد الفعال واستثمارات غير كفوة حيث يتم استثناءها

إن عدد الأوراق المالية الدولية كبير واستخدام الأسلوب التقليدي في الاختيار يشوبه الصعوبات وعليه فإن البرامج الحديثة للكمبيوتر تقوم مقام العمل اليدوي¹.

1-3- النموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية الدولية

بعدما يتم الحصول على الأوراق المالية الدولية المسيطرة من خلال خط الحد الفعال. تخضع هذه الأوراق لاختبار آخر باستخدام النموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية الدولية ووفق هذا النموذج يتم ما يلي :

أ- تحديد الجزء من العائد المحقق على الورقة المالية الذي يزيد عن عائد الاستثمار الخالي من المخاطرة منسوبا إلى معامل بيتا لهذه الورقة ، وذلك من خلال معادلة مقياس تراينور (T) Trynor Ration.

$$TR = \frac{R_i - R_f}{B_i}$$

حيث :

TR:مقياس تراينور

R_i :عائد الورقة المالية

R_f :العائد الخالي من المخاطر

B_i :معامل بيتا للورقة المالية

ب- ترتيب الأصول على أساس مقياس تراينور ترتيبا تنازليا من الأعلى إلى الأسفل.

ج- تحديد نقطة الفصل (Cut-off point(C) لكل ورقة مالية دولية وذلك وفق المعادلة التالية² :

¹-شفيقي نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، المرجع السابق،ص95.

²-دريد كامل آل شبيب ،الاستثمار والتحليل الاستثماري ،المرجع السابق ،ص365-372

$$C = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - R_f) B_i}{\sigma_i^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^n \left(\frac{B_i^2}{\sigma_i^2} \right)}$$

حيث أن:

σ_m^2 : تباين مؤشر السوق، σ_i^2 : تباين عائد الورقة المالية، R_i : معدل عائد الورقة المالية.

B_i : المخاطر المنتظمة للورقة المالية، R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر.

د- اختيار الأوراق المالية الدولية التي تكون قيمة مقياس ترينور لديها أكبر من نقطة قطعها¹.

لتوضيح كيفية تطبيق هذه الخطوة نقترح المثال التالي :

مثال : لنفترض انه لدينا 20 ورقة مالية دولية، تظهر عوائدها المتوقعة ومخاطرها كما يلي:

الرقم	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
R_i %	20	16.5	36.5	45	20	10	41	28.5	12	33	31	45	20	28.5	14	36.5	20	31	43	38.5
σ_i %	22	20	50	70	40	30	60	55	45	40	35	95	65	30	30	65	70	75	65	55

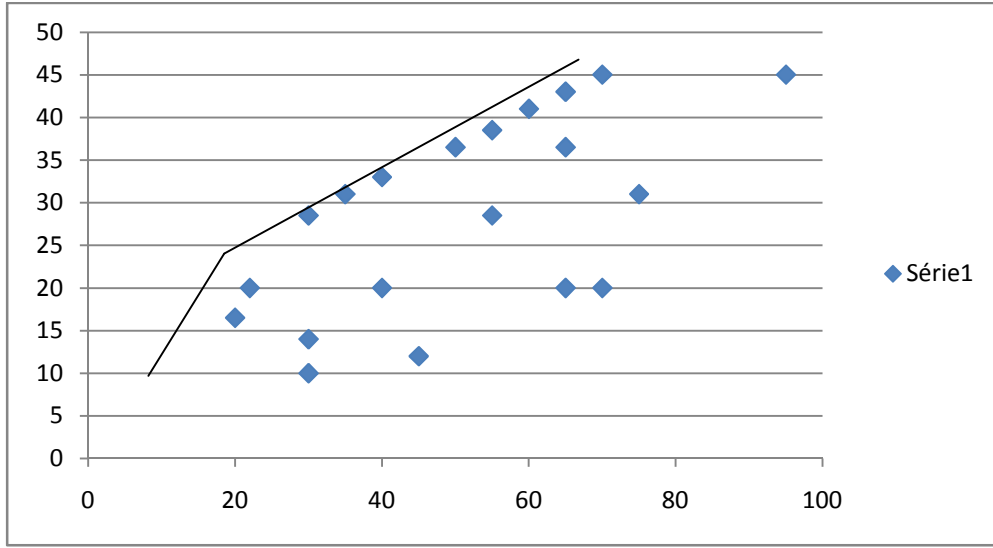
المطلوب : تحديد الأوراق المالية الدولية المسيطرة .

من أجل الوصول إلى الأوراق المالية المسيطرة يجب أولاً الحصول على الخط الفعال لهذه الأوراق

وذلك كما يلي :

¹-دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع السابق، ص370-372 -

الشكل (3-8) خط الحد الفعال للأوراق المالية الدولية



المصدر: من إعداد الطالبة

من خلال الشكل (3-8) الذي يوضح خط الحد الفعال للأوراق المالية الدولية التي قمنا بحصرها يتضح لنا وجود أوراق مالية يكون الاستثمار فيها فعالا وهي تلك الواقعة على خط الحد الفعال وأخرى الاستثمار فيها غير فعال وتقع أدنى خط الحد الفعال. وبالتالي فإن الأوراق التي سيتم اختيارها في هذه المرحلة هي الأوراق التالية: 17، 07 ، 03 ، 10، 14، 20، 19، 1، 11، 2.

ملاحظة : في الحياة العملية لا يوجد 20 ورقة فحسب بل هناك العديد من الأوراق المالية فقد وضعت برامج كمبيوتر تقوم بهذا العمل، إذ يكفي أن يزود الكمبيوتر بخصائص كل ورقة مالية (العائد، المخاطر) حتى يعطينا خط الحد الفعال لهذه الأوراق .

نلاحظ أن في هذه الخطوة لا يوجد دور المؤشرات الأسواق المالية الدولية، ونلاحظ في هذه الخطوة أيضا انه يتم اختيار الأوراق المالية الدولية بناء على تفضيلها بالنسبة لعائدها ومخاطرها الغير منتظمة والمقاسة ب σ . وعلمنا أن للورقة المالية مخاطر غير منتظمة ومنتظمة فانه كما تم اختيار الأوراق المالية الدولية المميزة من ناحية عائدها ومخاطرها الغير منتظمة، يتم التمييز بين هاته الأخيرة على أساس عائدها ومخاطرها المنتظمة ، وذلك وفق نماذج رياضية من أشهرها النموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية وقد تعرضنا لهذا النموذج بالشرح سابقا.

سنقوم الآن بتطبيقه على المثال الذي لدينا على أن نضيف المعطيات الخاصة بمعامل بيتا الذي يقيس المخاطر المنتظمة لكل ورقة مالية وتباين مؤشرات السوق. وبهذا تكون لدينا المعطيات التالية وهي موافقة للأوراق المالية الدولية المميزة التي تم التوصل إليها في الخطوة الأولى من اختيار الأوراق المالية الدولية.

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

20	19	04	14	11	10	7	3	2	1	الورقة المالية الدولية
0.8	1	1.5	1	0.8	2	1.5	1	0.5	0.6	بيتا
25	20	40	30	20	20	20	25	40	40	مؤشر السوق σ_m^2 %

ووفقا للنموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية ومعطيات المثال نتحصل على الجدول التالي :

$$R_f = 5\% \text{ مع العلم أن}$$

الورقة	σ_i	ρ_{ij}	ρ_{im}	TR	الترتيب	الورقة	C	القرار
1	20	0,6	22	25	41,87	20	19,22	مقبولة
2	16,5	0,5	20	23	38	19	25,58	مقبولة
3	36,5	1	50	31,5	32,5	11	25,42	مقبولة
7	41	1,5	60	24	31,5	3	25,36	مقبولة
10	33	2	40	14	26,67	4	25,62	مقبولة
11	31	0,8	35	32,5	25	1	25,47	مرفوضة
14	28,5	1	30	23,5	24	7	26,41	مرفوضة
4	45	1,5	70	26,67	23,5	14	26,19	مرفوضة
19	43	1	65	38	23	2	24,61	مرفوضة
20	38,5	0,8	55	41,87	14	10	21,54	مرفوضة

من خلال الجدول أعلاه تبين لنا انه تم اختيار خمسة أوراق مالية دولية وجد لديها قيمة مقياس ترانينور أكبر من نقطة القطع خاصتها وهذه الأوراق هي : 20، 19، 11، 03، 04.

قبل أن نمر إلى الخطوة الثانية من تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى يجب الإشارة إلى الدور الكبير الذي تلعبه مؤشرات الأسواق المالية الدولية في هذه الخطوة إذ نجدها تدخل في تركيبية مقياس ترانينور وكذا تركيبية نقطة القطع، وعليه يمكن القول أنه يتم الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار الأوراق المالية الدولية الأفضل.

2- تشكيل محافظ الأوراق المالية الممكنة

بعدما تحصلنا على الأوراق المالية الدولية الأفضل التي يمكن تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى منها، يكون لزاما على مدير المحفظة في الخطوة الثانية تحديد العدد الممكن من المحافظ من الأوراق المالية الدولية المتاحة لدينا وكذا تحديد الوزن النسبي لكل ورقة في المحفظة المشكلة وقد تحصلنا

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

في الخطوة السابقة على خمسة أوراق مالية دولية غير أنه في الواقع العملي يوجد العديد منها ونحن اعتمدنا على عينة صغيرة توضح خطوات اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية بأقل جهد ووقت ممكنين .

2-1- تحديد عدد المحافظ الممكنة

يقوم مدير المحفظة في هذه الخطوة بالتوليف بين الأوراق المالية للوصول إلى العدد الممكن تكوينه من المحافظ من الأوراق المالية المتاحة¹، ولتوضيح هذه الفكرة نطبق على الأوراق المالية المتاحة لدينا

أ- تحديد عدد المحافظ الممكنة والمكونة من ورقتين ماليتين دوليتين

عدد المحافظ المكونة من ورقتين					الورقة المالية المتاحة
20	19	11	4	3	3
				(3,4)	4
			(4,11)	(3,11)	11
		(11,19)	(4,19)	(3,19)	19
	(19,20)	(11,20)	(4,20)	(3,20)	20

يلاحظ أنه يمكن تكوين 10 محافظ كل منها تتكون من ورقتين ماليتين دوليتين.

ب- تحديد عدد المحافظ الممكنة من 3 أوراق مالية دولية

عدد المحافظ التي تتكون من 3 أوراق مالية دولية	الورقة المالية
(3,4,20)،(3,4,19)،(3,4,11)	3
(3,19,20)،(3,11,20)،(3,11,19)	4
(4,19,20)،(4,11,20)،(4,11,19)	11
(11,19,20)	19
	20

يلاحظ أنه يمكن تكوين 10 محافظ كل منها يتكون من 3 أوراق مالية دولية .

ج- تحديد عدد المحافظ التي تتكون من 4 أوراق مالية.

عدد المحافظ التي تتكون من 4 أوراق مالية دولية	الورقة المالية
(3,11,19,20)،(3,4,11,20)،(3,4,11,19)	3
(4,11,19,20)	4
	11
	19
	20

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، المرجع السابق، ص226

يلاحظ أن هناك أربعة محافظ يمكن تكوينها من أربعة أوراق مالية.

د- تحديد عدد المحافظ التي تتكون من 5 أوراق مالية

في هذه الخطوة ظاهر لدينا أن عدد المحافظ التي يمكن تكوينها من خمسة أوراق مالية دولية هو واحد لأنه لدينا 5 أوراق مالية دولية وعليه ستكون هذه المحفظة الأخيرة المكونة من جميع الأوراق المالية الدولية المتاحة لدينا¹.

2-2- تحديد الوزن النسبي لكل ورقة مالية في محافظتها

بعد تحديد المحافظ التي يمكن تكوينها من الأوراق المالية الدولية المختارة يقوم مدير المحفظة الاستثمارية الدولية بتحديد الوزن النسبي لكل ورقة مالية داخل كل محفظة، ذلك أن وزن الورقة المالية داخل المحفظة له تأثير كبير على عائد ومخاطر تلك المحفظة. وفي هذا الشأن يتم الاعتماد على النموذجين الرياضيين التاليين :

$$Z_i = \frac{B_i}{\sigma_i^2} \left(\frac{R_i - R_f}{B_i} - C_i \right)$$

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

المعادلة الأولى يتم من خلالها تحديد الوزن الترجيحي للورقة المالية². ونعتمد في تركيبها على المخاطر المنتظمة للورقة المالية بالإضافة إلى الفرق ما بين عائدها والعائد الخالي من المخاطر وهي علاوة المخاطر منسوبة إلى المخاطر المنتظمة، وجميع هذه العناصر مهمة في تحديد ربحية الورقة المالية وتحديد وزنها النسبي في المحفظة الذي ينعكس على مقدار رأس المال المخصص لها أما المعادلة التالية فهي نسبة مئوية تحدد الوزن النسبي للورقة المالية داخل المحفظة.

ولتوضيح الفكرة نقوم بالتطبيق على مثالنا السابق وذلك كما يلي : قبل البدء يجدر التذكير بأنه لدينا 25 محفظة استثمارية دولية نبحت عن وزن أوراقها المالية .

أ- حساب الوزن الترجيحي لكل ورقة مالية دولية

$$Z_3 = \frac{1}{25} \left(\frac{36,5-5}{1} - 25,36 \right) = 0,25$$

بنفس الطريقة نحسب الوزن الترجيحي لكل ورقة مالية فنحصل على النتائج التالية :

¹ - من إعداد الطالبة بالاعتماد على مرجع محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، ص226.

² - توريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع السابق ، ص: 372.

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

$$Z_4=0,03 ، Z_{11}= 0,5 ، Z_{19}=0,25، Z_{20}=0,68$$

ب- حساب الوزن النسبي لكل ورقة مالية دولية داخل محافظتها

$$- \text{المحفظة الأولى (3,4): } 0.25=Z_3 \quad 0.03= Z_4$$

$$\sum Z_i = 0,25+0,03= 0.28 \quad \text{ومنه:}$$

$$Z_3 = \frac{Z_3}{\sum Z_i} = \frac{0,25}{0,28} = 0,89 = 89\% \quad \text{وعليه}$$

$$Z_4 = \frac{Z_4}{\sum Z_i} = \frac{0,03}{0,28} = 0,11 = 11\%$$

بنفس الطريقة نحسب الأوزان النسبية لأوراق كل محفظة استثمارية دولية ونحصل على الجدول التالي¹

المحفظة	الأوراق المالية	الأوزان النسبية لكل ورقة مالية دولية
1	(4 ، 3)	$Z_3 = 89\%$ $Z_4 = 11\%$
2	(11 ، 3)	Z
3	(19 ، 3)	$Z_3 = 50\%$ $Z_{19}=50\%$
4	(20 ، 3)	$Z_3 = 27\%$ $Z_{20}=73\%$
5	(11،4)	$Z_4 = 6\%$ $Z_{11}=94\%$
6	(19 ، 4)	$Z_4 = 11\%$ $Z_{19}=89\%$
7	(20 ، 4)	$Z_4=4\%$ $Z_{20}=96\%$
8	(11،19)	$Z_{11} = 67\%$ $Z_{19}=33\%$
9	(20 ، 11)	$Z_{11} = 42\%$ $Z_{20}=58\%$
10	(20 ، 19)	$Z_{19} = 27\%$ $Z_{20}=73\%$
11	(11 ، 4 ، 3)	
12	(19 ، 4 ، 3)	
13	(20 ، 4 ، 3)	$Z_3=26\%$ $Z_4 = 3\%$ $Z_{20} = 71\%$
14	(19،11،3)	Z
15	(20 ، 11 ، 3)	Z
16	(20 ، 19 ، 3)	Z
17	(19 ، 11 ، 4)	Z
18	(4،11،2)	Z
19	(20 ، 19 ، 4)	Z
20	(20 ، 19 ، 11)	Z
21	(19،11،4،3)	Z
22	(20،11،4،3)	Z
23	(3،11،19،20)	Z
24	(20،19،11،4)	Z
25	(20،19،11،4،3)	Z

¹ -من إعداد الطالبة

نلاحظ أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد الوزن النسبي للأوراق المالية الدولية داخل المحفظة الاستثمارية الدولية بحيث يدخل في تركيب بيتا التي تدخل في تركيب القانون الذي يعتمد عليه في تحديد الوزن النسبي للأوراق المالية¹.

3- تحديد المحافظ الاستثمارية الكفاءة

تحدد المحافظ الاستثمارية الدولية من خلال رسم منحنى الحد الفعال الذي يربط بين المحافظ الاستثمارية الدولية التي تنطبق عليها قواعد الهيمنة².

ومن أجل رسم هذا المنحنى يقوم مدير المحفظة بحساب عائد ومخاطر كل محفظة استثمارية دولية وذلك كما يلي:

3-1- عائد المحفظة الاستثمارية الدولية

يتم حساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية الدولية وفقا للمعادلة التالية :

$$R_P = \sum_i^n W_i R_i$$

حيث:

R_P : عائد المحفظة الاستثمارية الدولية.

R_i : العائد المتوقع لكل ورقة مالية دولية³.

W_i : الوزن النسبي لكل ورقة مالية دولية داخل المحفظة.

على أن يؤخذ بعين الاعتبار عنصرين أساسيين هما:

- أسعار صرف العملات للبلدان التي تستثمر فيها المحفظة .

- معدلات التضخم في البلدان المستثمر فيها⁴.

¹ من إعداد الطالبة .

² - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي -والفني، المرجع السابق، ص: 229 .

³ - السيد البديوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي، عمان ، الأردن 2000، ص14.

⁴ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص: 195.

بالطبيق على مثالنا السابق نحصل على النتائج التالية، مع الإشارة إلى أن عوائد الأوراق المالية الدولية تم الأخذ بعين الاعتبار سعر صرف ومعدل التضخم مع التذكير أنه لدينا 5 أوراق مالية دولية و 25 محفظة¹.

المحفظة	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
العائد	37.44	32.82	39.75	37.96	31.84	43.22	38.76	34.96	35.35	39.72	33.32	40.07	38.18
المحفظة	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
العائد	35.38	35.54	39.03	35.4	35.62	39.87	36.64	35.64	35.74	36.63	36.85	36.77	

3-2-2- مخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية

تتطوي المحفظة الاستثمارية الدولية على نوعين من المخاطر: المخاطر المنتظمة وتقاس بواسطة معامل بيتا (B_p). ومخاطر غير المنتظمة وتقاس بواسطة الانحراف المعياري .

3-2-1- المخاطر المنتظمة للمحفظة الاستثمارية الدولية

المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة هي نفسها تلك التي تواجه ورقة مالية في شكلها الفردي تقاس المخاطر المنتظمة للمحفظة الاستثمارية بواسطة معامل بيتا وذلك وفق القانون التالي:

$$B_p = \frac{\sum_{i=1}^n V_i B_i}{\sum_{i=1}^n B_i}$$

حيث:

B_p : بيتا المحفظة

B_i : بيتا كل ورقة مالية داخل المحفظة

V_i : قيمة كل ورقة مالية دولية في رأسمال المحفظة² .

3-2-2- المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية الدولية

تمثل المخاطر غير المنتظمة تلك المخاطر التي تواجه المستثمر ويمكن أن يتجنبها بالتنوع وتقاس هذه المخاطر بواسطة الانحراف المعياري (σ) ذلك وفق الصيغة التالية :

¹ من إعداد الطالبة

² عبد النافع الزرري ، غازي فرح ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 2001 ص 85.

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_i^n W_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1, j=1}^n W_i W_j COV_{ij}}$$

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1, j=1}^n W_i W_j r_{i,j} \sigma_i \sigma_j}$$

حيث :

σ_P : المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية الدولية

$W_{i,j}$: وزن كل ورقة مالية دولية داخل المحفظة الاستثمارية الدولية

$\sigma_{i,j}$: المخاطر غير المنتظمة لكل ورقة مالية دولية

$r_{i,j}$: معامل الارتباط بين كل ورقتين دوليتين في المحفظة الاستثمارية الدولية¹.

وهذه الصيغة الرياضية ذات مضمون مبسط هو :

معدل مخاطر المحفظة : معدل مخاطر الأصول + معدل المخاطر المشتركة الناجمة عن التنوع

مما يعني أن مخاطر المحفظة لا تتمثل في تقلب عائد كل ورقة مالية دولية فقط، بل أيضا بمدى ارتباط تقلب عائد كل ورقة مالية دولية داخل المحفظة مع تقلبات الأوراق المالية الدولية الأخرى التي تتضمنها المحفظة². من هنا يظهر لنا أن مخاطر المحفظة تتأثر بمعامل الارتباط بين الأوراق المالية التي تحتويها لهذا ووفق نظرية ماركويتز ينبغي على مدير المحفظة أن يختار الأوراق المالية الدولية التي يكون معامل ارتباطها معدوماً أو سالبا وذلك من أجل تخفيض درجة مخاطر المحفظة .

مثال : إذا كانت لدينا محفظة مكونة من ورقتين ماليتين A و b وكانت خصائصها كما هو موضح في الجدول أدناه، أحسب مخاطر المحفظة في حالة معامل الارتباط يساوي (1) وفي حالة معامل الارتباط يساوي (0) ، وفي حالة معامل الارتباط يساوي (-1)³.

الورقة المالية	A	B
المخاطر (σ)	0,6	0,4
الوزن النسبي (W_i)	0,7	0,3

تكون النتائج كما يلي :

الحالة الأولى: $r=1$	$\sigma_P=54\%$
----------------------	-----------------

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص: 331

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص: 214، 208

³ - من إعداد الطالبة

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

$\sigma_p=44\%$	الحالة الثانية : $r=0$
$\sigma_p=30\%$	الحالة الثالثة : $r=-1$

وكما هو واضح من النتائج فإن معامل الارتباط السالب يؤدي إلى خفض حجم المخاطرة عند الاستثمار في الورقتين المالييتين معا.

بالإضافة إلى معامل الارتباط هناك عوامل أخرى من شأنها أن تؤثر على درجة مخاطر المحفظة هي كالتالي :

- عدد الأوراق المالية الدولية وقد تعرضنا لهذه النقطة بالشرح في مقام سابق .
 - الوزن النسبي لكل ورقة مالية إذ الوزن النسبي لكل ورقة مالية دولية داخل المحفظة من شأنه أن يخفض أو يزيد من درجة مخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية¹. ولتوضيح ذلك نقتح المثال التالي :
- مثال : لدينا محفظة استثمارية مكونة من ورقتين مالييتين A و B وكانت خصائصها كما هو موضح في الجدول مع الإشارة إلى أن معامل الارتباط هو - 0.5 ، أحسب مخاطر المحفظة حسب تغير الوزن النسبي للورقتين المالييتين.

الورقة المالية	A	B
المخاطر	0.6	0.4

الحل:

$\sigma_p=30\%$	الحالة الأولى	$W_B=80\%$ $W_A=20\%$
$\sigma_p=26\%$	الحالة الثانية	$W_B = 50\%$ $W_A=50\%$
$\sigma_p=45\%$	الحالة الثالثة	$W_B=20\%$ $W_A=80\%$

من خلال تحليل نتائج المثال يظهر لنا أن للوزن النسبي للأوراق المالية داخل المحفظة تأثير على درجة مخاطر المحفظة، ومن أجل هذا فقد تم وضع قانون لتحديد الوزن النسبي الأمثل للأوراق المالية الدولية داخل المحفظة الاستثمارية الدولية وقد تعرضنا له سابقا.

بما أننا انتهينا من العوامل التي من شأنها أن تؤثر على مخاطر المحفظة نعود الآن إلى حساب مخاطر المحفظة لمثالنا التطبيقي لأننا سنحتاج لهذه المعطيات خلال بحثنا عن المحفظة الكفوة وعليه تكون نتائج مخاطر المحافظ التي بحوزتنا كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص: 122

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

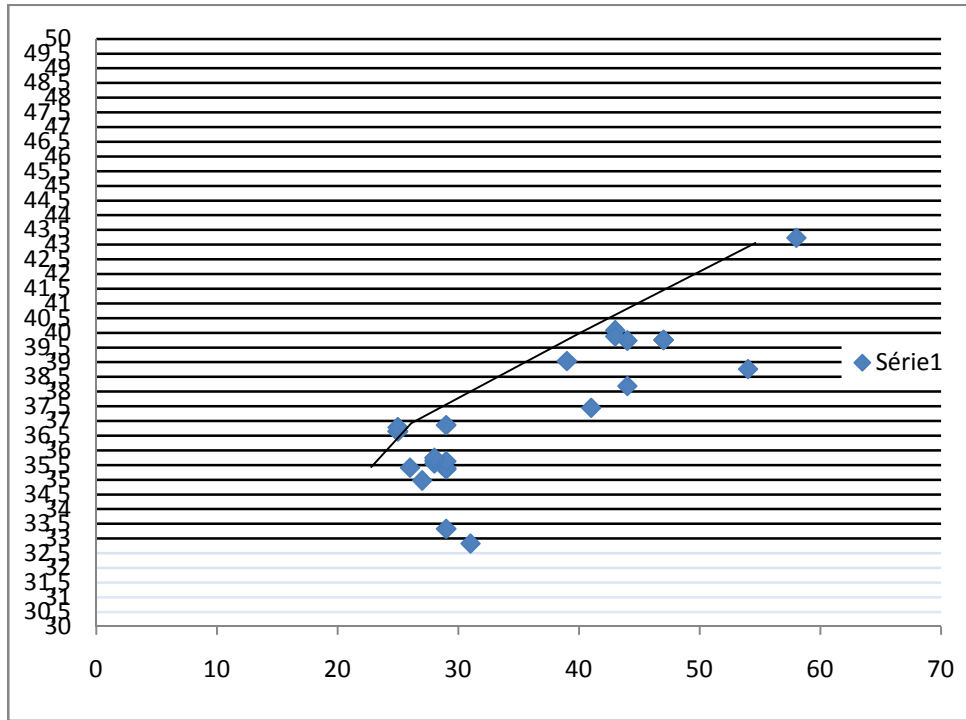
13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	المحفظة
44	43	29	44	29	27	54	58	33	45	47	31	41	المخاطر
	25	24	23	22	21	20	19	18	17	16	15	14	المحفظة
	25	29	25	28	28	25	43	29	26	39	28	29	المخاطر

مع العلم أن معاملات الارتباط بين الأوراق المالية الدولية التي لدينا هي كما يلي:

								$r_{3,19}$	$r_{3,11}$	$r_{3,4}$		
	0	-0.4	-0.3	0.3	0	0	0.2	0.3	0.2	0.5-	معاملات	
											الارتباط	

بتوفر خصائص(العائد، المخاطر) كل محفظة استثمارية دولية نستطيع الآن رسم الحد الفعال لهذه المحافظ لنحصل على أيها أكفء للاستثمار فيها، و ذلك وفق قواعد الهيمنة كما قلنا سابقا. و عليه نحصل على الشكل التالي الذي نتبين من خلاله مجموعة المحافظ الكفوة التي هي كما يلي:

المحفظة: 12، 6، 17، 24، 16، 19



بهذا نتحصل على ستة محافظ كفوة، لكن بطبيعة الحال لن يقوم المدير بالاستثمار فيها بل عليه أن يختار واحدة منها، وذلك هو ما سنتعرف عليه في الخطوة التالية¹.

¹ - من إعداد الطالبة.

4- المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى

المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متوازنة من الأصول الاستثمارية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر¹. يظهر لنا من خلال هذا التعريف أن المحفظة الاستثمارية الدولية لكي تكون مثلى ينبغي أن تحقق أهداف المستثمر، ومن المعلوم أن أهداف المستثمرين تختلف لتختلف بذلك أنماطهم إذ نجد مستثمر متحفظ و مستثمر محايد و مستثمر مضارب و ذلك كما بيناه سابقا. مما يعني أن المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى تختلف باختلاف هذه الأنماط بهذا فإنه من أجل تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى من ضمن الكفوة المتوفرة سيتعين مدير المحفظة بمفهوم اقتصادي معروف هو مفهوم منحنيات السواء².

4-1- منحنيات السواء

يستخدم منحنى السواء لتحديد سلوك المستثمر في اختيار المحفظة و هو عبارة عن الخط الذي يصل النقاط التي يكون تخوف المستثمر فيها من المخاطر و رغبته في العوائد متساوية و جميع هذه النقاط تكون بالنسبة له واحدة. و يتم رسم هذه المنحنيات عن طريق جدل المنافع من خلال الإجابات التي يقدمها المستثمر عن الأسئلة التي تحدد رغبته في قبول مخاطرة معينة مقابل عائد معين³. بما أنه لدينا ثلاثة أنواع من المستثمرين كما تم توضيحه سابقا فإنه من الطبيعي أن تكون ثلاثة أنواع من منحنيات السواء وذلك كما يلي :

¹ - محمد مطر، فايز نيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 206.

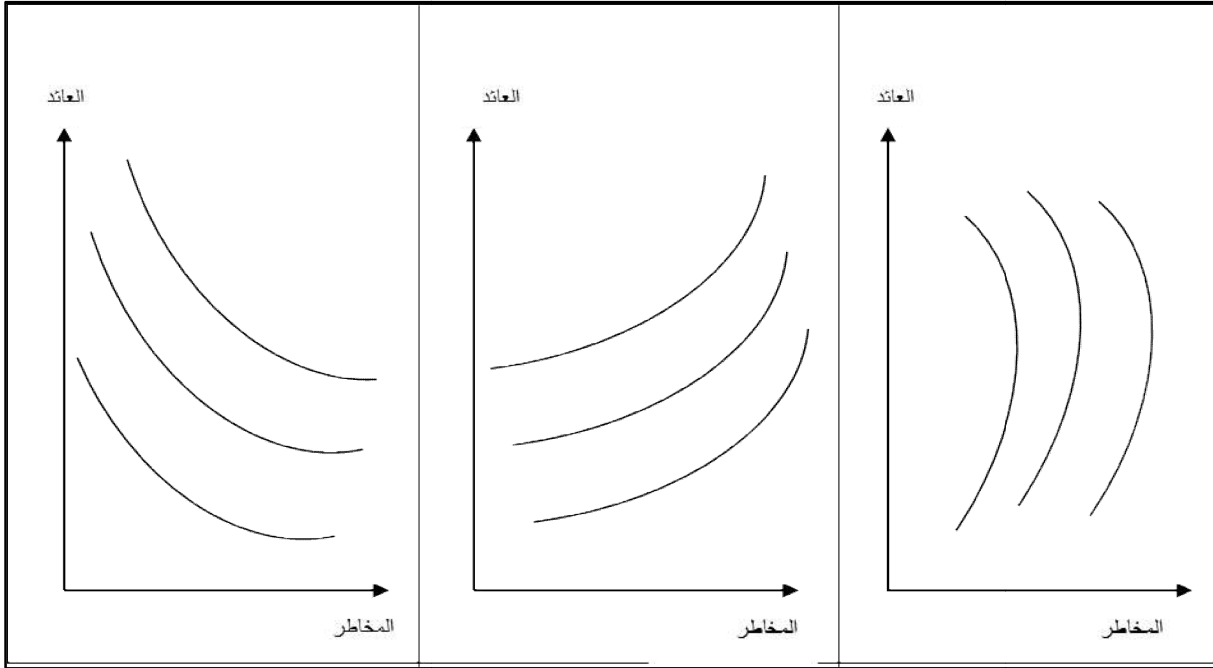
² - ريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، المرجع السابق، ص: 355.

³ - محمد عبد الحميد عطية ، الاستثمار في البورصة : سوق المال ، التحليل الأساسي ، التحليل الفني ، أدوات التحليل المالي ، مؤشرات أداء

السوق ، اتجاهات الأسعار ، محفظة الاستثمار، المرجع السابق، ص 420.

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

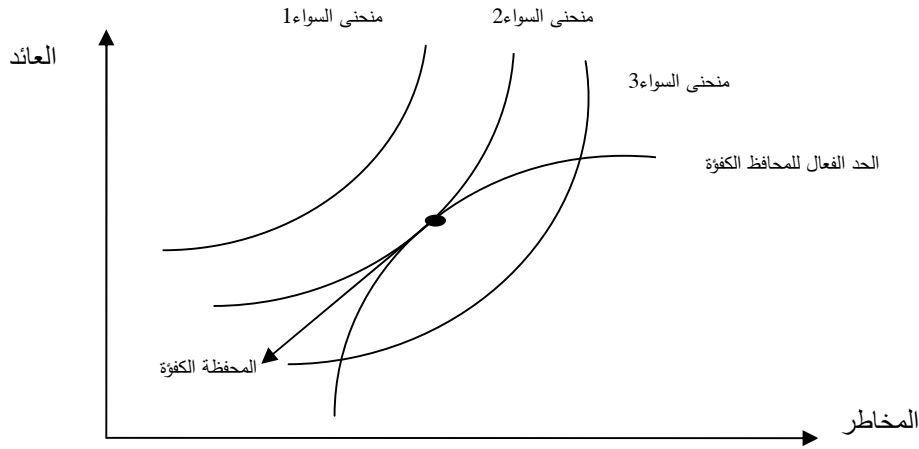
شكل (9-3) خريطة سواء المستثمر المحايد شكل (10-3) خريطة سواء المتحفظ شكل (11-3) خريطة سواء المستثمر المضارب



المصدر : غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق ، ص 106.

بعد تحديد مفهوم منحنيات السواء وتبيان أشكالها، نرجع إلى كيفية استفادة مدير المحفظة من هذه المنحنيات بحيث أن هذا الأخير يتمكن من تحديد المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى للمستثمر من خلال النقطة التي يحدث فيها تماس بين أحد منحنيات السواء أو منحنى الحد الفعال للمحافظ الكفوة التي بحوزته. كما يوضح الشكل التالي على افتراض أن المستثمر متحفظ للمخاطر، والذي يوضح تحديد المحفظة المثلى على أساس العائد .

الشكل (3-12) منحنى الحد الفعال للمحافظ الكفأة



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، ص 227.

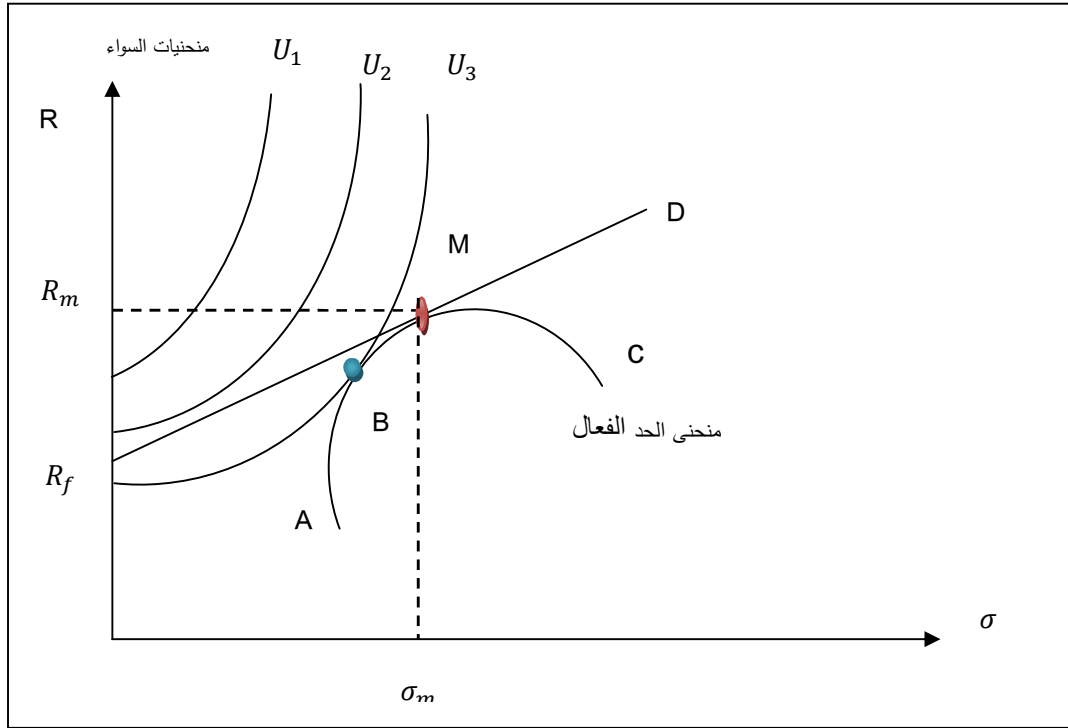
من الشكل تجدر الإشارة إلى أن مدير المحفظة إذا لم يجد المحفظة المثلى في منحنى سوائه الأول فإنه ينزل إلى الثاني وهكذا وذلك كما هو موضح في الشكل.¹

4-2- محفظة الاستثمار الدولية المثلى والتوازن في سوق رأس المال الدولي

تحدد محفظة الاستثمار المثلى بنقطة التماس بين خط الحد الفعال وأعلى منحنى سواء للمستثمر هذا عندما تكون تلك المحفظة تضم الأصول المخاطرة فقط، أما إذا كانت تحتوي خليط بين الأصول المخاطرة وأصول عديمة المخاطرة فإن المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى تتحدد بتماس الحد الفعال مع خط سوق رأس المال. مما يمكن المستثمر من الانتقال إلى منحنى سواء أعلى إذ أن الجمع بين الاستثمار في الأوراق المالية الدولية المخاطرة وأخرى غير مخاطرة يقدم فرص استثمارية جديدة تقع على الخط المستقيم الذي يبدأ من R_f ويلامس مجموعة المحافظ الكفوءة عند النقطة M .

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، المرجع السابق، ص 227.

الشكل (3-13): المحافظ التي يمكن الحصول عليها



المصدر :دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع السابق، ص 374.

يظهر من خلال الشكل البياني أن محفظة الاستثمار الواقعة على الحد $R_f M D$ تتفوق على مثيلاتها على الحد الفعال $M B M C$ باستثناء M لأنها مشتركة بينهما عند نقطة التماس. هذا يعني أن كافة المستثمرين في سوق رأس المال يستثمرون في المحفظة الاستثمارية M مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأدوات الاستثمارية التي تتألف منها تلك المحفظة ثم انخفاض عوائدها مقارنة بعوائد أدوات أخرى التي تتخفف أسعارها وترتفع عوائدها مما يجعلها أكثر إغراء للاستثمار، مما يؤدي إلى إعادة تكوين المحفظة الاستثمارية M بإدخال أدوات جديدة فيها وتستمر عملية التعديل في الأدوات التي تتكون منها المحفظة M إلى أن يتم الوصول إلى التوازن في سوق رأس المال ويتحقق التوازن للمحفظة وتصبح شاملة لجميع الأدوات الكفوة في السوق المالي الدولي كل أداة بنسبة قيمتها السوقية إلى إجمالي القيمة السوقية لكافة الأدوات. لذلك تسمى المحفظة M بمحفظة السوق (Market Portfolio) لأنها تحتوي على كافة فرص الاستثمار الكفوة المتاحة وأن العائد المتوقع على حفية السوق هو R_m ومخاطر العائد σ_m ¹.

¹ -دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع السابق، ص 375-377.

- خط سوق رأس المال :

إذا رجعنا إلى المنحنى $R_f MD$ الذي هو عبارة عن موقع محفظة الاستثمار الكفوة فإنه يسمى أيضا بخط سوق رأس المال (CML). ويعرف هذا الأخير على أنه خط مستقيم يمثل العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر للمحافظ الكفوة سواء تحتوي على أصول عديمة المخاطرة أو أصول ذات مخاطر. إذا كانت المحفظة تتكون من أصول خالية من المخاطر فقط فإن معدل العائد سيكون عند العائد الخالي من المخاطر (R_f) أما إذا كانت المحفظة ذات أصول لها مخاطر فالمستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطر. Riskpremium. ويعبر عن خط سوق رأس المال بالعلاقة التالية :

$$R_p = R_f + \sigma_p \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$$

حيث:

R_p : العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية الدولية

R_m : العائد المتوقع لمحفظة سوق رأس المال الدولي (أحد مؤشرات الأسواق المالية الدولية)

σ_m : الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق (أحد مؤشرات الأسواق المالية الدولية)

σ_p : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الاستثمارية الدولية

R_f : العائد الخالي من المخاطر .

وهي نفس العلاقة التي تعكس العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند التوازن، ويقصد بالتوازن الحالة التي يقع فيها توازن بين مخاطر المحفظة والعائد المتوقع لها .

إذا كان العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية الدولية أقل من نتيجة هذه المعادلة فإن المحفظة تعد غير كفوة ويجب العمل على تغيير مكوناتها¹ .

من خلال ما سبق نلاحظ أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى، بحيث تدخل المعطيات الخاصة بهذه الأخيرة في المعادلات التي يتم بها تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى وكذا في الرسم البياني. بهذا يكون مدير المحفظة الاستثمارية الدولية قد توصل إلى تحديد المحفظة الاستثمارية الدولية التي يستثمر فيها . ولا يبقى له إلا تحديد الوقت المناسب لشراء أصول

¹ -يريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص192

هذه المحفظة وذلك ما سنتعرف عليه في الخطوة الموالية. قبل ذلك يجب التذكير بالدور الفعال الذي تلعبه مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي بحيث من خلال الاستعانة بها يمكن تحديد الأوراق المالية الكفوة التي يمكن ضمها إلى المحفظة الاستثمارية الدولية هذا من جهة، وتحديد الأوزان النسبية لهذه الأوراق في المحفظة الاستثمارية الدولية من جهة أخرى. وهتان النقطتان تشكلان جوهر قرار المزج الرئيسي

المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار التوقيت الاستثماري

يشكل قرار التوقيت الاستثماري الأساس الثاني لمرحلة اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية ذلك أنه بعد تعرف مدير المحفظة على ماذا يشتري كأساس أول يكون لزاما عليه تحديد متى يشتري ؟ جواب هذا السؤال يشكل أهمية كبرى بحيث يمكن مدير المحفظة من الشراء بأقل ثمن والبيع بأكبر ثمن مما يعني تحقيق الأرباح وتجنب الخسائر. ومن أجل هذا يعتمد مدير المحفظة على تقنيات التحليل الفني الذي سنتعرف عليها فيما يلي دون أن ننسى تبيان ما إذا كان لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في الوصول إلى قرار التوقيت الاستثماري.

أولاً: ماهية التحليل الفني

يعد التحليل الفني أمراً لا بد من القيام به من قبل كل مستثمر في الأسواق المالية الدولية، ذلك أنه يرشده إلى التوقيت المناسب للشراء والبيع . لهذا ينبغي معرفة فحواه والتمكن من تقنياته حتى يتسنى بلوغ الهدف المرجو منه، وعليه سنحاول فيما يلي التعرف على مفهوم التحليل الفني واقتراضاته¹.

1- مفهوم التحليل الفني للأوراق المالية الدولية

التحليل الفني هو دراسة حركة سوق الأوراق المالية الدولية باستخدام الرسوم البيانية من حيث السعر وحجم التعاملات. سواء على مستوى سوق الأوراق المالية الدولية الكلي (مؤشرات الأسواق المالية الدولية) أو الأوراق المالية الدولية الفردية، وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، وأحياناً يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض على أوراق مالية دولية معينة أو السوق بأكمله².

¹-من إعداد الطالبة

²-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة،الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر،2007،ص121،119

2- افتراضاته

يقوم التحليل الفني على عدة افتراضات أهمها ما يلي :

- تتحدد القيمة السوقية (سعر) أي ورقة مالية دولية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب : مما يعني أن العامل المحدد للسعر في لحظة معينة هو مدى الفائض أو النقص في الطلب على الأوراق المالية الدولية وهذا مرتبط بحالة التفاوض أو التفاوض السائدة في تلك اللحظة .

- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة: حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية والاقتصادية والسياسية للورقة المالية والتي تنعكس أثارها على سلوك المستثمرين بالسوق وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة . ولهذا فإن التحليل الفني يرى بأن الأسعار تعكس ظروف العرض والطلب وكل ما يؤثر في السوق وأنه ليس بحاجة إلى مزيد من البحث في هذه العوامل أو إعطاء أي تقدير شخصي لها . وعليه فإن التحليل الفني لا يهتم بالأسباب (causes) التي أدت إلى تحرك الأسعار وإنما ينصب اهتمامه على دراسة الآثار حيث يدرس حركة الأسعار ذاتها من حيث المقدار والمدى والمدة التي استغرقتها وحجم التداول وأثر هذه الحركة على وضع السوق عامة والتي منها يستطيع أن يتوقع الاتجاه المستقبلي¹.

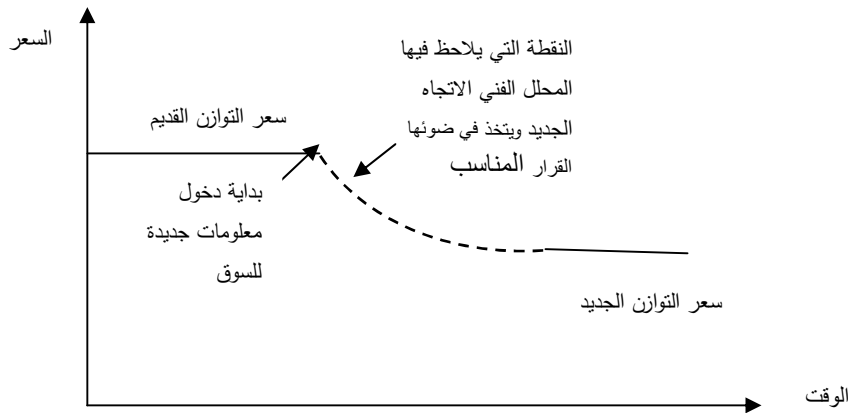
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار ، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة الأسباب .

- الأسعار تتحرك في شكل اتجاهات Trends. والأفراد يتأثرون بما يحدث في السوق ، وهم يتبعون غيرهم أو ما يسمى غريزة القطيع the herd instinct، وهذه الاتجاهات تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها لفترة طويلة نسبيا ويرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر في العرض والطلب لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية معينة ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل إلى المستثمرين . حيث تصل إلى بعض المستثمرين مبكرا قبل غيرهم وبذلك يحققون أرباحا أو خسائر أقل وبعد ذلك تنتشر المعلومات فيتبعهم الجمهور. فيكفي أن تبدأ الأسعار في الارتفاع حتى يقبل الجمهور على الشراء أو الانخفاض فيتجهون إلى البيع وهكذا فإن

¹-عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني لأسواق المالية، ط3، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص6

فكرة الاتجاه راسخة في سلوك المستثمرين¹. كما أنه في ظل وجود مجموعات مختلفة داخل السوق تستقبل المعلومات وتبيع وتشتري الأوراق المالية وفقا لهذه المعلومات فان سعرها يتحرك نحو نقطة التوازن الجديدة. ولذلك لا يتوقع الفنيون أن يكون سعر التوازن الجديد بنفس السرعة التي يتوقعها المحللون الأساسيون ولكن فكرتهم تقوم على أن يتم الانتقال بالسعر التوازن بالتدرج والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات. ويوضح الشكل التالي هذا الأمر².

الشكل(3-14): العلاقة بين المعلومات و سعر الورقة المالية



المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق، ص125

- التاريخ يعيد نفسه، فالطبيعة الإنسانية واحدة وتميل إلى التفاعل مع المواقف بطرق ثابتة ولذلك فإن التحليل الفني يحاول أن يستخلص من تراكم البيانات عن طبيعة نقاط تحول السوق السابقة أنماطا لسلوك السوق ويحاول استخدامها في المستقبل³.

ثانيا: نظريات ونماذج التحليل الفني

توجد العديد من النظريات والنماذج التي تفسر حركة الأسعار في التحليل الفني من أهمها نظريتي داو والبيوت ونموذج دورة السوق .

¹-محمد صالح الحناوي، نهال فريد عنبر، جلال إبراهيم، المرجع السابق، ص80

²-طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص124

³-أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لإغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر

2006، ص98

1- نظرية داو

تعد نظرية داو بمثابة الجد لجميع دراسات التحليل الفني بحيث أن أي نقاش عن التحليل الفني يجب أن يبدأ بدراسة نظرية داو لأنها أول الأعمال التي اهتمت بهذا الأمر .

1-1- الافتراضات الأساسية لنظرية داو

تقوم نظرية داو على ستة افتراضات هي:

1-1-1- المتوسطات تلغي كل شيء

يقصد بالمتوسطات مؤشرات الأسواق المالية الدولية ، بحيث تعتبر هذه الأخيرة أنها تعكس كل شيء معروف لدى كل الأطراف في السوق ذلك أنها تقيس تحركات الأوراق المالية الدولية لمجموعة من أهم وأكبر الشركات ارتفاعا وانخفاضا الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهاته¹ .

1-1-2- يتكون السوق من ثلاثة اتجاهات

وصف داو حركة المؤشرات بأنها تتحرك في اتجاهات تشبه تحركات الماء . وافترض وجود ثلاثة أنواع من الحركة تحدث في ذات الوقت بمرور الزمن وذلك كما يلي:

أ. الاتجاه الأساسي

يشبه بالمد والجزر في المحيط ، ويمثل حركة المؤشر العامة لأعلى وأسفل وتستمر عادة لمدة أكثر من سنة ويمكن أن تبقى لعدة سنوات . وأنه طالما أن كل سعر للمؤشر يصل إلى مستوى أعلى من الذي قبله وكل انعكاس في السعر يتوقف عند مستوى أعلى من الانعكاس الذي قبله فمعنى ذلك أن الاتجاه الرئيسي هو ارتفاع الأسعار وهو ما يسمى بالسوق الصاعدة، والعكس من ذلك فإن الاتجاه الرئيسي يدخل في فترة من الانعكاس الرئيسي عندما تكون نقاط القاع أدنى من السابقة لها وآخر قيمة للسعر تكون أدنى من التي سبقتها فهذا يعني أن السوق هابطة. ويهتم المستثمر بالاتجاه الرئيسي (على المدى الطويل) ويكون هدفه شراء الأوراق المالية مبكرا بقدر الإمكان في سوق الصعود عندما يتأكد أنها بدأت ويحتفظ بها حتى يصل إلى نهاية سوق الصعود ويبيع عندما تبدأ السوق في الهبوط² .

ب. الاتجاهات الثانوية

تشبه بالأمواج ، وتستغرق بين 3 أسابيع و ثلاثة أشهر وهي اتجاهات متوسطة تمثل رد الفعل العام الذي يفترض تقدم الأسعار في الاتجاه الرئيسي .

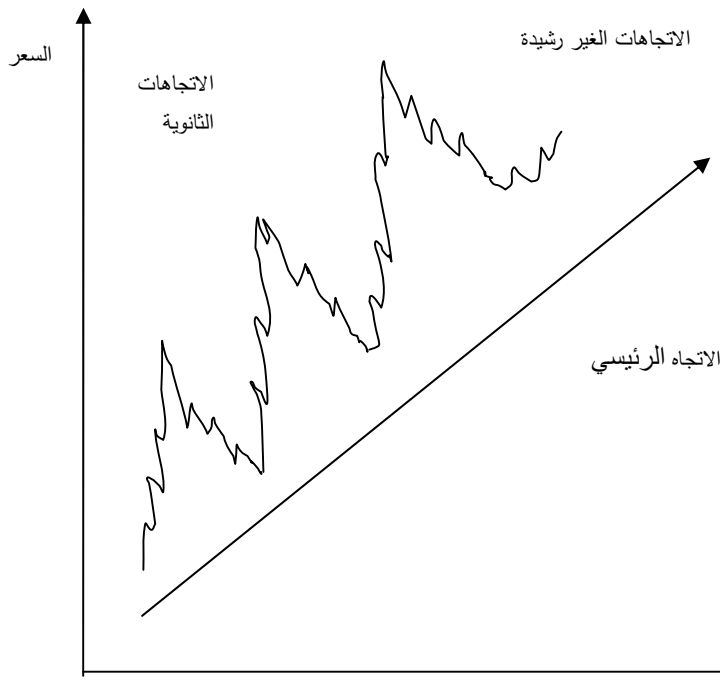
¹-محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني ، المرجع السابق ، ص 131 .

²-طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، المرجع السابق ، ص 147

ج. الاتجاهات غير الرشيدة

تشبه بالتموجات الصغيرة أو خريز المياه وهي اتجاهات قصيرة الأجل وتتمثل في تحركات الأسعار خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع وترى النظرية أن هذه الاتجاهات غير هامة¹. ويمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة. الشكل التالي يبين الاتجاهات الثلاث للسوق .

الشكل (3-15):الاتجاهات الثلاثة للسوق



المصدر :محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني المرجع السابق ، ص 132.

1-1-3- الاتجاه الأساسي له ثلاث مراحل

تقول نظرية داو أن الاتجاه الأساسي له ثلاثة مراحل كما يلي:

أ. حالة السوق الصعودي: وتضم المراحل التالية :

- المرحلة الأولى : مرحلة التجميع وهي الفترة التي يتم فيها شراء الأوراق المالية من قبل مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين وتحدث عادة قرب نهاية الاتجاه الرئيسي للنزول .
- المرحلة الثانية :مرحلة يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل و أرباح الشركات بدأت في لفت الأنظار .

¹-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية، وأسواق المال، المرجع السابق، ص427.

- المرحلة الثالثة: مرحلة التوزيع : فيها يغلي السوق بالنشاط ، كما أنه خلال هذه المرحلة يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة.¹

ب. حالة السوق الهبوطي :وتضم المراحل التالية :

- المرحلة الأولى :مرحلة التخلص من الأوراق المالية (وتبدأ في المرحلة الأخيرة من السوق الصعودي) إلا أن حجم التداول يظل مرتفعا ولكنه يتجه نحو التقلص إلا أن علامات الإحباط تبدأ في الظهور .

- المرحلة الثانية:مرحلة الذعر : فيها يقل عدد المشتريين ويزيد عدد البائعين ، والاتجاه الهبوطي في الأسعار يسرع فجأة وتتجه الأسعار نحو النزول رأسيا . وبعد مرحلة الذعر هناك مرحلة استرداد أو تصحيح طويلة تبدأ بعدها المرحلة الثالثة .

- المرحلة الثالثة:تتميز ببيع غير مشجع من المستثمرين الذين ظلوا أثناء مرحلة الذعر، وتبدأ أخبار الأعمال في التدهور، وتكون حركة نزول الأسعار أقل سرعة.

وينتهي السوق الهبوطي عادة عندما يستوعب السوق كل الأخبار السيئة والتوقعات الرديئة .

1-1-4- ضرورة أن تعزز المتوسطات بعضها البعض

بمعنى أن تشير إلى نفس الاتجاه وتتجه نحو نفس الهدف بحيث يثبت كل منها صدق الآخر حتى تكون التغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث فارتفاع مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) يجب أن يكون مصحوبا بارتفاع مؤشر داو جونز للنقل (DJT) وهو ما يمليه المنطق والتحليل الاقتصادي السليم فزيادة المنتجات بالمصانع تستدعي زيادة حركة النقل لتوصيلها إلى المستهلكين خلاف ذلك معناه أن تصبح بضاعة راكدة مكدسة بالمخازن. وبالعكس من ذلك فإن الانخفاض في كل من المعدلين يشير إلى سوق هابط تمام وإذا كانت هذه المؤشرات تتحرك في اتجاهات عكس بعضها فإن السوق غير مطمئن لاتجاه أسعار الأوراق المالية الدولية المستقبلية ، وإذا بدأ أحد المؤشرين بالانخفاض بعد فترة من الصعود المتواصل فإن المؤشرين يكونا على خلاف وهذا يعني أن المؤشر الآخر إجمالا يستمر في الارتفاع والاحتمال الأكبر أن يبدأ في الانخفاض سريعا ، وهذا يكون إشارة لبدء السوق الهبوطي وينبغي على المستثمر أن يبيع أوراقه المالية الدولية والعكس بالعكس.

¹-عبد المجيد المهيلمي ،التحليل الفني للأسواق المالية ،المرجع السابق،ص190.

1-1-5- يجب أن تؤكد (تعزز) أحجام التعامل volume اتجاه الأسعار

أي أن الحجم يجب أن يزداد مع مضي الأسعار في اتجاهها الرئيسي ، وهي ملاحظة تتفق مع المنطق الاقتصادي السليم . فالأسعار تحتاج إلى قوة تدفعها لكي تتحرك في اتجاه معين ويعتبر حجم التداول volume القوة المحركة للأسعار ، وبالرغم من أن حجم التداول مؤشر مهم إلا أنه يظل مؤشرا ثانويا فالاهتمام الأساسي للفني يجب أن ينصب في المقام الأول على حركة الأسعار نفسها¹

1-1-6- يظل الاتجاه الأساسي فعالا إلى أن يعطي إشارة انقلاب واضحة

يعرف الاتجاه الصاعد بأنه سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الارتفاعات الضئيلة ، ولكي يعكس الاتجاه الصاعد نفسه فلا بد أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عالي أو ارتفاع واحد منخفض يساعد على إمكانية التنبؤ باتجاه هابط ، وكذلك الحال بالنسبة للاتجاه الهابط.

2- نظرية الموجات لـ إليوت

ترجع نظرية الموجات إلى رالف نيلسون إليوت (Ralph Nelson Elliott) (1871-1947) الذي استخلص من دراسته المستفيضة لحركة أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك أن هناك إيقاعا معيناً يحكم حركتها ، وهو نمط مكون من خمسة أمواج إلى الأعلى وثلاثة موجات إلى أدنى مجموعها ثماني موجات. وملاحظة هذا النمط وتحديد أمواجه يمكننا من التنبؤ بحركة السوق حيث أنه عندما تنتهي الخمس موجات الصاعدة ستليها ثلاث موجات هابطة والعكس صحيح. ذلك هو أساس مبدأ الموجة فحركة الأسعار تتكون من مجموعة مكونة من ثماني موجات تنقسم إلى :
- خمس موجات في الاتجاه الرئيسي (سواء إلى أعلى أو أسفل) .
- ثلاث موجات في الاتجاه المعاكس (إلى أدنى أو أعلى) عبارة عن حركة تصحيحية تتراجع فيها الأسعار².

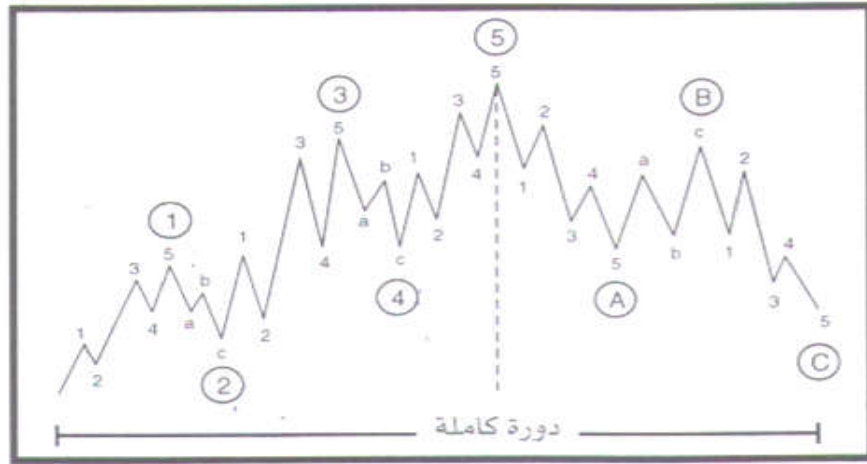
2-1- أسس نظرية إليوت

يرتكز مبدأ الموجة على مجموعة من الأسس المهمة هي :
- تتكون حركة السوق الصاعدة من ثماني موجات تنقسم إلى مجموعتين :
المجموعة الأولى تكون الطور الرقمي numbered phase وتحتوي على الموجات من 1 إلى 5
والمجموعة الثانية تكون الطور الحرفي lettered phase وتحتوي على الموجات C . B . A .

¹ - عبد المجيد المهيلمي ، نفس المرجع ، ص 190 .

² - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأسهم والسندات ، المرجع السابق ، ص 86-87.

- الموجتان A و C تتجهان إلى أسفل ، أما الموجة B فتتجه إلى أعلى.
- الموجات 1 ، 3 ، 5 كلها صاعدة وتعرف بالموجات الدافعة IMPLUSE WAVES.
- الموجتان 2،4 التصحيفيتان حيث أنهما تصححان كل من الموجتين الأولى والثانية على التوالي .
 - بانتهاء الطور الرقمي يبدأ الطور الحرفي الذي يصححه بالكامل .
 - الموجات التصحيحية Corrective waves عددها ثلاث موجات فقط ولا يمكن أن تكون بأي حال من الأحوال خمسا .
 - كثيرا ما تطول extend إحدى الموجات الدافعة ، وعندما يحدث ذلك فإن الموجتين الدافعتين الأخريين غالبا ما تتساويان في مدتهما ومداهما waveequality in Time and magnitude
 - جميع الموجات جزء من موجات أكبر بدرجة أعلى ، كما أن كل موجة تتكون من موجات أقل¹.
- الشكل (3-16) : يوضح موجة إليوت



المصدر : عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص 206 .

3- نموذج دورة السوق وتحديد الاتجاه

يمثل نموذج دورة السوق وتحديد الاتجاه نمودجا لتتبع الاتجاهات السلوكية النمطية للسعر ، وقدرة المتعاملين من مختلف التوجهات (مستثمر، مضارب) الاستفادة من ضوابط النمودج في تحديد توقيتات قراراتهم بالبيع والشراء². ويقسم النمودج اتجاهات السعر إلى أربعة أنماط كما يلي :

- اتجاهات قصيرة الأجل: تمثل التغيرات من 3-6 أسبوع .

¹ عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص 205

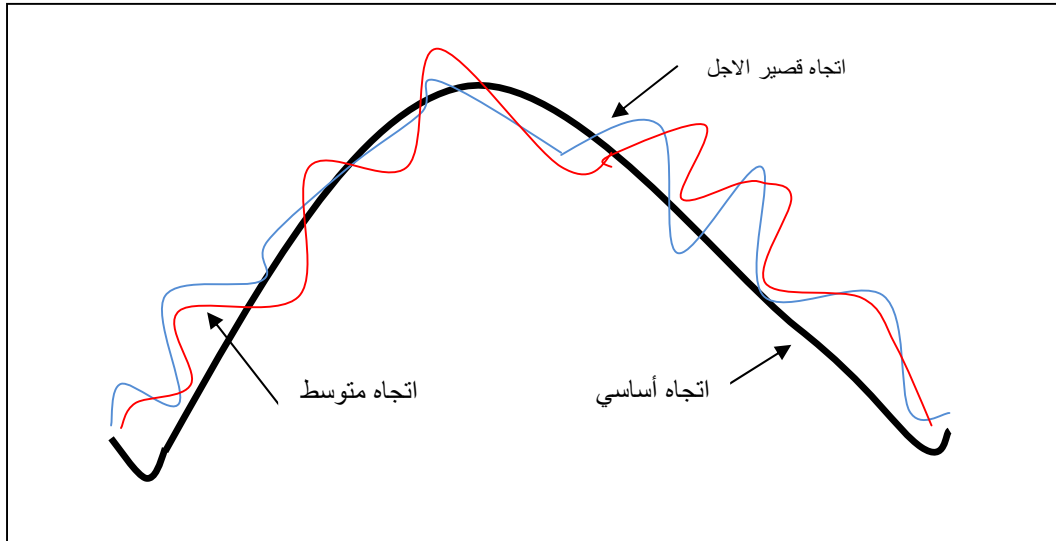
² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية : مؤسسات ، أوراق ، بورصات ، المرجع السابق ، ص 292 .

- اتجاهات متوسط الأجل: تمثل التغيرات من 6-9 أشهر .
- اتجاهات أساسية: تمثل التغيرات من 9-12 شهر .
- اتجاهات طويلة: هي اتجاهات تتكون من أكثر من اتجاه من الاتجاهات الأساسية حيث يتم فيها تتبع الأسعار خلال فترة تتراوح بين 8 إلى 12 سنة .

الاتجاهات الطويلة والأساسية محل اهتمام المستثمرين والمؤسسات المالية الكبيرة مقارنة باهتمام المضاربين بالاتجاهات القصيرة والمتوسطة¹. ويمكن بناء دورات للأسعار بمدى زمني يتناسب وهدف المتعاملين بالأوراق المالية ، ويعد تكوين الدورات ذات الاتجاهات الأساسية والتي لا تتجاوز أربع سنوات الأكثر استخداما من قبل المتعاملين في البورصات .

والتحليل الفني هو فن التعرف المبكر على الاتجاه الخاص بالأسعار (الأسهم غالبا) ومعرفة أي تغير قد يحدث فيه ، وبالتالي فالمستثمر قادر على تتبع هذا الاتجاه وحتى تظهر وقائع أو إثباتات قوية تجريبية تؤكد حدوث تغيرات ذات دلالة في الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بالشراء أو البيع للورقة². والشكل التالي يوضح نموذج دورة السوق .

الشكل (3-17) يوضح نموذج دورة السوق



المصدر : محمود محمد الداغر ، نفس المرجع ، ص 293 .

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها ، مدخل التحليل الأساسي والفني ، المرجع السابق ، ص 140 .

² - محمود محمد الداغر ، نفس المرجع ، ص 293-294 .

ثالثا : أدوات التحليل الفني

يضم التحليل الفني أدوات فنية عديدة يستعين بها الفني لتوضيح اتجاهات الأسعار من أجل تقرير الاستثمار في الأصل المالي ، ومن بين هذه الأدوات نجد المؤشرات ، الخرائط ، المذبذبات والمتوسطات المتحركة .

1- المؤشرات

تهدف هذه المؤشرات إلى تحديد اتجاه أسعار الأوراق المالية الدولية في الأسواق المالية الدولية ، وما إذا كانت تتجه نحو الصعود أو الهبوط ، وفي هذا الصدد هناك العديد من المؤشرات نذكر منها ميل أو اتجاه المستثمرين ، مؤشرات اتساع السوق ، مؤشرات المستثمر المحترف مستمدة من ظروف السوق .

1-1- مؤشرات ميل أو اتجاه المستثمرين

تضم هذه المؤشرات مؤشر بارون للثقة ، مؤشر نسبة البيع على المكشوف .

1-1-1- مؤشر بارون للثقة

يعطى مؤشر بارون للثقة وفق الصيغة التالية :

$$\text{مؤشر بارون للثقة} = 100 \times \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات منخفضة الجودة}}$$

عندما تكون قيمة مؤشر الثقة في صعود فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة والأسعار سوف تتجه نحو الصعود أكثر في المستقبل ، ومن ثم يكون التوقيت ملائم للشراء ، والعكس بالعكس.

كما قد يعطي مؤشر بارون للثقة بالعلاقة التالية :

$$\text{مؤشر بارون للثقة} = 100 \times \frac{\text{عائد السندات الحكومية}}{\text{متوسط عائد سندات منشآت الأعمال}}$$

1-1-2- مؤشر نسبة البيع على المكشوف

يعطي هذا المؤشر وفق الصيغة التالية :

$$\text{مؤشر نسبة البيع على المكشوف} = 1 \times \frac{\text{المتوسط اليومي و صفقات البيع على المكشوف}}{\text{الصفقات اليومي بالمتوسط}}$$

¹ - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق المال ، المرجع السابق ، ص 431

يتم تحديد حجم الصفقات اليومي طبقا لما تعلنه نشرات البورصة اليومية ، أما حجم صفقات البيع على المكشوف فعادة ما تنتشر على أساس شهري ، ومن ثم يمكن تحويله على أساس يومي يقسمه حجم صفقات البيع على المكشوف الشهري على عدد أيام العمل في الشهر ، ويعتقد الفنيون أن ارتفاع هذه النسبة يعد مؤشرا على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل¹ .

1-2-2 - مؤشرات اتساع السوق :

تتضمن هاته المؤشرات : مؤشرات المستويات العليا والدنيا ، مؤشر الارتفاع والانخفاض .

1-2-2-1- مؤشر المستويات العليا والدنيا

يعطى هذا المؤشر وفق الصيغة التالية :

عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل من قبل

مؤشر المستويات العليا والدنيا = $\frac{\text{عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل من قبل}}{\text{عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل} + \text{عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل}}$

قيمة المؤشر تكون محصورة بين [0 . 1] ، ويقول الفنيون أنه عندما تكون قيمة هذا المؤشر أقل من 0.1 فإن هذا مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار ، أما إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من 0.9 فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها ، بمعنى أنها في طريقها نحو الانخفاض² .

1-2-2-2- مؤشر الارتفاع والانخفاض

يعطي هذا المؤشر وفق الصيغة التالية :

عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا في الأسعار

مؤشر الارتفاع والانخفاض = $\frac{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا في الأسعار}}{\text{عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا أو انخفاضا في الأسعار}}$

يرى مؤيدو هذا المؤشر أنه عندما تكون قيمة المؤشر 0.6 أو أكثر ، فمعنى هذا أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته ، أما إذا بلغت قيمة المؤشر 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي للأسعار بلغ نهايته وأن الأسعار سوف تتجه نحو الارتفاع ، أما إذا كانت قيمة المؤشر 0.6 وأكثر ثم بدأت في الانخفاض فإن هذا يعد مؤشرا على اتجاه نزولي مضطرب في أسعار السوق³ .

1-3 - مؤشرات المستثمر المحترف

المستثمرون المحترفون هم المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار المديرين والملاك والمنحصرين، هؤلاء يتوقع أن تكون لديهم معلومات لا تتاح لدى غيرهم، وعلى ضوء هذه المعتقدات يصبح تتبعهم ومحاكاتهم أمرا ذا مغزى، ومن المؤشرات المستخدمة في هذا السياق ما يلي:

¹- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق، ص 158 .

²- منير إبراهيم هندي نفس المرجع، ص 158 .

³- عاطف وليم اندراوس، الأسواق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، المرجع، ص 90

1-3-1- مؤشر نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين

يعطى وفق الصيغة التالية :

$$\text{مؤشر نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

عندما تصل النسبة إلى حوالي 0.6 فإنها تفسر بأن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما عندما تصل إلى أكثر من 0.65 فإن هذا يعد مؤشر من وجهة نظرهم على أن أسعار السوق في طريقها إلى انخفاض مؤكد . ومن ناحية أخرى إذا كانت النسبة أقل من 0.45 فإن هذا مدعاة للاعتقاد بأن الأسعار ستأخذ طريقها نحو الصعود ، أما إذا كانت نسبة أقل من 0.4 فإن هذا يعني أنه من المؤكد أن الأسعار ستتجه نحو الصعود . ورغم أن هذا المؤشر يعتبر ناجحاً لتوقيف قرارات الاستثمار إلا أنه يصعب على المستثمر العادي الاستفادة منه، ذلك أن البيانات وصفقات البيع على المكشوف يبرمها المتخصصون تنشر بعد أسبوعين من حدوثها، وهي فترة طويلة نسبياً يتوقع أن تكون فيها أحوال السوق قد تغيرت، كما أن هذه النسبة أصبحت غريبة جداً في السنوات الأخيرة وقد يرجع ذلك إلى لجوء المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم لتظليل من يقتفي أثرهم .

1-3-2- مؤشر الكميات الكبيرة

يقصد بها الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار والتي عادة ما تكون في حدود 50 ألف سهم أو أكثر للصفقة الواحدة ويحسب هذا المؤشر كما يلي :

$$\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}$$

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو النزولية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو النزولية}}$$

تتراوح قيمة المؤشر [0.1] وكلما اقترب المؤشر من الصفر دل ذلك على اتجاه الأسعار نحو الهبوط أما إذا اقترب من الواحد فإن السوق تكون متجهة نحو الصعود¹.

1-3-3- أرصدة المدينين لدى شركات السمسرة

تتمثل أرصدة المدينين لدى شركات السمسرة قيام مجموعة من المستثمرين المحترفين بالاقتراض من شركات السمسرة، وتعتبر هذه الأرصدة مؤشر لموقف هذه المجموعة المحترفة من المستثمرين، حيث تعتبر الزيادة بأرصدهم المدينة على قيامهم بزيادة الشراء مما يعكس إشارة تفاؤل والعكس بالعكس.

2- الخرائط

¹- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، المرجع السابق، ص: 160-161

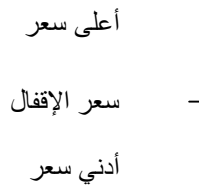
الخرائط رسوم بيانية لحركة الأسعار باستخدام أشكال هندسية تختلف من خريطة إلى أخرى بحيث نجد خرائط الأعمدة، خريطة الشموع اليابانية .

2-1-1- أنواعها

أهم الخرائط التي يستخدمها الفنيون الآن هي خرائط الأعمدة وخرائط الشموع اليابانية .

2-1-1-2- خريطة الأعمدة

خريطة الأعمدة عبارة عن شكل بياني محوره الرأسي سعر الورقة المالية الدولية أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر ،وأما كل تاريخ عمود فيكشف عن أقصى سعر و أدنى سعر لتلك الورقة في ذلك التاريخ. كما توجد علامة أفقية على العمود تشير إلى سعر الإقفال و عادة ما يتم إظهار الحجم أسفل ملاحظات الأسعار للتعرف على مدى المساندة التي يقدمها الحجم لتحركات السعر¹.



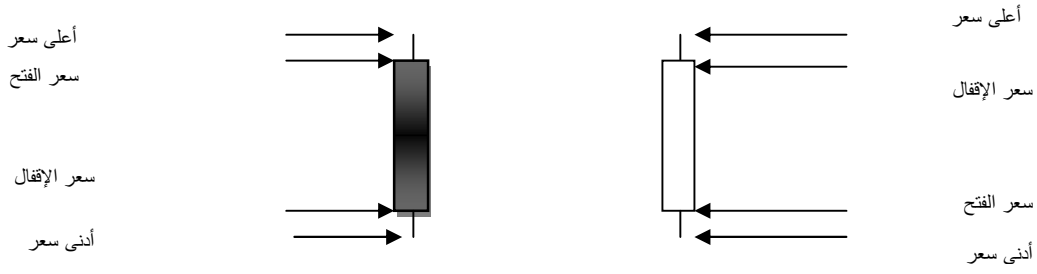
2-1-2-2- خريطة الشموع اليابانية

في عام 1600م طور اليابانيون أسلوباً للتحليل الفني للتحليل أسعار عقود الأرز، فقد أطلقوا عليها اسم الشمعدان. وتستخدم خرائط الشمعدان لتعكس ظاهرة حركة الأسعار.

هذه الخريطة شبيهة بمخططات الأعمدة، فهي تحتوي على جميع المعلومات التي تسجلها الأعمدة كما أنها تتبع حركة السعر يوميا .وسميت بخريطة الشموع كونها تعتمد في رسمها على شكل يشبه الشمعة بحيث أن هذه الشمعة عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة وأدنى نقطة في الفتيل السفلي هي أدنى سعر. أما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما بقمة المستطيل أو الحد الأدنى له. وقد أطلقوا على المستطيل الجسم *real body* ، والفتيل الظل *shadow* واختاروا أن يرمزوا لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح) بشمعة بيضاء واختاروا لأيام انخفاض السعر (الإقفال أدنى من سعر الفتح) شمعة سوداء².

¹ -محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني المرجع السابق،ص: 180.

² -عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، المرجع السابق،ص: 64-65.



2-2-2- فوائدها

يستخدم الفنيون الخرائط لتحديد الكثير من المفاتيح التي يمكن خلالها اتخاذ القرار الاستثماري ومن بين ما يحدده الفنيون وفق هذه الخرائط نجد تحديد الاتجاه، تحديد قناة الاتجاه، تحديد خطوط المقاومة و الدعم ، تحديد الأنماط السعرية.

2-2-1- تحديد الاتجاه

يتم تحديد الاتجاه من خلال ما يعرف بتعالى المرتفعات و تعالي المنخفضات و تدني المنخفضات و تدني المرتفعات ، و الاتجاه الجانبي، بحيث يخص مصطلح تعالي المرتفعات السوق الصاعدة و تكون فيه آخر قمة أعلى من سابقتها و أدنى انخفاض أعلى من أدنى سعر سابق له و يكون فيه خط الاتجاه يصل النقاط السعرية الدنيا لبعضها البعض ، و كلما زاد عدد النقاط التي يشملها الخط فان هذا الخط يكسب أهمية كبيرة ، و أما تدني المرتفعات فهو عكس تعالي المرتفعات .أما الاتجاه الجانبي فتكون مرتفعات الأسعار في مستوى واحد تقريبا ، كما أن المنخفضات السعرية تقف عند خط شبه أفقي.

2-2-2- تحديد قناة الاتجاه

تتكون قناة الاتجاه من خطين للاتجاه الأول يتم رسمه كما تم توضيحه سابقا أما الثاني فيمس أحدث أعلى سعرين، بحيث يكون هذا الخط موازيا لخط الاتجاه الصاعد و هذا في حالة السوق الصعودي.و يكون الخط الثاني يمس أدنى أحدث سعرين بالنسبة للسوق الهابط و يستفيد الفنيون من تحديد القناة كما يلي: إذا كان سعر الورقة المالية لا يصل إلى الخط العلوي في قناة الاتجاه الصاعد فإن سعرها سينخفض لأقل من الخط الأسفل للقناة بمعنى الأسعار ستدخل في السوق الهبوطي والعكس بالعكس¹.

2-2-3- تحديد خطوط الدعم و المقاومة

تسلك الأسعار دائما أسهل الطرق و أقلها حواجز و ما الدعم و المقاومة إلا حجر العثرة في طريق انطلاق الأسعار.

¹ -محمد صالح الحناوي وآخرون ،الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الاساسي والفني المرجع السابق ،ص 182 .

أ. الدعم

عبارة عن حاجز سفلي يعرقل انخفاض الأسعار وما الدعم إلا سعر معين أقل من الحالي يتوقع للأسعار أن ترتفع عنده بعدما تنخفض إليه .

ب. المقاومة

عبارة عن حاجز علوي يعرقل ارتفاع الأسعار ، وما المقاومة إلا سعر معين أعلى من السعر الحالي يتوقع للأسعار أن تنخفض عنده بعدما ترتفع إليه¹ .

يستفاد من تحديد خطوط الدعم والمقاومة ما يلي :

- عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة يحين وقت البيع، أما توقيت الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى الدعم، ويعتقد الفنيون أنه إذا ارتفعت الأسعار عن مستوى المقاومة الحالي، فإن هذا يعني أن مستوى مقاومة جديد سيطهر وأن مستوى المقاومة الحالي سيعتبر بمثابة مستوى دعم والعكس بالعكس وفي هذه الحالة يقوم المستثمر بالشراء عندما يخترق السعر مستوى المقاومة الأول ويبيعون عندما تصل الأسعار إلى مستوى مقاومة أعلى، وفي حالة اختراق السعر لمستوى الدعم الأول فإنه على المستثمر أن يبيع في نقطة الاختراق ويقوم بالشراء مرة أخرى عندما تصل إلى مستوى دعم آخر.

2-2-4- تحديد النمط السعري

كثيرا ما ترسم الأسعار أشكالا نمطية في حركتها الدائمة والمستمرة، فالسلوكيات المختلفة للمتعاملين بالسوق تفرز أنماطا سعرية مختلفة . وما الشكل النمطي للأسعار إلا عادة تتكرر بالسوق موحية بسلوك الأسعار طريقا معينا فهي تكشف عن نيات المتعاملين بالسوق و تعبر عن حالتهم النفسية سواء كانوا ثيرانا(يتوقعون ارتفاع الأسعار) أي مشتريين أو دببة (يتوقعون انخفاضها) أي بائعين ذلك أن هذه الأشكال النمطية لا تكون مصادفة .إن هذه الأشكال ترشد الفنية في معظم الأحيان إلى الطريق الصحيح للأسعار في المستقبل ، إلا أن ذلك ليس معناه أنها لا تخطئ أبدا، لذا على الفني أن يبقى يقضا على الدوام تحسبا لأي إشارة تفيد تحرك السعر في الاتجاه المعاكس .

هناك نوعين من الأنماط السعرية :أنماط انعكاسية و أنماط استمرارية وذلك كما يلي :

أ. الأنماط الانعكاسية

تتدر بانقلاب الأسعار و انعكاس اتجاهها من أعلى إلى أسفل، إلا أنه لا يمكن التيقن بأن النمط انعكاسي قبل ظهوره في شكل مكتمل و ليس قبل ذلك فالعديد من حركات الأسعار تبدو انعكاسية أثناء

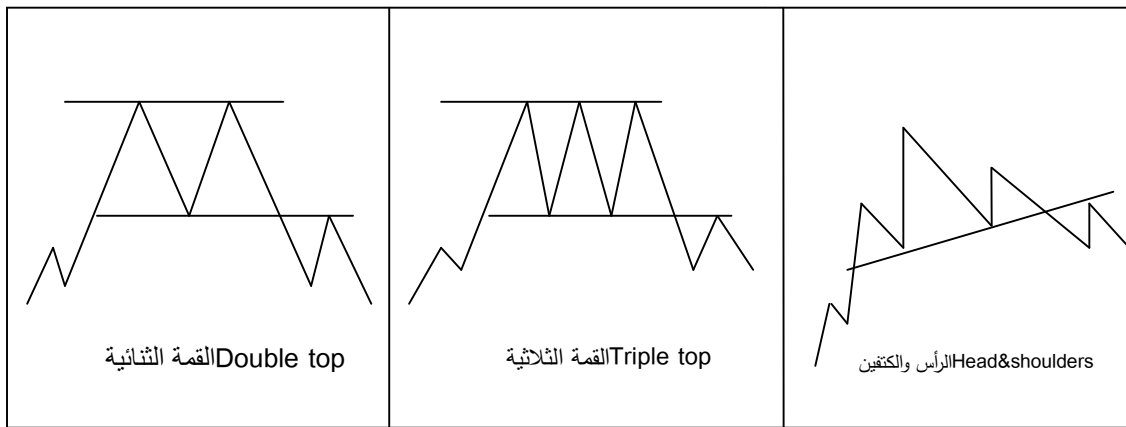
¹-عبد الغفار حنفي،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق ، ص: 288

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

تشكيلها و ذلك غير الواقع، فالتسرع في الحكم على الشكل قبل اكتماله كثيرا ما تكون تكلفته جد مرتفعة، كما أن الأنماط الانعكاسية تستغرق وقتا أطول في تكوينها من الأنماط الاستمرارية¹.

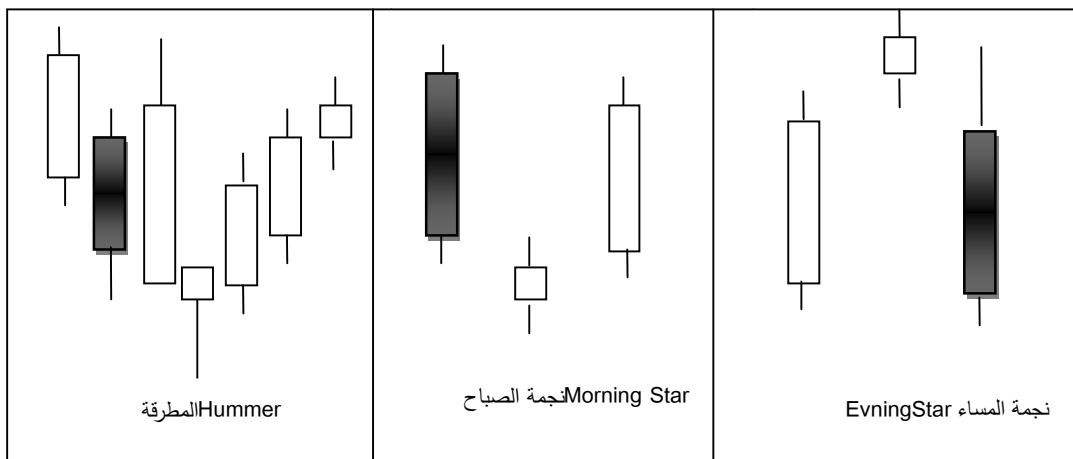
يمكن أن نميز بين الأنماط الانعكاسية للاتجاه الصاعد و أخرى للاتجاه الهابط، و تجدر الإشارة إلى كون الأشكال النمطية التي تتكون عندما يكون الاتجاه صاعدا ، تتشكل بالمقلوب عندما يكون الاتجاه هابطا و هو ما يعرف بالصورة المنعكسة في المرآة ، و هناك العديد من الأنماط الانعكاسية سواء في خرائط الأعمدة ونذكر منها القمة الثنائية، القمة الثلاثية، الرأس والكتفين . أوفي خرائط الشموع اليابانية نذكر منها المطرقة ونجمة الصباح والمساء . و هي تظهر كما يلي:

الشكل (3-18) يوضح بعض الأنماط الانعكاسية للاتجاه الصاعد الخاصة بخرائط الأعمدة



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، المرجع السابق، ص129-139.

الشكل (3-19) يوضح بعض الأنماط الانعكاسية للاتجاه الصاعد الخاصة بخرائط الشموع اليابانية



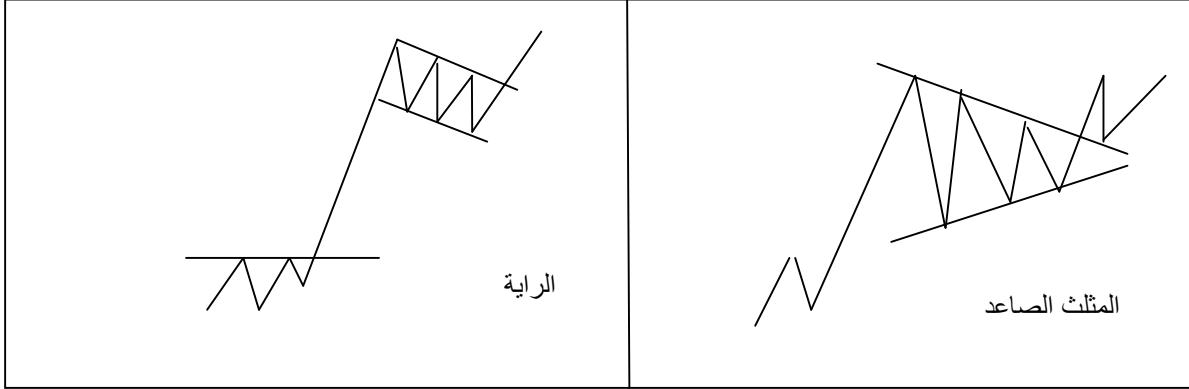
المصدر: محمد صالح الحناري وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، المرجع السابق، ص169-173.

¹ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، المرجع السابق، ص:127

ب. الأنماط الاستثمارية

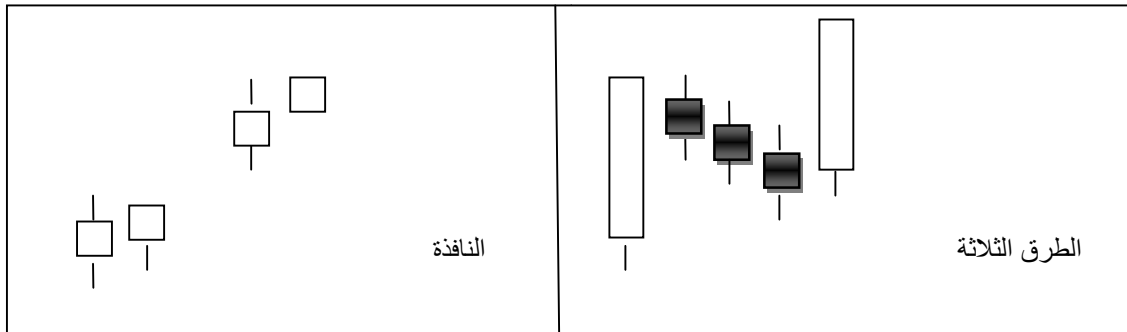
تنبئ باستمرار الاتجاه الذي كان سائد قبل ظهورها، وهناك العديد من الأنماط الاستثمارية¹.

الشكل (3-20) يوضح بعض الأنماط الخاصة بخرائط الأعمدة



المصدر : عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، المرجع السابق، ص153.

الشكل (3-21) يوضح بعض الأنماط الاستثمارية الخاصة بخرائط الشموع اليابانية



المصدر : عبد المجيد المهيلمي، نفس المرجع، ص238

3- المذبذبات: oscillators

المذبذب أو دليل متذبذب هو وسيلة أو أداة فنية يتم حسابها بمعادلة محددة يتقلب فيها اتجاه الخط البياني صعودا أو هبوطا بصورة متكررة ما بين 0 و 100 أو 1- و 1+ ويستخدم المحلل الفني المتذبذبات لقياس كمية اندفاع الحركة، ومعرفة حالات الإفراط في الشراء والبيع .

وتعتبر المذبذبات من أحد أهم المؤشرات القائدة للسوق التي تشير إلى قرب حدوث تغير في حركة¹.

¹ - عصام حسين، الأسواق و الأوراق المالية: "البورصة"، المرجع السابق، ص:130.

الأسعار .ومن هاته المذبذبات نذكر البولينجرس ، ستوكاستيك، فييوناتشي

يمكن التوصل إلى قرارات استثمارية من خلال قراءة نتائج كل مذبذب وذلك خلال تحليل ما يلي :

- **الانحراف والانفراق** : ويحدث عندما يتجه المؤشر ناحية معينة بينما يتحرك السعر نفسه إلى اتجاه آخر، هذا الافتراق في حركة المذبذب مع السعر يعد إنذار مبكر أن الاتجاه قد يتغير قريبا .
- **التحليل الكلاسيكي لأنماط منحنيات المذبذب** : تماما مثلما يتم تحليل منحنيات الأسعار نفسها فأحيانا يكون النمط في منحنى المذبذب أكثر وضوحا منه في منحنى الأسعار .
- **تحليل نقاط الدعم والمقاومة** : وذلك كما يحدث أيضا بالنسبة لتحليل حركة الأسعار نفسها.

4- المتوسطات المتحركة

المتوسط المتحرك مؤشر لحساب متوسط سعر ورقة مالية أو سعر مؤشر خلال فترة زمنية محددة ويستخدم لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة ، أي التخلص من الذبذبات الحادة التي توجد فيها مما يساعد على توضيح الرؤية، ويستخدم المتوسط لتحديد الاتجاه العام للسعر ومن أشهر خطوط المتوسطات قصيرة الأجل: خط 50 متوسط الأجل ، خط 200 طويل الأجل ، والمتوسط المتحرك مؤشر غير قائد².

يمكن الاستفادة من المتوسطات المتحركة بعد رسم خريطة حركة المتوسط المتحرك مع حركة سعر الورقة المالية أو مؤشر السوق المالي بعدها يمكن تحديد قرار الشراء والبيع كما يلي :

- **اتخاذ قرار الشراء** : يتم اتخاذ هذا القرار إذا تحققت القواعد التالية :
 - سعر الورقة المالية ومتوسطه المتحرك متجه للصعود .
 - سعر الورقة المالية أسفل المتوسط المتحرك للصعود .يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة زمنية أسفل سعر الورقة المالية ثم يعود للارتفاع.
- **اتخاذ قرار البيع**: يتم اتخاذ هذا القرار إذا تحققت القواعد التالية :
 - سعر الورقة المالية ومتوسطه المتحرك الذي يتجه للهبوط .
 - السعر الفعلي للورقة المالية أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه للهبوط³.

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص:110.

² عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، المرجع السابق، ص:177-184.

³ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، المرجع السابق، ص:295-296.

- يكون المتوسط أعلى من السعر الفعلي للورقة المالية الذي يتجه للارتفاع في لحظة زمنية ثم يعاود الهبوط مجدداً.

من المعروف في التحليل الفني أنه يتم استخدام أكثر من أداة لتحقق من الدلائل التي تعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري، ومن خلال تحليل أدوات ونظريات التحليل الفني نجد أن لمؤشرات الأسواق الدولية دور كبير في الوصول إلى التوقيت الاستثماري ذلك أنها تستخدم في رسم خرائط تعبر عن حالة السوق ككل، بالإضافة إلى أن حركة مؤشرات الأسواق المالية تعزز حركة الأوراق المالية الفردية ، لكي تكون الإشارة الناتج عن هذه الأخيرة مؤكدة وبهذا يمكن القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد التوقيت الاستثماري الذي يشكل الأساس الثاني الذي يقوم عليه اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى، ليضاف إلى دوره في الأساس الأول ألا وهو قرار المزج الرئيسي.

نستنتج من هذا أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى وهي الخطوة الثالثة في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

المبحث الثالث: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية

يقوم مدير المحفظة الاستثمارية الدولية بعد تشكيله للمحفظة التي تخدم أهداف المستثمر بتقييم هذه المحفظة قصد معرفة ما إذا كانت تحقق الأهداف التي تشكلت من أجلها فعلا. ولقيام بعملية التقييم يجب احترام المبادئ التي تقوم عليها و التي تتجلى فيما يلي:

- مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع و يكون ذلك من خلال الاعتماد على آليات السوق المالي الدولي آخذين بعين الاعتبار مدى حساسية المواد المكونة للمحفظة الاستثمارية لمخاطر السوق.
- قياس قيمة أصول المحفظة و هنا يكون على أساس القيمة السوقية أو القيمة الحقيقية للأدوات ولا يعتمد على كلفتها الأصلية.
- نأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة و المتوقع توزيعها في المستقبل إضافة إلى ذلك العائد الإجمالي و المكاسب و الخسائر الإرادية و الرأسمالية الفعلية (و غير المحققة) التي تنشأ نتيجة لتقلبات القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية.
- مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية مع أداء السوق المالي الدولي الذي تعكسه مؤشرات الأسواق المالية الدولية¹.

من أجل تقييم المحافظ الاستثمارية الدولية توجد العديد من الأدوات من أهمها مقياس شارب، مقياس تراينور، نموذج جنسن. سنقوم فيما يلي للتعرض لهذه الأدوات بالشرح مع إبراز ما إذا كان لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فيها.

المطلب الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في مقياس شارب

قدم ويليام شارب هذا المقياس في عام 1966 و هو مخصص لقياس إدارة المحافظ الاستثمارية ويعرف على معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة إلى التقلب، والمكافأة هي عبارة عن الفرق ما بين عائد المحفظة و العائد الخالي من المخاطرة. هذه العلاوة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية الدولية عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية الدولية، ويعطى وفق الصيغة الرياضية التالية

$$C_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

C_p : أداء المحفظة الاستثمارية الدولية

¹ -ريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 213.

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية الدولية

R_f : العائد الخالي من الخطر

σ_p : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الاستثمارية الدولية (مخاطر المحفظة)

ولمعرفة أداء المحفظة الاستثمارية الدولية يتم مقارنة نتيجة مقياس شارب مع خط السوق. وقد تعرضنا لهذه الأخير بالشرح سابقا و الذي يمثل بالمعادلة التالية¹ :

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \sigma_p$$

لتوضيح الفكرة نقدم المثال التالي : لدينا ثلاثة محافظ استثمارية دولية المعطيات الخاصة بهم يبينها الجدول التالي :

المحفظة	العائد %	الانحراف المعياري %
A	12	8
B	9	4
C	5	3
D	6.5	0.8

وكانت معادلة خط السوق كما يلي $R_p = 3 + 0.82 \sigma_p$. حيث $R_p = 3\%$

- يتم ترتيب قيم مقياس شارب تنازليا لمعرفة أيها أفضل في الأداء .

$$C_A = \frac{12-3}{8} = 1.1$$

بنفس الطريقة نكمل البقية

المحفظة	الرقم	مقياس الأداء
D	1	4.37
B	2	1.5
A	3	1.1
C	4	0.67

وكما تم ذكره سابقا لا بد من مقارنة عائد المحفظة الاستثمارية الدولية مع خط السوق بحيث:

¹-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص227.

- إذا كان عائد المحفظة أكبر من خط السوق فإنها توصف بأن أداءها جيد.
 - إذا كان عائد المحفظة يساوي خط السوق فإنها توصف بأن أداءها مقبول.
 - إذا كان عائد المحفظة أقل من خط السوق فإنها توصف بأن أداءها غير مقبول.
- وعليه يتم حساب عائد السوق لكل محفظة كما يلي¹:

$$R_A = 3 + 0,82 * 8 = 9,56$$

بنفس الطريقة نحسب بقية قيم عائد السوق للمحافظ ونحصل على الجدول التالي²:

المحفظة	عائد المحفظة	عائد السوق	الوصف
A	12	9.56	جيد
B	9	6.28	جيد
C	5	5.46	غير مقبول
D	6.5	3.656	جيد

ولتحديد دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في نموذج شارب نجد أنه ليس له وجود في مقياس شارب غير أن التقييم الحقيقي لأداء المحفظة يجري بالاعتماد على معادلة خط السوق التي تعبر عنها

$$R_p = \sigma_p + \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$$

بالمعادلة:

نجد أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية تدخل في تركيبة هذه المعادلة بحيث تظهر في قيمة R_m و σ_m وعليه يمكن القول بأن لمؤشرات الأسواق المالية دور في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الدولية.

المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في مقياس تراينور

يقيس مقياس شارب كفاءة المحفظة من خلال المخاطر المقاسة بالانحراف المعياري كعوائد المحفظة بينما مقياس تراينور يعتمد على بيتا في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية، بحيث يعتبر أن المخاطر الغير منتظمة يمكن السيطرة عليها من خلال التنوع. يتم تحديد أداء المحافظ الاستثمارية الدولية بواسطة هذا المقياس حسب النموذج الرياضي التالي³:

¹-ريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 213

²-من إعداد الطالبة

³-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، المرجع السابق، ص 231.

الفصل الثالث : مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية

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

حيث :

T_P : مقياس تراينور لأداء المحفظة .

R_P : معدل عائد المحفظة .

R_f : المعدل الخالي من المخاطر .

B_P : بيتا المحفظة .

مثال: نستخدم معطيات المثال السابق مع إضافة معطيات B_P إلى الجدول .

المحفظة	عائد المحفظة	بيتا المحفظة
A	12	1.5
B	9	2
C	5	0.5

ترتيب أداء المحافظ :

$$6 = T_A = \frac{12-3}{1.5}$$

بنفس الطريقة نحسب البقية

الرقم	المحفظة	الأداء
1	A	6
2	C	4
3	B	3.9
4	D	3

ولمعرفة تصنيف أداء المحافظ يستخدم خط الأوراق المالية الذي تم التعرض له سابقا والذي يعرض بالمعادلة التالية :

$$SML = R_P = R_f + B_P(R_m - R_f)$$

وذلك على النحو التالي بافتراض معادلة خط الأوراق المالية كما يلي: $SML = 3 + 0.7B$

$$R_A = 3 + 0,7 * 1,5 = 4,05 \text{ وبنفس الطريقة نحسب البقية }^1 .$$

المحفظة	عائد المحفظة	عائد السوق	الوصف
A	12	4.05	جيد
B	9	4.4	جيد
C	5	3.35	جيد
D	6.5	3.63	جيد

لتحديد دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في مقياس ترانينور نجد أنه يدخل في تركيبة المقياس بحيث أن بيتا المحفظة تحسب من خلال بيتا كل ورقة مالية دولية و هذه الأخيرة تحسب بناء على العلاقة بين الورقة المالية الدولية ومؤشرات الأسواق المالية الدولية وعليه يمكن القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في مقياس ترانينور الذي يستخدم لمعرفة رتبة أداء المحفظة. و كما هو الحال في المقياس السابق فان لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في معرفة وصف أداء المحفظة الاستثمارية الدولية بحيث يدخل في تركيبة خط سوق الأوراق المالية من خلال القيمة R_m وكذا يدخل في تركيبة R_f التي تظهر في المعادلة. ومن هذا يمكن استنتاج أن المؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية .

المطلب الثالث: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في نموذج جنسن

تقوم فكرتي ترانينور وشارب على أساس تقييم أداء المحفظة من خلال الربط بين علاوة المخاطرة ومخاطر المحفظة، حيث اختار شارب المخاطر الغير منتظمة مقاسة بالانحراف المعياري واختار ترانينور المخاطر المنتظمة مقاسة بمعامل بيتا. أما جنسن فقد اعتمد نموذج مختلف يقدم وفق الصيغة التالية:

$$R_p - R_f = \alpha_p + B_p (R_m - R_f)$$

حيث:

R_p : معدل عائد المحفظة R_f : المعدل العائد الخالي من المخاطرة α_p : قدرة مدير المحفظة على التقدير. B_p : بيتا المحفظة. R_m : معدل عائد السوق تعكسه أحد مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

¹ -من إعداد الطالبة

يتم الاعتماد في هذا النموذج على قيمة α لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية الدولية، بحيث إذا كانت $(0 < \alpha)$ فهذا يعني أن قيمة $(R_p - R_f)$ أكبر مما يستحق وهذا يعني أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق، أما إذا كانت $(\alpha > 0)$ فهذا يعني أن أداء المحفظة أقل من أداء السوق. وطبعاً إذا كانت $(0 = \alpha)$ فإن أداء المحفظة مقبول وهو يوازي أداء السوق¹.

مثال: لدينا خمسة محافظ استثمارية دولية A, B, C, D, E وبوساطة تحليل الانحدار لكل منها وجدت قيمة α كما يلي: 2، -3، 4، 0، -1 على التوالي. المطلوب: ترتيب المحافظ حسب أدائها - تصنيف المحافظ من حيث جيد، مقبول، غير مقبول.

المحفظة	الترتيب	التصنيف
C	4	جيد
A	2	جيد
D	0	مقبول
E	-1	غير مقبول
B	-3	غير مقبول

يظهر من خلال تركيبة نموذج جنسن أن لمؤشرات الأسواق المالية دور فيه بحيث نجدها من خلال قيمة R_m وكذا قيمة B_p و عليه يمكن القول بما أن نموذج جنسن يستخدم في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية ومؤشرات الأسواق المالية الدولية لها دور في هذا النموذج وعليه فإن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية .

بتقييم أداء المحفظة الاستثمارية يكون مدير المحفظة الاستثمارية الدولية قد مر على كل مراحل إدارة المحفظة، لكنه سيبدأ من جديد بحيث أن هذا التقييم سيوجه لتعديل المحفظة ومن أجل تعديلها سيعاود نفس الخطوات السابقة. ومن خلال تناول هذه الخطوة اتضح لنا أن لمؤشرات الأسواق المالية دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية.

¹ -ريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، المرجع السابق، ص 218

خلاصة الفصل

مؤشرات الأسواق المالية الدولية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية. والمحفظة الاستثمارية هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية دولية كالأسهم والسندات والمشتقات، لهذا نريد معرفة إذا كان دور المؤشرات دور في مراحل إدارة المحفظة

تخطيط المحفظة أول عنصر من عناصر النموذج العالمي لإدارة المحفظة، ومن خلاله يمكن تحديد موقع المستثمر و موقع مدير المحفظة، و تحديد النظريات الاستثمارية المستعملة لتحقيق أهداف المحفظة. مما يعني أن هذه المرحلة مرحلة نظرية تتعلق بنفسية المستثمر ولا مجال لتوظيف مؤشرات الأسواق المالية الدولية فيها.

المرحلة الثانية تحليل الاستثمار من خلال التحليل الأساسي الذي يكون بتحليل تحليل الظروف الاقتصادية الدولية ظروف الصناعة وتحليل الشركة ،وذلك بهدف تقييم الأوراق المالية بتحديد القيمة المحورية أو الحقيقية لها، وخلال هذه التحليل فانه تتم الاستعانة بالمؤشرات في حساب المخاطر و ذلك في صيغة حساب معامل بيتا، وكذا في حساب علاوة المخاطرة، وحساب معدل العائد المطلوب هذا الأخير الذي يعتمد عليه في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذا يعني أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في التوصل إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية التي هي جوهر القيام بالتحليل الأساسي وهذا يدل على الدول الفعال للمؤشرات خلال هذه المرحلة.

المرحلة الثالثة اختيار المحفظة الملائمة وهذا من خلال قرار المزج الرئيسي وقرار التوقيت بحيث ويمكن ملاحظة الدور الفعال للمؤشرات بحيث تدخل المعطيات الخاصة بهذه الأخيرة في المعادلات والرسوم البيانية التي يتم بها تحديد الأوراق المالية الكفوة وكذا المحفظة الاستثمارية المثلى ،كما أنها تدخل في معادلة تحديد الأوزان النسبية لهذه الأوراق في المحفظة الاستثمارية الدولية. وهتان النقطتان تشكلان جوهر قرار المزج الرئيسي . أما قرار التوقيت الاستثماري الأساس فيكون من خلال تقنيات التحليل الفني الذيمن خلال تحليل أدواته نجد أن للمؤشرات دور كبير في الوصول إلى التوقيت الاستثماري ذلك أنها تستخدم في رسم خرائط تعبر عن حالة السوق ككل، بالإضافة إلى أن حركة مؤشرات الأسواق المالية تعزز حركة الأوراق المالية الفردية ، لكي تكون الإشارة الناتج عن هذه الأخيرة مؤكدة وبهذا يمكن القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد التوقيت الاستثماري الذي يشكل الأساس الثاني الذي يقوم عليه اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى

المرحلة الرابعة تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية، وتتم بواسطة عدة أدوات من أهمها مقياس شارب مقياس تراينور، نموذج جنسن، ويمكننا الوقوف على وجود المؤشرات في تركيبة هذه المقاييس مما يعني أن لمؤشرات دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية .

بتقييم أداء المحفظة الاستثمارية يكون مدير المحفظة الاستثمارية الدولية قد مر على كل مراحل إدارة المحفظة، لكنه سيبدأ من جديد بحيث أن هذا التقييم سيوجه لتعديل المحفظة ومن أجل تعديلها سيعاود نفس الخطوات السابقة.

مما سبق يمكننا القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فعال في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية.

الفصل الرابع :

دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

تمهيد

كما عرفنا في الجانب النظري السابق فان إدارة المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأنشطة يقوم بها مدير المحفظة تعمل على توظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية بهدف الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة وتنميته والحصول على أعلى عائد بأقل مخاطر.

كما أنه تم الاتفاق على نموذج عام للمراحل أو الأنشطة التي يقوم بها مدير المحفظة بحيث تم تقسيم هذه الأنشطة إلى خمس عناصر رئيسية هي : تخطيط المحفظة ، تحليل الاستثمارات ، اختيار المحفظة ، تقييم المحفظة ، مراجعة المحفظة .

من خلال شرح مراحل إدارة المحفظة تبين الدور الفعال الذي تلعبه فيها مؤشرات الأسواق المالية الدولية حيث أنه يعتمد عليها إما نظرياً أو كميًا ، وبما أن التطبيق أصدق من النظري فإننا أردنا التأكد من دور المؤشرات على الواقع ، لهذا انتقلنا إلى إحدى المؤسسات المتخصصة في إدارة المحافظ .

بغرض التأكد من صحة المعلومات النظرية حول دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية من خلال اختبارها ميدانياً ، انتقلنا إلى مؤسسة كابيتول أكاديمي بتونس العاصمة.كابيتول أكاديمي إحدى أرقى مؤسسات التعليم والاستشارات حول الأسواق المالية وإدارة المحافظ ، وهي مرخصة من طرف الهيئات المختصة في تونس تحت رقم تسجيل 1264639G. تضم المؤسسة مجموعة من الأساتذة المتخصصين، وهي مؤهلة لمنح شهادات ودبلومات للمتربص بعد إجراء الدورة التدريبية .

من أجل دراستنا الميدانية فقد تلقينا تدريباً مبدئياً على يد أساتذة المؤسسة فيما يتعلق بكيفية إدارة محفظة استثمارية دولية وقد دام التربص لمدة شهر ، خرجنا به بأهم الخطوات التي يتبعها مدير المحفظة ، مما ساعدنا على الوقوف على حقيقة دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية .

وستنطلق في هذا الفصل الرابع إلى:

المبحث الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات عملياً.

المبحث الثاني: مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية عملياً.

المبحث الأول: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات عمليا

عمليا قد اخترنا بطريقة غير عشوائية قائمة على الصدفة المحظى 5 شركات من 5 بلدان مختلفة سنطبق عليها خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ، وتجدر الإشارة إلى أنه خلال فترة التريص وقفنا على أن مرحلة تحليل الاستثمارات تنطبق تماما مع الناحية النظرية ، حيث أن المستثمر في أسواق الأوراق المالية الدولية يمر بجميع الخطوات المذكورة في الجانب النظري من جمع المعلومات وتحليلها على كافة المستويات ابتداء من المستوى العام إلى مستوى الصناعة إلى مستوى الأوضاع في الشركة نفسها وهذا لجميع الأوراق المالية الموجودة في ذلك السوق ، وبما أن الخطوات هي نفسها فلا حاجة لتكرار شرحها مرة أخرى.

المطلب الأول: الشركات المختارة

كما ذكرنا سابقا فإنه تم اختيار 5 شركات من 5 دول مختلفة من أجل العمل التطبيقي لمراحل إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية هي كما يلي :

- شركة بيتروكيم من بورصة السعودية
- شركة ميكروسوفت من بورصة نيويورك
- شركة كانون من بورصة اليابان
- شركة كارفور من بورصة باريس
- شركة رولكس من بورصة لندن

أولا : شركة بيتروكيم

شركة يتمركز نشاطها في تنمية وتطوير وإقامة وتشغيل وإدارة وصيانة المصانع البتروكيمياوية ، حيث وضعت لنفسها قاعدة قوية متماسكة، تتمثل في تحالفها الاستراتيجي مع شريك ذو خبرة تنافسية في مجال صناعة البتروكيمياويات، معززة بذلك قدراتها الفنية والاستثمارية في هذا المجال، حيث تعتبر شركة شيفرون فيليبس للبتروكيمياويات حليفاً استراتيجياً مع الشركة الوطنية للبتروكيمياويات. وستملك الشركة الوطنية للبتروكيمياويات ما نسبة 65% من أسهم شركة السعودية للبولىميرات (شركة ذات مسؤولية محدودة) تم تأسيسهما وتسجيلهما في المملكة، وتقوم بإنتاج الإثيلين، والبولي إيثيلين، والهيكسين، وبولي بروبيلين ، والبولي ستايرين.

تأسست الشركة كشركة مساهمة سعودية وفقاً لأنظمة المملكة بموجب السجل التجاري رقم 1010246363 الصادر من الرياض بتاريخ (1429/3/8 هـ) برأس مال عند إنشائه

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

2,200,000,000 ريال سعودي مقسم إلى 220,000,000 سهماً عادياً بقيمة اسمية قدرها 10 ريالات سعودية للسهم الواحد. وقد تم رفع رأس مال الشركة إلى 4,800,000,000 ريال سعودي خلال عام 2009 م¹.

رأس المال المدفوع (ر.س)	عدد الأسهم الحرة	عدد الأسهم المصدرة	رأس المال المصرح به (ر.س)
4,800,000,000	82,056,386	480,000,000	4,800,000,000
القيمة المدفوعة للسهم		القيمة الاسمية للسهم	
10		10	

ثانياً : شركة مايكروسوفت

أكبر الشركات العالمية الدولية و من أهم الشركات التي تقدم العديد من الأعمال الهامة في مجال تقنيات الحاسوب .

تدير شركة مايكروسوفت دخلاً كبيراً يصل في العام إلى ما يزيد عن مبلغ 44 مليار دولار وتوظف شركة مايكروسوفت حوالي 71,553 عامل في حوالي 102 دولة أو أكثر .

تقوم شركة مايكروسوفت بتقديم العديد من الأعمال الهامة في مجال البرمجيات لأجهزة الحاسوب المتمثلة في تطوير و تصنيع و ترخيص البرمجيات ، أما مقر شركة مايكروسوفت فتتمثل في أكثر من موقع مثل “ ضاحية ريدمونت ، سياتل ، واشنطن ، الولايات المتحدة “ ، و في بداية تأسيس شركة مايكروسوفت تم اختيار مدينة ألبوكيرك التي تقع في ولاية نيو مكسيكو مقر للشركة وتم اختيارها من قبل مؤسسها بيل غيتس وبول .

تم تأسيس شركة مايكروسوفت في عام 1975 م ، كانت بدايتها عبارة عن شركة تقوم فقط بتسويق معالجات بيسك ، ولعل هذا المنتج هو من أهم المنتجات التي اشتهرت بها شركة مايكروسوفت وخاصة في بداية ظهور الشركة ، و بتاريخ 26 نوفمبر 1976 تم تسجيل مايكروسوفت كماركة تجارية من قبل مؤسسها بيل غيتس وبول آلان .

¹ - الشركة الوطنية للبتروكيماويات ، تاريخ الاطلاع : 1/1/2018 ، متاح على الموقع

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/market-participants>

في عام 1980 قامت شركة مايكروسوفت بإصدار أول نظام تشغيل وكان هذا الإصدار نسخة من نظام يونكس قامت شركة مايكروسوفت بشراء هذه النسخة من شركة AT&T، وأطلقت عليها اسم " Xenix " وظلت الشركة تعمل بها حتى حلول منتصف الثمانينات وبعد ذلك قامت شركة مايكروسوفت بترك سوق يونكس تماما.

في عام 1980 ميلاديا قامت شركة مايكروسوفت بالتعامل مع شركة " أي بي أم " حين ظهرت حاجة الشركة إلى نسخة خاصة بها لجهاز الحاسوب الخاص بها ومن هنا لعبة شركة مايكروسوفت دور الوسيط لسد حاجة شركة أي بي أم.

-بتاريخ 29 يوليو 2009 عقدت شركة مايكروسوفت اتفاق مع شركة ياهو وبموجب هذا الاتفاق تم عقد صفقة بينهما لمدة 10 سنوات وكان نص هذه الصفقة إتاحة شركة ياهو لشركة مايكروسوفت استخدام محرك بحث الياهو لصالحها.

في عام 1980 استطاعت شركة مايكروسوفت إن تخترق مجال أنظمة التشغيل وفي نفس العام وبشهر نوفمبر قامت شركة مايكروسوفت بعقد اتفاقية مع شركة إم بي أي التي سبق ذكرها ... وبموجب هذه الاتفاقية قامت شركة مايكروسوفت بشراء استنساخ أنظمة تشغيل " دوس_86".

في 20 نوفمبر 1985 ميلاديا قامت شركة مايكروسوفت بإطلاق مايكروسوفت ويندوز وهو عبارة عن ملحق بياني ل إم إس دوس وبعد ذلك وبتاريخ 26 فبراير 1986 قررت شركة مايكروسوفت أن تقوم بنقل مركزها الرئيسي إلي ريدمون ... بتاريخ 2 أبريل 1987 ميلاديا قامت شركة مايكروسوفت بالإعلان عن إصدار نسختها من أو إس 2.

قدمت شركة مايكروسوفت أفضل مبيعات لها من خلال نظام التشغيل مايكروسوفت ويندوز هذا بالإضافة إلى أن الشركة قامت بتقديم العديد من المنتجات الإلكترونية من أهمها: محرك بحث MSN الذي تم تغييره إلى اسم Bing وهو من أهمما قدمته شركة مايكروسوفت.

لم تكتفي شركة مايكروسوفت بتقديم برنامج ويندوز أو بيسك أو MS-DOS، ولكن قامت بتقديم العديد من النشاطات الأخرى كمثل الألعاب الحاسوبية وغيرها.

المنتجات التي تقدمها مايكروسوفت هي : -مايكروسوفت أوفس -مايكروسوفت وورد -مايكروسوفت إكسل -مايكروسوفت باوربوينت -مايكروسوفت أكسس

ـمايكروسوفت ون نوت ـمايكروسوفت إنفو باث ـمايكروسوفت فيجيوال ستوديو ـمايكروسوفت إكسبريشن ـمايكروسوفت اكسجينج سيرفر ـمايكروسوفت سارفيس ـمايكروسوفت سيكيوريتيإشانسيلز - فرند سوفت إكسبريس ـمايكروسوفت سكوالسرفر¹.

ثالثا :شركة كانون

شركة متعددة الجنسيات متخصصة في تصنيع أجهزة التصوير مثل الكاميرات (الفيديو والثابتة) وآلات نسخ الوثائق وطابعات الحاسوب .وتقع مقراتها في أوتا، طوكيو عاصمة اليابان ، و سميت بـ "كانون" تيمناً بأول كاميرا صنعتها الشركة "كوانون"، والاسم مستوحى من بوذا الرحمة ، لذا تم تغيير الاسم إلى كانون ليتم قبوله عالمياً

أنشأت الشركة (والتي كان اسمها "معمل المواد البصرية الدقيقة") عام 1937 م في طوكيو ، من قبل تاكيشيميتاري و غوروتوشيدا و سابورو يوشيداوتاكويومايدا. لكن بداياتها الفعلية كانت في 1934 حين أقدم جورويوشيدا إلى تركيب نموذج لم يطرح في الأسواق لآلة تصوير سميت بـ كوانون نسبتا لآلهة بودية أفالوكيتسافارا

تصنع الشركة منتجاتها للشركات وللأفراد وتشمل: الطابعات بأنواعها وآلات نسخ وتصوير الوثائق والمساحات الضوئية والمناظير بأنواعها، وأخيراً الكاميرات الفلمية والرقمية، للصور الثابتة وللفيديو وملحقاتها مثل العدسات والموامضات وغيرها.

للشركة مقرات إقليمية في أمريكا ، اروبيا الشرق الأوسط، إفريقيا وآسيا ، واليابان².

رابعا : مجموعة كارفور

سلسلة مراكز تجارية عالمية فرنسية. وهي من أكبر سلاسل التجارية في العالم من حيث الحجم وثاني أكبر مجموعة لمنتجات التجزئة في العالم من حيث الدخل بعد وول مارت .وتعمل كارفور بصورة رئيسية في أوروبا، الصين، البرازيل، الأرجنتين، جمهورية الدومنيكان وكولومبيا.

أفتتح أول متجر لكارفور في 6 جوان 1957م في ضواحي إنسي الفرنسية. وهو أصغر فرع لكارفور حول العالم حالياً. وقد أسس المجموعة ثلاثة أشخاص هم: مارسيل فورنييه ، دينيسديفوري وجاك ديفور . وأفتتح

¹ - شركة مايكروسوفت ، تاريخ الاطلاع 2018/1/1 ، متاح على الموقع: <https://www.almsal.com/post/279184>
² -شركة كانون ، تاريخ الاطلاع 2018 /1/1 ، متاح على الموقع: <https://www..dictionnaire.sensagent.leparisien>.

أول مركز تجاري ومتجر تجزئة ضخم في قرية قرب باريس في 15 حزيران 1963. وفي عام 1999 اندمجت مع شركة كونتنت الفرنسية، إحدى المنافسين الرئيسيين في السوق الفرنسي.

لدى الشركة فروع في عدة بلدان في العالم منها: المملكة العربية السعودية، سلطنة عمان، الكويت المغرب، فرنسا، مصر، الإمارات العربية المتحدة، إيطاليا، إسبانيا، البرازيل، اليابان، الصين، بولندا ماليزيا، اليونان، سوريا، الأردن، تونس، مملكة البحرين¹.

خامسا : مجموعة رلكس

مجموعة RELX هي سابقاً Reed Elsevier، وهي مجموعة نشر مهنية دولية نشأت في عام 1993م من اندماج الشركة البريطانية Reed International PLC ودار النشر الهولندية Elsevier NV في فرنسا، تدير المجموعة تنظيم معرض باريس للكتاب، ومعرض MCO : العلامات التجارية - الهدايا - الأجسام و مجلة الاستراتيجيات المنشورة. في عام 2009، كانت المجموعة ثاني أكبر ناشر في العالم وظفت أكثر من 32000 شخص في 200 بلد.

يوجد Reed Elsevier في أربعة أسواق رئيسية:

- النشر العلمي والطبيعي (الأول في جميع أنحاء العالم)، تحت العلامة التجارية Elsevier و Elsevier Masson .

- إصدار قانوني ومالي (الأول في جميع أنحاء العالم)، تحت العلامة التجارية LexisNexis

- تنظيم المعارض التجارية (معرض باريس للكتاب، معرض لندن للكتاب، معرض طوكيو للكتاب) تحت العلامات التجارية Reed Expositions و Reed MIDEM .

- المعلومات المهنية، تحت العلامة التجارية: Reed Business Information

بلغ رقم أعمال المجموعة سنة 2011 : 4 395,24 مليون يورو² .

المطلب الثاني : نموذج التحليل المالي

بعد التعرف على الشركات المختارة، نمر إلى تطبيق خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية كما سبق ذكره فإن نوع المعلومات وطريقة تحليلها تتطابق مع الجانب التطبيقي، مما يعني أنه يعتمد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية التي يستثمر في أسواقها بغرض التعرف على الحالة العامة للسوق والحالة الاقتصادية العامة لذلك البلد، فقط ما يجدر الإشارة إليه هو أنه عند حساب النسب المالية

¹ - كارفور، تاريخ الاطلاع 1/1/2018، متاح على الموقع <https://ar.wikipedia.org/wiki/>

² - relx، تاريخ الاطلاع 1/1/2018، متاح على الموقع <https://www.relx.com/>

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

وتحليلها فقد تم تصميم برنامج للتحليل المالي بحيث يقوم المستثمر بملء المعلومات المطلوبة والبرنامج يقوم ببقية العمل ، مع العلم أن الأمر يطبق على المعلومات المالية لكافة الشركات وذلك ضمن مدة مقدارها 10 سنوات ، لكن نحن وبحكم أنه سيكون هناك كم هائل من الأرقام فقد قلصنا سنوات الدراسة إلى 3 سنوات مع شركة بيتروكيم(2014-2016)، البرنامج عبارة عن جدول في الاكسال مجهز بخانات بها مجموعة من المعطيات المطلوب ملؤها ، بعد ملأ تلك الخانات يقوم البرنامج بإجراء حسابات لتلك المعطيات ، الحسابات تتمثل في احتساب النسب المالية التي يحتاجها المحلل المالي بشكل تلقائي ، ولا يحصل المحلل في هذا البرنامج على قيم النسب المالية التي يحتاجها وحسب وإنما أيضا يحصل بشكل تلقائي على تفسير كل نسبة مئوية ويعطي في النهاية ملخص للنتائج ، مما يسهل عمل المحلل المالي ذلك أن الأسواق المالية تضم الآلاف من الشركات ولكي يقوم المحلل بتحليل المعطيات المالية لجميع هذه الشركات يدويا فان ذلك يتطلب الكثير جدا من الوقت والجهد ، لذا فالباحثين يعملون يوميا على إيجاد طرق تسهل جمع المعلومات ومعالجتها بواسطة الكمبيوتر . ومن اجل توضيح كيف يكون نموذج التحليل المالي قمنا بالتطبيق على إحدى شركات الدراسة وهي بتروكيم، لنحصل على النموذج التالي :

(1-4) جدول النموذج المالي لشركة بيتروكيم لسنوات 2014-2016.

	الأحدث	الأقدم
الذمم المدينة	947 108 1	831 562
الموجودات المتداولة سهلة التحويل إلى نقدية	780 623 4	151 328 4
مخزون البضاعة في بداية الفترة	702 923	811 018 1
مخزون البضاعة في نهاية الفترة	938 092 1	702 923
إجمالي الموجودات المتداولة	5716718	5251853
إجمالي الموجودات	21901478	22259636
إجمالي المطلوبات المتداولة	2662038	2547547
إجمالي المطلوبات طويلة الأجل	9085277	10698072
إجمالي المطلوبات	335 747 11	619 245 13
إجمالي حقوق الملكية	143 154 10	017 014 9
المبيعات	811 363 7	505 066 6
تكلفة المبيعات	751 100 5-	512 457 4-

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

A	B	C	D	E	F	G
	الأحدث	الأقدم	زيادة (نقصان)	(التحليل)		
1- نسب السيولة لقياس قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير						
صافي رأس المال العامل Net Working Capital = الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة	3 054 660	2 704 306	350 354	تحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير		
يقاس فائض الموجودات المتداولة عن الإلتزامات المتداولة، ويشكل عام الزيادة في هذا الفائض مؤشر إيجابي على قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير						
نسبة التداول Current Ratio الموجودات المتداولة المطلوبات المتداولة	2,15	2,06	0,09	تحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير		
يقاس قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من موجوداتها المتداولة، ويعكس حجم التغطية الذي توفره الموجودات المتداولة للإلتزامات قصيرة الأجل. والزيادة في هذه النسبة بشكل عام مؤشر إيجابي على قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير.						
نسبة السيولة السريعة Quick Ratio الموجودات المتداولة سهلة التحول إلى نقدية المطلوبات المتداولة	1,74	1,70	0,04	تحسن قدرة المنشأة على سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل من موجوداتها سهلة التحول إلى نقدية		
يقاس قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من موجوداتها المتداولة سهلة التحول إلى نقدية (النقدية+ استثمارات في أوراق مالية+ ذمم مدينة)						

A	B	C	D	E	F	G
معدل دوران المخزون Inventory Turnover تكلفة المبيعات متوسط مخزون البضاعة	(1,26)	(1,15)	(0,12)	انخفاض السرعة والسهولة لتصرف المخزون		
يعكس عدد المرات التي يتم بها تداول وحدات المخزون خلال الفترة - أي عدد المرات التي يتم بها تحول المخزون إلى مبيعات خلال الفترة - والزيادة في هذا الرقم مؤشر إيجابي على سرعة وسهولة تصريف المخزون.						
معدل دوران الذمم المدينة Account Receivable Turnover المبيعات الذمم المدينة	6,64	10,78	(4,14)	النقص في كفاءة إدارة الذمم المدينة وبالتالي تدني الربحية		
يقاس حركة تدفق الأموال المستحقة في الذمم المدينة في البيع الأجل ثم التحصيل وهكذا، ويعكس هذا المقياس عدد المرات التي يستخدم بها كل ريال مستحق في الذمم المدينة في عمليات البيع الأجل والتحصيل خلال الفترة والزيادة في عدد مرات الاستخدام خلال الفترة تعكس كفاءة في إدارة الذمم المدينة وبالتالي تحسن في الربحية.						
متوسط فترة التخزين Average Storage Period 365 يوم معدل دوران المخزون	(288,64)	(318,12)	29,48	الانخفاض في مستوى إدارة المخزون وبتدني تصريفه وتحوله إلى مبيعات		
يقاس عدد الأيام بالمعدل التي تبقى فيها وحدات البضاعة بالمخازن قبل تحولها إلى مبيعات، ويعتبر مؤشر على كفاءة إدارة المخزون بالإضافة إلى كونه مؤشر على مدى سهولة وسرعة تصريف المخزون، ويشكل عام قصر معدل فترة التخزين مؤشر إيجابي على تحسن في إدارة المخزون						
متوسط فترة التحصيل Average Collection Period						

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

A	B	C	D	E	F	G
<p>Average Collection Period متوسط فترة التحصيل</p> <p>يوم 365 معدل دوران الذمم المدينة</p> <p>يعكس هذا المؤشر عدد الأيام بالمعدل التي يستغرقها تحصيل كل ريال مبيعات أجله، أي الفترة ما بين نقطة البيع الأجل وتاريخ التحصيل. وبشكل عام قصر الفترة مؤشر إيجابي على سهولة تحصيل الذمم المدينة، والزيادة الملحوظة في متوسط فترة التحصيل عن فترة الائتمان التي يمنحها المشروع للعملاء، مؤشر على بقاء في حركة الذمم المدينة وندى في التحصيل.</p>	54,97	33,86	21,10	بقاء في حركة الذمم المدينة وندى في التحصيل		
<p>Average Operating Period متوسط طوبن الدورة التشغيلية</p> <p>= متوسط فترة التخزين + متوسط فترة التحصيل.</p> <p>يعكس متوسط عدد الأيام التي يتم من خلالها تحول كل ريال استثمار في المخزون إلى نقدية تالية.</p> <p>فالدورة التشغيلية تبدأ بشراء المخزون أي تحول النقدية إلى مخزون وفي المرحلة الثانية يتم بيع المخزون أي تحوله إلى ذمم مدينة وفي المرحلة الثالثة يتم تحصيل الذمم المدينة أي تحولها إلى نقدية.</p>	(233,67)	(284,26)	50,59	ندى مستوى عمليات الدورة التشغيلية وبقاء تحول المخزون إلى نقدية		
<p>-2- نسب الديون</p> <p>تحليل المديونية والقدرة على السداد في الأجل الطويل</p>						

<p>-2- نسب الديون</p> <p>تحليل المديونية والقدرة على السداد في الأجل الطويل</p>						
<p>Total Debt to Assets Ratio نسبة إجمالي الديون لإجمالي الموجودات</p> <p>إجمالي المطلوبات إجمالي الموجودات</p> <p>إجمالي المطلوبات هنا يشمل جميع مصادر التمويل في الجانب الأيسر من الميزانية باستثناء حقوق المساهمين، سواء كانت طويلة الأجل أم قصيرة الأجل.</p> <p>يعكس هذه النسبة الموجودات المعولة عن طريق الديون، وتعتبر من المؤشرات الهامة والأساسية على مستوى المخاطرة التمويلية وقدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل (فكلما زادت هذه النسبة زادت المخاطرة التمويلية وندت قدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل بفرص تيات العوامل الأخرى).</p>	0,54	0,60	(0,06)	انخفاض المخاطر التمويلية وزيادة قدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل بفرص تيات العوامل الأخرى		
<p>Long Term Debt to Asset نسبة الديون طويلة الأجل إلى الموجودات</p> <p>إجمالي المطلوبات طويلة الأجل إجمالي الموجودات</p> <p>تبين هذه النسبة نسبة الموجودات المعولة بديون طويلة الأجل ، وهي مقياس بديل</p>	0,41	0,48	(0,07)	انخفاض المخاطر التمويلية وزيادة قدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل للمطلوبات طويلة الأجل		

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

A4	A	B	C	D	E	F	G
	نسبة الديون لحقوق الملكية Debt to Equity Ratio						
	إجمالي المطلوبات إجمالي حقوق الملكية	1,16	1,47	(0,31)	زيادة حجم التغطية الذي يوفره المالكين للدين وارتفاع عامل الأمان بالنسبة للدين وانخفاض المخاطر التمويلية وتحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل		
	تبين حجم التغطية الذي توفرها حقوق الملكية للدين وشكل عام كلما انخفضت نسبة الديون لحقوق الملكية، أي زاد حجم التغطية الذي يوفره المالكين للدين، كلما ارتفع عامل الأمان بالنسبة للدين وفي هذا تعبر مقياساً دقيقاً للمخاطرة التمويلية وقدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل						
	نسبة الديون طويلة الأجل لحقوق الملكية Long Term Debt to Equity						
	إجمالي المطلوبات طويلة الأجل إجمالي حقوق الملكية	0,89	1,19	(0,29)	زيادة حجم التغطية الذي يوفره المالكين للديون طويلة الأجل وارتفاع عامل الأمان بالنسبة للديون طويلة الأجل وانخفاض المخاطر التمويلية وتحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل الطويل للديون طويلة الأجل		
	تتبع حجم التغطية الذي يوفرها الملاك لديون طويلة الأجل، وتعتبر هذه النسبة مقياساً أقل تحفظاً من المقياس السابق لأنه يعتمد فقط على مصادر تمويل طويلة الأجل						

A5	A	B	C	D	E	F	G
	3- نسب الربحية						
	نستخدم لتحليل قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح						
	معدل العائد على المبيعات (هامش الربح) Gross Margin						
	صافي الدخل المبيعات	0,18	0,10	0,08	زيادة قدرة تحقيق المبيعات للأرباح وتحسن الربحية		
	يعكس نسبة الأرباح بالمعدل في كل ريال مبيعات وقياس قدرة كل ريال مبيعات على تحقيق الأرباح وشكل عام التحسن في معدل العائد على المبيعات مؤشر على تحسن الربحية.						
	العائد على الموجودات Return On Asset						
	صافي الدخل إجمالي الموجودات	0,06	0,03	0,03	زيادة القدرة على تحقيق الأرباح من الموجودات المتاحة وزيادة كفاءة أنشطة العمليات التشغيلية باستثناء الأنشطة التمويلية		
	قياس قدرة كل ريال مستثمر بالموجودات على تحقيق الأرباح التشغيلية فهو يعكس القدرة على تحقيق الأرباح من الموجودات المتاحة بغض النظر عن الطريقة التي يتم بها تمويل الموجودات وبذلك يعكس كفاءة أنشطة العمليات ولا يعكس الأنشطة التمويلية.						

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

	B	C	D	E
معدل دوران الموجودات Asset Turnover				
المبيعات إجمالي الموجودات	0,34	0,27	0,06	زيادة كفاءة استخدام الموجودات في تحقيق المبيعات وتحسين الربحية.
يقاس قدرة كل ريال مستثمر بالموجودات على تحقيق المبيعات وهذا يعبر مؤشر على كفاءة استخدام الموجودات في تحقيق الإيرادات وبشكل عام الزيادة في معدل دوران الموجودات مؤشر على تحسن في كفاءة استخدام الموجودات وتحسن الربحية.				
العائد على حقوق الملكية Return on Equity				
صافي الدخل إجمالي حقوق الملكية	0,13	0,07	0,06	زيادة ربحية الاستثمار في حقوق الملكية وزيادة كفاءة أنشطة العمليات التشغيلية والتمويلية.
يقاس بالمعدل ربحية كل ريال مستثمر في حقوق الملكية ويعكس كل من الأنشطة التشغيلية والتمويلية وبالتالي يتأثر بالرافع المالي وحجم الدين في هيكل رأس المال بالإضافة إلى معدل العائد على الموجودات.				

الموضوع:	مراجعة التحليلية والنسب المالية ملخص النتائج	رؤجع بواسطة:
		1- بالنسبة للسيولة
	<ul style="list-style-type: none"> تحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير مقدار التغير = 350354 ريال تحسن قدرة المنشأة على السداد في الأجل القصير مقدار التغير = 0,09 تحسن قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل من موجوداتها سهلة التحويل إلى نقدية مقدار التغير = 0,04 انخفاض السرعة والسهولة لتصرف المخزون مقدار التغير = 0,12 	

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

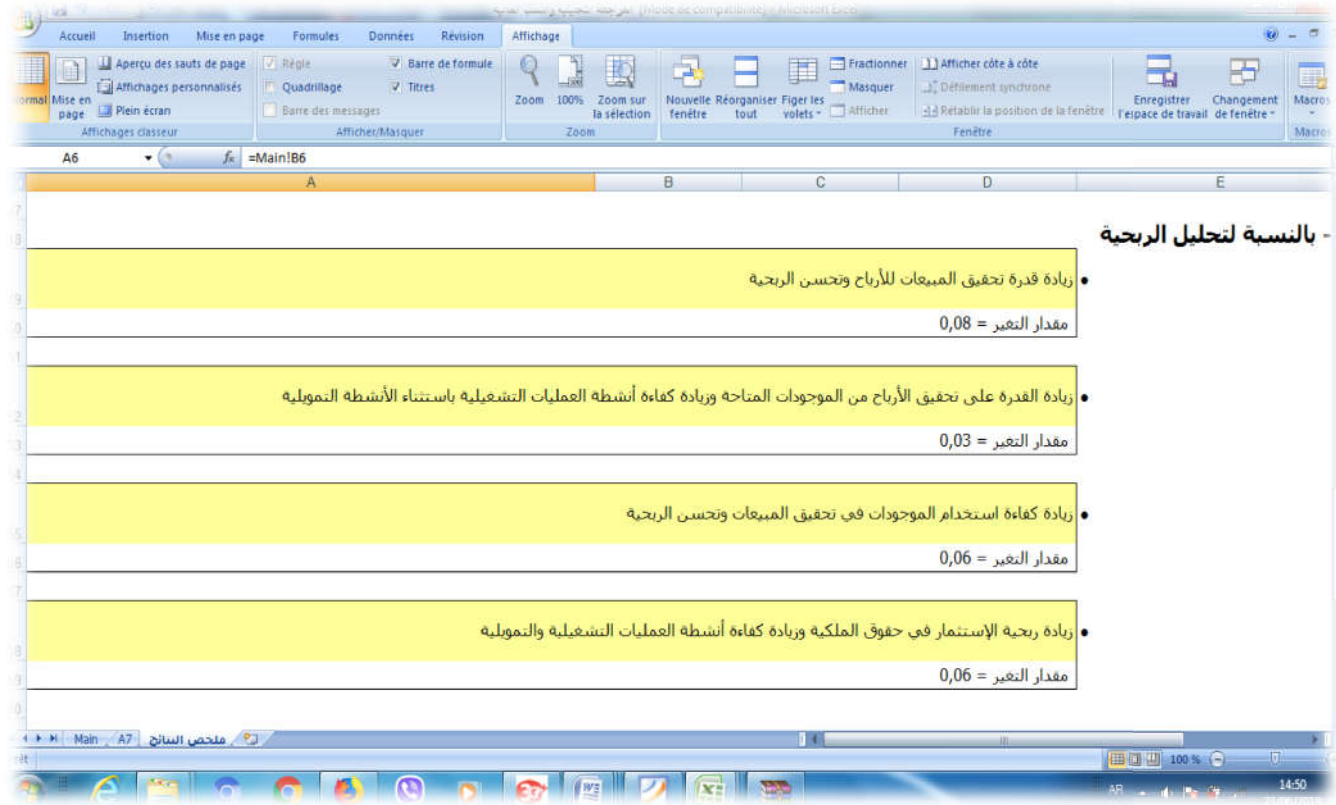
	A	B	C	D	E
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					
10					
11					
12					
13					
14					
15					
16					
17					
18					
19					
20					
21					
22					
23					
24					
25					
26					
27					
28					
29					
30					
31					
32					
33					
34					
35					
36					
37					
38					
39					
40					
41					
42					
43					
44					
45					
46					
47					
48					
49					
50					
51					
52					
53					
54					
55					
56					
57					
58					
59					
60					
61					
62					
63					
64					
65					
66					
67					
68					
69					
70					
71					
72					
73					
74					
75					
76					
77					
78					
79					
80					
81					
82					
83					
84					
85					
86					
87					
88					
89					
90					
91					
92					
93					
94					
95					
96					
97					
98					
99					
100					

-بالنسبة لتحليل الديون

	A	B	C	D	E
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					
10					
11					
12					
13					
14					
15					
16					
17					
18					
19					
20					
21					
22					
23					
24					
25					
26					
27					
28					
29					
30					
31					
32					
33					
34					
35					
36					
37					
38					
39					
40					
41					
42					
43					
44					
45					
46					
47					
48					
49					
50					
51					
52					
53					
54					
55					
56					
57					
58					
59					
60					
61					
62					
63					
64					
65					
66					
67					
68					
69					
70					
71					
72					
73					
74					
75					
76					
77					
78					
79					
80					
81					
82					
83					
84					
85					
86					
87					
88					
89					
90					
91					
92					
93					
94					
95					
96					
97					
98					
99					
100					

-بالنسبة لتحليل الديون

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية



خلال هذه المرحلة يتلخص دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إعطاء معلومات عن حالة سوق الأوراق المالي المعني .

المبحث الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية عمليا

في هذه المرحلة ينتقل المستثمر إلى جمع المعلومات من سوق الأوراق المالية الدولية في حد ذاتها . يتعلق الأمر بجمع المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأوراق المالية المختارة في المرحلة السابقة ومؤشرات الأسواق التي تتداول فيها.حيث أنه في المرحلة السابقة وبعد إجراء التحليل الأساسي لجميع الأوراق المالية يتوصل مدير المحفظة إلى الأوراق التي هي مقبولة للاستثمار فيها .

المطلب الأول : دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي

قرار المزج الرئيسي يعني تنويع مكونات المحفظة وتحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل المحفظة، وهذا يشكل تقريبا جوهر إدارة المحفظة وقد تبين نظريا أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فعال فيه ، وهذا ما سنتحقق منه خلال الخطوات العملية لاتخاذ قرار المزج الرئيسي .

1- حصر المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم والمؤشرات المختارة

في هذا الشأن فقد جمعنا المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم الخمسة مع مؤشرات للأسواق التي تتداول فيها لمدة 3 أشهر ، مع العلم أنه في الحقيقة يجمع المستثمر معلومات عن 10 سنوات وذلك من خلال موقع ياهو المالي¹ ، وموقع تداول لبورصة السعودية². وقد تحصلنا على الجدول التالي :

¹ -المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم ، تاريخ الاطلاع 2018/2/20، متاح على الموقع :<https://finance.yahoo.com>

² -المعلومات التاريخية لشركة بيتروكيم ، تاريخ الاطلاع 2018/2/ 20، متاح على الموقع

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home>

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

الجدول (4-2): أسعار الأسهم والمؤشرات المرافقة لها للشركات الخمسة محل الدراسة لسنتي 2014 و2015.

Date	شركة كلون Adj Close**	شركة مايكروسوفت Adj Close**	شركة مايكروسوفت Adj Close**	مؤشر داو 30 Adj Close**	شركة كارفور Adj Close**	مؤشر كاهل Adj Close**	ELX PLC شركة Adj Close**	مؤشر فوتسي 00 Adj Close**	شركة بيندوركيم Adj Close**	مؤشر تلسي Adj Close**
01/12/2015	26,38	19033,71	52,144	17425,03	24,33	4637,06	1110,93	6242,32	16,55	6911,76
01/11/2015	26,46	19747,47	50,74	17719,92	26,64	4957,6	1111,86	6356,09	20,35	7239,93
01/10/2015	26,08	19083,1	49,144	17661,54	27,09	4897,66	1078,45	6361,09	21,5	7124,8
01/09/2015	25,37	17388,15	41,32	16284,7	24,14	4455,29	1050,6	6061,61	18,5	7404,14
01/08/2015	26,82	18890,48	40,363	16528,03	26,46	4652,95	963,46	6247,94	19,9	7522,47
01/07/2015	27,99	20585,24	43,313	17689,86	28,53	5082,61	1030,76	6696,28	26,2	9098,27
01/06/2015	27,85	20235,73	40,948	17619,51	25,62	4790,2	954,24	6520,98	24,95	9086,89
01/05/2015	29,67	20563,15	43,181	18010,68	27,57	5007,89	1000,34	6984,43	27,1	9688,69
01/04/2015	30,59	19520,01	44,821	17840,52	27,47	5046,49	980,17	6960,63	29,4	9834,49
01/03/2015	30,39	19206,99	37,467	17776,12	27,74	5033,64	1049,92	6773,04	22	8778,89
01/02/2015	27,94	18757,94	40,121	18132,7	26,37	4951,48	1012,78	6946,66	26	9313,52
01/01/2015	27,08	17674,39	36,965	17164,95	24,84	4604,25	1047,2	6749,4	24,75	8878,54
01/12/2014	26,63	17450,77	42,5	17823,07	22,57	4272,75	996,47	6566,09	21,9	8333,3
01/11/2014	26,84	17459,85	43,47	17828,24	22,7	4390,18	1008,25	6722,62	24,7	8624,89
01/10/2014	26,09	16413,76	42,69	17390,52	20,85	4233,09	930,34	6546,47	33,2	10034,92
01/09/2014	27,41	16173,52	42,15	17042,9	21,82	4416,24	895,01	6622,72	35,7	10854,79
01/08/2014	27,48	15424,59	41,05	17098,45	23,54	4381,04	883,48	6819,75	35,3	11112,12
01/07/2014	27,58	15620,77	39	16563,3	23,04	4246,14	858,3	6730,11	34	10214,73
01/06/2014	27,09	15162,1	37,68	16826,6	24,03	4422,84	845,26	6743,94	32,7	9513,02
01/05/2014	27,32	14632,38	36,73	16717,17	23,79	4519,57	855,15	6844,51	29,4	9823,4
01/04/2014	25,87	14304,11	36,25	16580,84	24,47	4487,39	768,18	6780,03	28,4	9585,22
01/03/2014	25,69	14827,83	36,78	16457,66	24,53	4391,5	806,94	6598,37	28,2	9473,71
01/02/2014	25,82	14841,07	34,12	16321,71	23,33	4408,08	806,5	6809,7	28,7	9106,55

الخطوة التالية تتمثل في تحويل جميع الأسعار إلى الدولار باعتباره العملة الرئيسية في العالم بالاعتماد على أسعار صرف المحصل عليها من سوق الصرف الأجنبي وهي كما يلي:

100 ريال سعودي = 27 دولار.

100 يورو = 153.1 دولار.

100 جنية إسترليني = 132.3 دولار.

100 ين = 0.89 دولار.

وبذلك نحصل على جداول جديدة وفق أسعار الصرف وذلك كما يلي:

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

الجدول (4-3) : أسعار الأسهم والمؤشرات المعدل وفق أسعار الصرف .

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
شركة كانون \$	شركة نيكارو \$	شركة مايكروسوفت 30 دولار	مؤشر دارو	شركة كارفور \$40	مؤشر كاله \$40	ELX PLC شركة 00	مؤشر فوتسي 00	شركة بيتروكيم	مؤشر لنسي \$
Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**	Adj Close**
0,234782	169,400019	52,144	17425,03	37,24923	7099,33886	1469,76039	8258,58936	4,4685	1866,1752
0,235494	175,752483	50,74	17719,92	40,78584	7590,0856	1470,99078	8409,10707	5,4945	1954,7811
0,232112	169,83959	49,144	17663,54	41,47479	7498,31746	1426,78935	8415,72207	5,805	1923,696
0,225793	154,754535	41,32	16284,7	36,95834	6821,04899	1389,9438	8019,51003	4,995	1999,1178
0,238698	168,125272	40,363	16528,03	40,51026	7123,66645	1274,65758	8266,02462	5,373	2031,0669
0,249111	183,208636	43,313	17689,86	43,67943	7781,47591	1363,69548	8859,17844	7,074	2456,5329
0,247865	180,097997	40,948	17619,51	39,22422	7333,7962	1262,45952	8627,25654	6,7365	2453,4603
0,264063	183,012035	43,181	18010,68	42,20967	7667,07959	1323,44982	9240,40089	7,317	2615,9463
0,272251	173,728089	44,821	17840,52	42,05657	7726,17619	1296,76491	9208,91349	7,938	2655,3123
0,270471	170,942211	37,467	17776,12	42,46994	7706,50284	1389,04416	8960,73192	5,94	2370,3003
0,248666	167,301666	40,121	18132,7	40,37247	7580,71588	1339,90794	9190,43118	7,02	2514,6504
0,241012	157,302071	36,965	17164,95	38,03004	7049,10675	1385,4456	8929,4562	6,6825	2397,2058
0,237007	155,311853	42,5	17823,07	34,55467	6541,58025	1318,32981	8686,93707	5,913	2249,991
0,238876	155,392665	43,47	17828,24	34,7537	6721,36558	1333,91475	8894,02626	6,669	2328,7203
0,232201	146,082464	42,69	17390,52	31,92135	6480,86079	1230,83982	8660,97981	8,964	2709,4284
0,243949	143,944328	42,15	17042,9	33,40642	6761,26344	1184,09823	8761,85856	9,639	2930,7933
0,244572	137,278851	41,05	17098,45	36,03974	6707,37224	1168,84404	9022,52925	9,531	3000,2724
0,245462	139,024853	39	16563,3	35,27424	6500,84034	1135,5309	8903,93553	9,18	2757,9771
0,241101	134,94269	37,68	16826,6	36,78993	6771,36804	1118,27898	8922,23262	8,829	2568,5154
0,243148	130,228182	36,73	16717,17	36,42249	6919,46167	1131,36345	9055,28673	7,938	2652,318
0,230243	127,306579	36,25	16580,84	37,46357	6870,19409	1016,30214	8969,97969	7,668	2588,0094
22,8641	131,967687	36,78	16457,66	37,55543	6723,3865	1067,58162	8729,64351	7,614	2557,9017
0,229798	132,085523	34,12	16321,71	35,71823	6748,77048	1066,9995	9009,2331	7,749	2458,7685

بعد تسوية موضوع الصرف والحصول على الجدول المتكامل للأسعار التاريخية لكل الأوراق المالية ومؤشراتها ، يحسب مدير المحفظة عوائد الأوراق المالية والمؤشرات الخاصة بها كل على حدى وفق المعادلة التالية بواسطة الاكسال :

$$\frac{\text{سعر الحديث} - \text{سعر القديم}}{\text{سعر اقديم}} = \text{العائد}$$

نتحصل على الجدول التالي :

جدول (4-4) : عوائد الأسهم المختارة ومؤشراتها .

عائدات الأسهم والمؤشرات														
مؤشر تاسي	شركة بيزنوكيم	مؤشر فوتسي 00 شركة ELX PLC	مؤشر كاله40	شركة كارفور	مؤشر دار30	شركة مايكروسوفت	شركة كاتون							
-0,00302343	-0,03614438	0,02767048	-0,01664172	-0,08671171	-0,06465629	-0,00083644	-0,01789937	-0,18673219	-0,04532779					
0,01457055	0,03481457	0,03247599	0,00319189	-0,01661113	0,0122385	0,03097965	-0,00078603	-0,05348837	0,01615905					
0,02798581	0,0974773	0,1893514	0,08467089	0,12220381	0,09929096	0,02650866	0,04940602	0,16216216	-0,03772754					
-0,05406413	-0,07952842	0,02370983	-0,01472226	-0,08767952	-0,04248058	0,09044486	-0,02982263	-0,07035176	-0,01573021					
-0,04180064	-0,08232889	-0,06810888	-0,06567774	-0,07255521	-0,08453531	-0,06529163	-0,06695359	-0,24045802	-0,17319776					
0,00502693	0,01727192	0,05775618	0,00399273	0,11358314	0,06104338	0,08018947	0,02688246	0,0501002	0,00125235					
-0,06134142	-0,01592266	-0,05171256	-0,02171878	-0,07072905	-0,04346941	-0,04608433	-0,06635473	-0,07933579	-0,06211366					
-0,03007519	0,05343952	-0,03658999	0,00953784	0,00364033	-0,00764888	0,02057806	0,00341923	-0,07823129	-0,01482537					
0,00658111	0,01629719	0,19627939	0,00362284	-0,00973324	0,00255282	-0,06643363	0,02769657	0,33636364	0,12024299					
0,0876879	0,02176036	-0,0661499	-0,01966503	0,05195298	0,01659302	0,03667134	-0,02499331	-0,15384615	-0,05740365					
0,03175775	0,06356938	0,08537806	0,05637942	0,0615942	0,07541511	-0,0328686	0,0292263	0,05050505	0,04899229					
0,01689824	0,01281433	-0,13023529	-0,03692518	0,10057599	0,07758469	0,05090971	0,02791768	0,13013699	0,06542906					
-0,00782414	-0,00052005	-0,02231424	-0,00028999	-0,00572687	-0,02674833	-0,01168361	-0,02328408	-0,11336032	-0,03380797					
0,02874665	0,0637325	0,01827126	0,02517004	0,08872902	0,03711001	0,08374358	0,02690763	-0,2560241	-0,14051233					
-0,04815761	0,01485391	0,01281139	0,02039676	-0,04445463	-0,04147193	0,03947442	-0,0115134	-0,07002801	-0,07553071					
-0,00254731	0,04855429	0,02679659	-0,00324883	-0,07306712	0,00803462	0,01305066	-0,02889109	0,01133144	-0,0231576					
-0,00362582	-0,01255892	0,0525641	0,03230938	0,02170139	0,03177003	0,02933706	0,01331925	0,03823529	0,08785254					
0,01808786	0,03025109	0,03503185	-0,01564784	-0,0411985	-0,03995171	0,01542721	-0,00205073	0,03975535	0,07376312					
-0,00841874	0,0362019	0,02586442	0,00654596	0,01008827	-0,02140248	-0,01156522	-0,01469353	0,1122449	-0,03159599					
0,05604948	0,02294935	0,01324138	0,00822214	-0,02778913	0,00717121	0,11321565	0,00951028	0,03521127	0,02484867					
-0,98992993	-0,03532007	-0,01441001	0,00748466	-0,00244598	0,02183536	-0,04803331	0,02753104	0,0070922	0,01177047					
98,4965143	-0,00089212	0,07796014	0,0083294	0,05143592	-0,00376127	0,00054557	-0,03103367	-0,0174216	0,04031823					

2- حساب معامل بيتا للأوراق المالية المختارة

بعد الحصول على جدول عوائد الأسهم والمؤشرات الخاصة بها ، ينتقل مدير المحفظة إلى حساب قيمة بيتا ليعرف أي الأوراق المالية عائدها يتقلب أكثر من تقلب عوائد السوق والعكس ، وهذا من أجل اختيار الورقة المالية التي تناسب رغبته ، حيث أنه إذا كان مستثمر من النوع المخاطر فإنه سيختار الأوراق المالية ذات قيمة بيتا مرتفع (≥ 1) والعكس في حال المستثمر المتحفظ .

يتم حساب قيمة بيتا بواسطة الاكسال وفق دالة الانحدار المعياري (slope)، وذلك بوضع قيم عواد السهم في مركز (y) ووضوح قيم عوائد المؤشر في مركز قيم (x)، وعليه نحصل على الجدول التالي :

الجدول (4-5): بيتا أسهم الشركات المختارة .

	(β) p	(β) m	(β) can	(β) car	(β) re
1					
2					
3		1,475	1,567	-28,238	1,158
4					0,434
5					
6					
7					
8					
9					
10					
11					
12					

حيث نلاحظ من خلال الجدول أن الأوراق الموجودة لدينا بيتا الخاصة بها أكبر من الواحد وهذا يعني أنها ورقة مالية درجة تقلب عوائدها أكبر من درجة تقلب عوائد مؤشرها ، وهذا يعني أن هذه الأوراق مخاطرها أعلى من مخاطر السوق وهذا النوع يتجه إليه المستثمر المضارب ، وأخرى بيتا الخاصة بها أصغر من الواحد وهذا يعني أن درجة تقلب عوائدها أصغر من درجة التقلب في عائد المؤشر، ونقول أن الورقة المالية تنطوي على مخاطر أقل من مخاطر السوق. وهذا جيد للتنويع .

3- حساب معامل الارتباط للأوراق المالية الدولية المختارة

بعد الحصول على قيم بيتا واختيار مدير المحفظة الأوراق المالية التي تناسب رغباته كما ذكرنا سابقا ينتقل إلى حساب معامل الارتباط بين الأوراق المالية المختارة من خلال استخدام الاكسال بالطريقة التالية:

أ. حساب اللوغاريتم لسعر كل ورقة مالية

يقوم المدير بحساب نسبة التغير في أسعار الورقة المالية لفترة زمنية محددة يختارها مدير المحفظة وذلك باستخدام اللوغاريتم لتلك الأسعار، وما يساعده في ذلك هو استخدام دالة (LN)، في مثالنا التطبيقي اخترنا مدة 3 أشهر .

ب. استخدام دالة (NB) في الاكسال

من أجل حساب عدد الخانات التي تم الحصول عليها في حساب تغير سعر الورقة المالية الواحدة ، نستخدم دالة (NB)، وفي مثالنا وجدنا 22 خانة . وهذا الرقم سوف يستخدم في معادلات أخرى في المرحلة التالية .

الجدول (4-6): اللوغاريتمات الخاصة بأسعار الأسهم المختارة .

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
	can log	mic log	car log	rel log	pit log												
1	0,01143741	0,05925436	-0,1074545	0,02967268	-0,26166683												
2	0,04206679	0,20536791	0,09854363	0,05667286	0,09531018												
3	-0,02797914	0,19684124	0,0235305	0,11274913	0,0773332												
4	-0,09827993	-0,04710618	-0,16708595	0,01906504	-0,34798868												
5	-0,03768509	-0,01438945	0,03226086	0,00961576	-0,22615409												
6	-0,05828913	0,00305224	0,03422794	0,02995645	-0,03377432												
7	-0,09384019	-0,09037381	-0,0697212	-0,02681081	-0,16412085												
8	-0,02397717	0,14194004	-0,00614719	-0,04837403	0,20849127												
9	0,0906138	0,11077689	0,0408675	-0,03272828	0,12289814												
10	0,11531816	0,01348903	0,11042016	0,00259404	-0,11778304												
11	0,04802095	-0,05760419	0,15560541	0,01623527	0,1716099												
12	0,00890214	-0,16209953	0,09009033	0,03790378	0,00202225												
13	0,0204863	-0,00446062	0,07926764	0,06866892	-0,41606324												
14	-0,0210146	0,03083636	0,03953794	0,11913654	-0,36834745												
15	-0,05190637	0,03917386	-0,12134715	0,05168146	-0,06133309												
16	-0,00618296	0,07767304	-0,05440486	0,0418812	0,04879016												
17	0,01429381	0,08566139	-0,02060195	0,04422438	0,07650789												
18	0,00947184	0,05996779	-0,03203349	0,0036768	0,14536585												
19	0,04608066	0,03869007	-0,01814483	0,09562019	0,14098593												
20	-4,54365296	-0,00136036	-0,03063153	0,05802758	0,0416727												
21	0,00193461	0,06055566	0,04770779	-0,04867982	-0,01050798												
22	4,66781612	0,08745638	0,09486185	0,03217493	0,0035524												
23	22	22	22	22	22												

ج. حساب العائد المتوقع لكل ورقة مالية بالاكسال:

يحسب المدير أو المستثمر العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال معادلة MOYENNE مع نتائج جدول اللوغاريتم السابق ، بحيث مثلا لحساب العائد المتوقع لسهم بيتروكيم نأتي للخانة تحت اسم السهم بيتروكيم ونضع علامة = ثم نختار الدالة MOYENNE ثم ننسخ العمود المتعلق بسهم بيتروكيم من جدول اللوغاريتم ، فنحصل على العائد المتوقع لكل ورقة مالية، وبنفسك الطريقة مع بقية الأسهم.

نحسب عائد الورقة المالية من خلال دالة MOYENNE التي تقيس المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية الموجودة لدينا، لأنه من المتوقع أن العائد المتوقع للورقة المالية يدور حول المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية الموجودة لتلك الورقة .

د. حساب الانحراف المعياري لسعر كل ورقة مالية

نستخدم الانحراف المعياري لقياس المخاطرة ويعود سبب استخدام الانحراف المعياري لأنه طالما أن العائد هو المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية فتلقائيا كلما زاد تشتت العوائد عن المتوسط زادت المخاطرة وبالتالي احتمالية ابتعاد العائد المتوقع عن العائد الفعلي .

يتم حساب الانحراف المعياري في الاكسال عن طريق الدالة (ECARTYPE) مع نتائج جدول اللوغاريتم السابق، بحيث مثلا لحساب مخاطرة سهم بيتروكيم نأتي تحت اسم سهم بيتروكيم ونضع علامة = ثم نختار الدالية ECARTYPE ثم ننسخ العمود المتعلق بسهم بيتروكيم في جدول اللوغاريتم ونقوم بلصقه مع الدالة مع الضغط على زر إدخال نحصل على النتيجة، وبنفس الطريقة نحسب بقية مخاطر الأوراق المالية الموجودة لدينا.

هـ . حساب قيمة معامل الارتباط

يحسب معامل الارتباط بين أسعار الأوراق المالية لأنه يعبر عن طبيعة العلاقة بين أسعار الأوراق المالية عند تغير الظروف في السوق ومدى تأثير هذه الأسعار بتلك التغيرات وطبيعة العلاقة بين التغير في الأسعار نتيجة التغير في ظروف السوق، الارتباط له ثلاث حالات .

- **ارتباط الموجب** $r_{A,B} = 1$: يعني أن سعر الورقتين يتحرك في نفس الاتجاه، أي إذا زاد أحدهما زاد الآخر والعكس بالعكس وفي هذه الحالة يكون أثر التنويع مفقودا بحيث أنه لا يجنب المستثمر المخاطر التي من أجلها كونت المحفظة .
- **ارتباط السالب** $r_{A,B} = -1$: سعر الورقتين يتحرك في اتجاهين متعاكسين، وتعتبر هذه الحالة أفضل حالات معامل الارتباط لتقليل المخاطرة، وبالتالي يكون هذا التنويع جيد .
- **عدم الارتباط** $r_{A,B} = 0$: يعني أن سعري الورقتين ليس لهما أي علاقة بينهما، فازدياد الأول لا يعني ازدياد أو نقصان الثاني والعكس، وهذه الحالة أيضا يكون لها تأثير قوي في تخفيض المخاطرة، وبالتالي يكون التنويع بين هاتين الورقتين ناجح.

لحساب الارتباط بين أسعار الأوراق المالية الدولية الموجودة لدينا بواسطة الاكسال نستخدم دالة RODUITMAT و دالة TRANSPOSE مع نتائج العائد المتوقع للأوراق المالية وجدول اللوغاريتم التي تحصلنا عليه سابقا وذلك كما يلي :

(TRANSDUITMAT) (جميع خانات العائد المتوقع للأوراق المالية - جميع خانات جدول اللوغاريتم) ; (جميع خانات العائد المتوقع للأوراق المالية - جميع خانات جدول اللوغاريتم) ((عدد خانات جدول اللوغاريتم - 1، مع الضغط على زر إدخال نحصل على كلمة vluet في الخانة نسحبها لبقية الخانات .

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

عندما تحصل على كلمة vluet هذا يعني أننا في الطريق الصحيح ،وللحصول على الأرقام مكان تلك الكلمة نستعمل 3 أزرار مع بعضها في نفس الوقت هي: ctrl ,shift,enter ، بهذا تظهر الأرقام في مكان تلك الكلمة ونكون حصلنا على معاملات الارتباط بين الأوراق المالية الموجودة لدينا . فنحصل على الجدول التالي :

الجدول (4-7): معاملات الارتباط بين أسعار الأوراق المالية المختارة .

	A	B	C	D	E	F	G	H
1		can	mic	car	rel	pit		
2	can	2,02329299	0,02056244	0,03018093	-0,005633	-0,0046404		
3	mic	0,02056244	0,00752151	0,00020514	0,00048484	0,0062084		
4	car	0,03018093	0,00020514	0,00668426	6,37E-05	0,00351445		
5	rel	-0,005633	0,00048484	6,37E-05	0,00212515	-0,0017639		
6	pit	-0,0046404	0,0062084	0,00351445	-0,0017639	0,0340355		
7	العائد المتوقع	0,00516523	0,03787919	0,0099704	0,03058928	-0,0396909		
8	الانحراف المعياري	0,07257192	0,10226859	0,08862623	0,04710714	0,186898		
9								
10								
11								
12								

الحصول على معاملات الارتباط التي هي الأخرى تسمح بفرز الأوراق المالية المختارة مرة أخرى ، حيث أن مدير المحفظة يختار الأوراق المالية التي يكون فيها معامل الارتباط سلبيا ، لأنه يعني عدم تغير أسعار الأوراق المالية في نفس الاتجاه في نفس الوقت وهذا جيد للتنويع .

4 - تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى

ل للوصول إلى تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى يقوم المدير بإجراء عدة خطوات تتمثل في :

أ. تحديد الوزن المبدئي كل ورقة مالية

داخل أي محفظة استثمارية في العالم لا يكون مجموع أوزان أوراقها المالية أكثر من 100% ، لهذا نوزع مبدئيا الاستثمار بطريقة متساوية بين الأوراق المالية التي لدينا، وبما انه لدينا 5 أوراق فان النسبة المئوية هي 20%، نكتب هذه النسبة أمام اسم كل ورقة مالية مع ملاحظة أن كتابة الرقم تكون نسبة

مئوية ثم في خانة المجموع نكتب = ونستخدم دالة SOMME والضغط على زر إدخال فنحصل على مجموع نسبة الاستثمار وهو 100%.

ب. حساب العائد المتوقع للمحفظة

المحفظة الاستثمارية الدولية هي توليفة من الأوراق المالية الدولية ، وهذا يعني أن عائد هذه المحفظة هو مجموع عوائد الأوراق المالية التي تضمها، ولهذا فان عائد المحفظة يحسب وفق المعادلة التالية :

$$R_P = \sum_i^n W_i R_i$$

يتم حساب العائد المتوقع للمحفظة بالاكسال عن طريق دالة SOMME ودالة TRANSPOSE و أوزان الأوراق المالية مع العوائد المتوقعة لتلك الأوراق وذلك كما يلي :

SOMME)TRANSPOSE(جميع خانات أوزان الأوراق المالية) *جميع خانات المتوقع العائد للأوراق المالية)، ونضغط على زر إدخال نحصل على كلمة vluet و هذا يعني انك في الطريق الصحيح للحصول على الرقم نضغط على الأزرار الثلاثة مع بعضها ctrl, shift, enter، وبهذا نحصل على العائد المتوقع للمحفظة .

ج. حساب الانحراف المعياري للمحفظة

يتم قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية بواسطة الانحراف المعياري (σ) وفق الصيغة التالية :

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_i^n W_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1, j=1}^n W_i W_j COV_{ij}}$$

يحسب الانحراف المعياري للمحفظة بواسطة الاكسال عن طريق دالة RACINE ودالة PRODUITMAT ودالة TRANSPOSE و أوزان الأوراق المالية وجدول الارتباط وذلك كما يلي :

RACINE)PRODUITMAT)TRANSPOSE(جميع خانات أوزان الأوراق المالية) ; جميع خانات جدول الارتباط) ; (جميع خانات أوزان الأوراق المالية)) ، ثم نضغط على زر الإدخال فنحصل على كلمة value هذا يعني أن ما نفعله صحيح ، وللحصول على القيمة العددية نستعمل مرة أخرى الأزرار الثلاثة ctrl, shift, enter مع بعضها في نفس الوقت ، فيظهر لدينا قيمة الانحراف المعياري للمحفظة.

د. حساب نسبة شارب

يتم حساب نسبة شارب ، لأنه سيعتمد على هذه النسبة فيما بعد كشرط من أجل الحصول على المحفظة الاستثمارية المثلى، وتحسب نسبة شارب وفق المعادلة التالية:

$$\text{Sharp Ratio} = \frac{\text{العائد الخالي من المخاطرة} - \text{العائد المتوقع للمحفظة}}{\text{الانحراف المعياري للمحفظة}}$$

العائد الخالي من المخاطرة المأخوذ في الدراسة التطبيقية هو العائد على سندات الخزينة الأمريكية لـ 10 سنوات في السوق الأمريكي، ونجد هذه المعلومة في موقع التداول finance.yahoo. فنحصل على الجدول التالي :

الجدول (4-8) : العائد المتوقع والانحراف المعياري ونسبة شارب للمحفظة الاستثمارية .

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	can	20,00%						
2	mic	20,00%						
3	car	20,00%						
4	rel	20,00%						
5	pit	20,00%						
6	المجموع	100,00%						
7	العائد المتوقع	0,00878264						
8	الانحراف المعياري	0,29475581						
9	sharp ratio	-0,0797859						
10	العائد الخالي من	3,23%						
11								
12								

هـ. استخدام خاصية SOLVER

عندما يحصل المستثمر على محفظة مبدئية بأوراق مالية نسبة الاستثمار في أوراقها متساوية ويعرف العائد والمخاطرة المتوقعين لهذه المحفظة ، فان التساؤل الذي يخطر في باله هو هل هذه المحفظة بهذه النسب من المزج تحقق أعلى عائد ممكن مع أقل مخاطرة ، أم هناك أفضل؟

بدلاً من أن يبقى المستثمر في عملية طويلة من تجريب نسب المزج فانه يلجأ إلى خاصية SOLVER على الاكسال تعطيه الجواب بأسرع وقت وأقل جهد .

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

حيث أنه بمجرد الذهاب إلى خاصية SOLVER ووضع الهدف هو تعظيم نسبة شارب وتحديد شرطين :
الأول مجموع نسب المزج تساوي 100 ، والثاني نسبة مزج كل ورقة لا تكون أقل من الصفر.

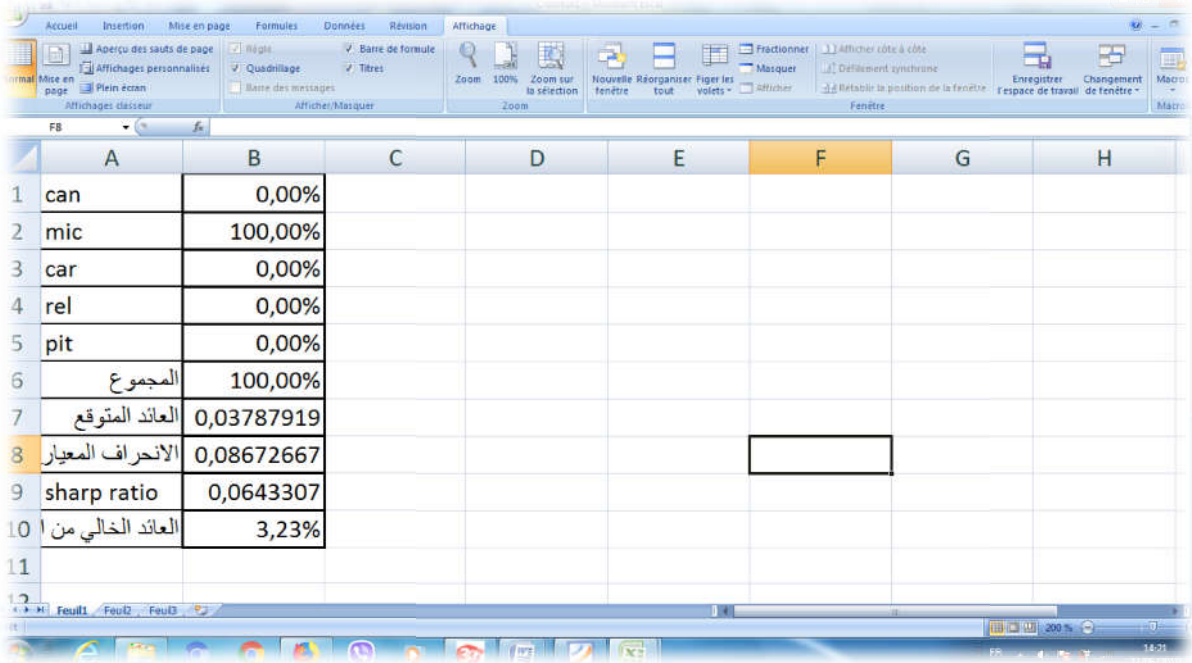
فإن SOLVER مباشرة يعطي للمستثمر أفضل سيناريو ممكن لهذه المحفظة يحقق أعلى عائد بأقل
مخاطرة من خلال اللعب على موضوع الأوزان النسبية للأوراق المالية داخل المحفظة .

وهذا ما حصلنا عليه في الجدول التالي بحيث نلاحظ تغير أوزان الأوراق المالية داخل المحفظة عن تلك
التي وضعت مبدئياً في أول الدراسة ، وهذه الأوزان الحالية هي التي تسمح بتعظيم العائد وتقليل المخاطر

الجدول (4-9) : الوزن النسبي للأوراق المالية وفق خاصية SOLVER.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
can		2,02329299	0,02056244	0,03018093	-0,005633	-0,00464043											
mic		0,02056244	0,00752151	0,00020514	0,00048484	0,0062084											
car		0,03018093	0,00020514	0,00668426	6,3732E-05	0,00351445											
rel		-0,005633	0,00048484	6,3732E-05	0,00212515	-0,00176389											
pit		-0,00464043	0,0062084	0,00351445	-0,00176389	0,0340355											
العائد المتوقع		0,00516523	0,03787919	0,0099704	0,03058928	-0,03969089											
الانحراف المعياري		0,07257192	0,10226859	0,08862623	0,04710714	0,186898											
can		20,00%															
mic		20,00%															
car		20,00%															
rel		20,00%															
pit		20,00%															
المجموع		100,00%															
العائد المتوقع		0,00878264															
الانحراف المعياري		0,29475581															
sharp ratio		-0,07978591															
العائد الحالي من		3,230%															

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

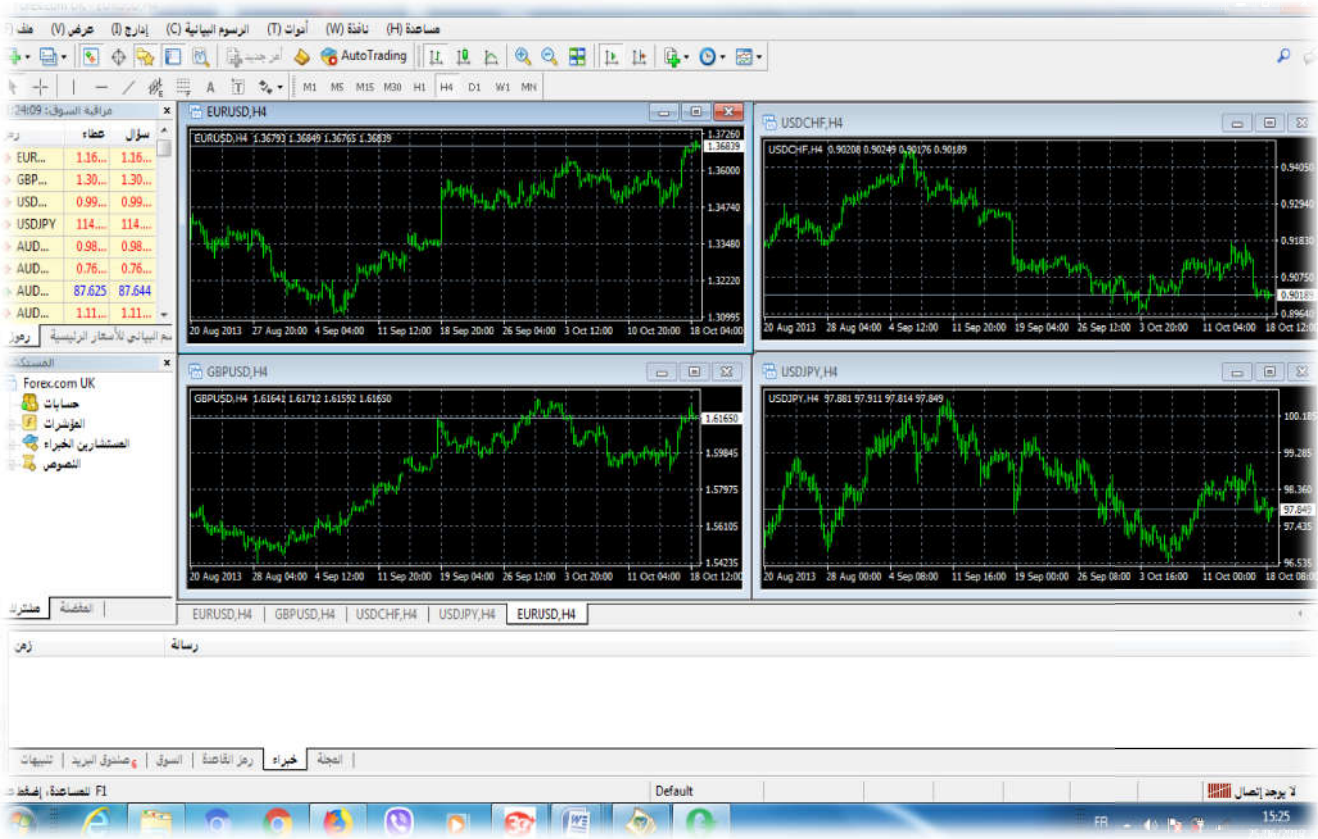


	A	B	C	D	E	F	G	H
1	can	0,00%						
2	mic	100,00%						
3	car	0,00%						
4	rel	0,00%						
5	pit	0,00%						
6	المجموع	100,00%						
7	العائد المتوقع	0,03787919						
8	الانحراف المعياري	0,08672667						
9	sharp ratio	0,0643307						
10	العائد الخالي من	3,23%						
11								

بهذا يكون مدير المحفظة قد تحصل على محفظته الاستثمارية الدولية المثلى ، ويمكنه البدء في إجراءات التداول في الأسواق المذكورة آنفاً، وذلك باختيار شركة وساطة تعمل في السوق المالي المختار . بعد اختيار الشركة، تذهب إلى الشركة من أجل فتح حساب في الشركة والحصول على رمز (كود) تستطيع من خلاله التداول في البورصة ، بعد الحصول على الكود من الشركة ، تقدم الشركة لك قائمة بالبنوك التي تتعامل معها الشركة، وأنت يمكنك اختيار أحد هذه البنوك لإيداع المال في حساب شركة الوساطة في البنك الذي أنت تختاره ، هذا المال الذي سيستخدم لاحقاً في التداول بحيث الشركة ستعطيك منصة تداول مرفقة بحسابك وكودك تتضمن هذه المنصة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية للمحفظة لحظة بلحظة ، وأيضاً مزودة بمؤشرات التحليل الفني الذي يمكنك من تحديد توقيتات نقاط البيع والشراء لأوراقك المالية وتنفيذ الصفقة مباشرة عبر المنصة الموصولة بالسوق المالي المختار.

هذا مثال على منصة التداول (كابيتول أكاديمي) الذي يحصل عليها المستثمر بعد حصوله على الحساب .

الشكل (1-4) : منصة تداول



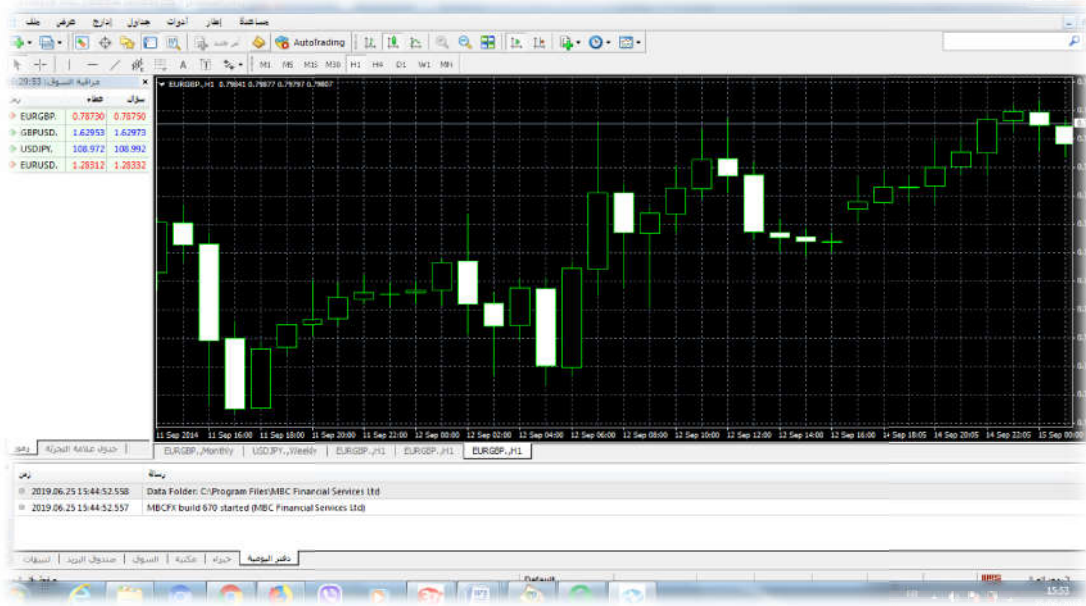
المطلب الثاني: دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار التوقيت الاستثماري :

عندما يشكل مدير المحفظة محفظته المثلى ويتعرف على الأوراق المالية التي يحتاجها فإنه يحتاج إلى التعرف على الوقت المناسب للدخول إلى السوق أو ما يسمى قرار التوقيت الاستثماري ، وبغرض الوصول إلى القرار الاستثماري الصحيح فإنه يعتمد على التحليل الفني الذي هو عبارة عن دراسة لحركة سوق الأوراق المالية الدولية بواسطة أدوات فنية أهمها: الخرائط ، المذبذبات والمتوسطات المتحركة .

أولاً: خرائط التحليل الفني

الخريطة التي يعتمد عليها المدير هي عبارة عن رسم بياني بواسطة رموز قد تكون عمود أو شمعة يابانية لحركة سعر الورقة المالية ، ويحصل المدير على هذه الخريطة من منصة التداول الخاصة به وذلك كما يلي :

الشكل (4-2): خريطة شموع يابانية



من أجل استخدام هذه الخريطة في الوصول إلى اتخاذ قرار التوقيت الاستثماري فإنه يجب أن يكون على دراية واسعة ودقيقة بما يعنيه كل رمز موجود في الخريطة، أي أن مدير المحفظة ينبغي أن يكون دارساً لتقنيات و أدوات التحليل الفني ، ذلك أن كل رمز في تلك الخريطة له دلالة معينة تعني شيئاً معيناً في سوق الأوراق المالية يشير إلى لحظة البيع أو الشراء.

ثانياً: المتوسطات

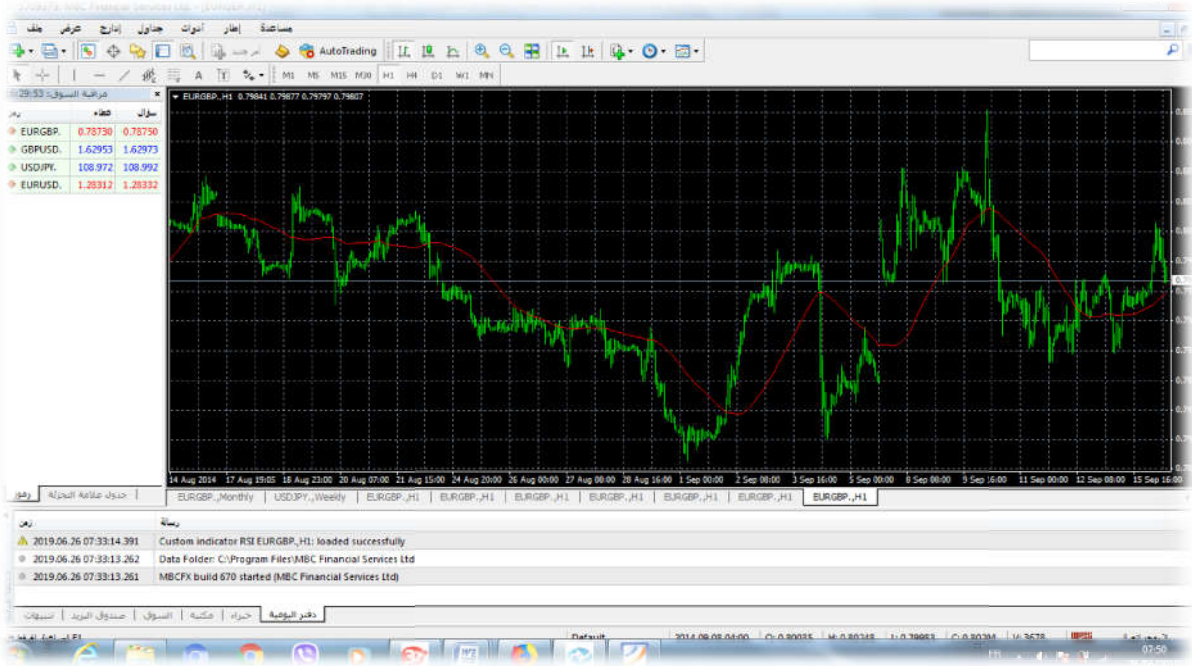
المتوسط المتحرك مؤشر لحساب متوسط سعر ورقة مالية أو سعر مؤشر خلال فترة زمنية محددة كل مدير يختار المتوسط المتحرك للفترة التي يريدها وقد اخترنا نحن المتوسط المتحرك 50، وهو يعبر عن جمع 50 ساعة و قسمتها على 50 لأننا اخترنا السؤال عن فترة 50 ساعة تداول ، ولو اخترت السؤال عن معدل السعر خلال 100 ساعة لجمع سعر إغلاق آخر 100 ساعة وقسمها على 100 . وهكذا لأي فترة زمنية تختارها .

وكلما تحرك السعر ساعة وراء ساعة سيقوم البرنامج بجمع سعر إغلاق آخر 50 ساعات وقسمتها على 50 . بحيث نحصل على خط يتحرك بتحرك السعر يبين هذا الخط معدل سعر الورقة المالية لـ 50 ساعة سابقة أو أي فترة تختارها .

الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

لهذا المؤشر فائدة كبرى في تحديد توجهات السوق فعندما تعلم أن معدل سعر الورقة المالية الآن هو أعلى من معدل سعره خلال 50 ساعة سابقة معنى ذلك أن هناك طلباً زائداً على تلك الورقة في هذه الساعة جعل من سعره يرتفع عن معدلته خلال 50 ساعة. وهذه علامة أن هناك رغبة متزايدة في شراء تلك الورقة وبالتالي إشارة لاحتمال ارتفاعه. والعكس صحيح .

الشكل (3-4): المتوسط المتحرك 50



ثالثاً: المذبذبات

تقيس المذبذبات معدل تغير السعر وسرعة حركته ومعدل اندفاعه هبوطاً وصعوداً بصورة متكررة ما بين 0 و 100 أو 1- و 1+. وهناك العديد من المذبذبات لكن أهمها: الماكد، البولينجرس، ستوكاستيك.

1- الماكد

يحسب معدل السعر المركب لفترتين في الأغلب 26 و 12 لنقل أن الإطار الزمني المختار هو الساعة. ثم يطرح معدل السعر ل 26 ساعة من معدل السعر ل 12 ساعة. يتكرر ذلك ساعة وراء ساعة. النتيجة تكون على شكل خط يصعد ويهبط فوق الصفر يسمى هذا الخط " خط ماك دي .

عندما يكون الخط فوق الصفر فهو دليل على أن اتجاه حركة السعر للارتفاع وبالتالي نشترى الورقة المالية. وعندما يكون الخط تحت الصفر فهو دليل على أن اتجاه حركة السعر للانخفاض وبالتالي نبيع الورقة المالية.

الشكل (4-4): مؤشر الماكد



2- ستوكاستيك

يقيس زخم الحركة بقياس سعر الإغلاق للورقة المالية بالمقارنة مع أعلى سعر وأدنى سعر خلال فترة محددة يمكن تغييرها كما تشاء .

يظهر المؤشر أسفل الرسم البياني ويتكون من خطين $d\%$ و $k\%$ حيث يشير عبور أحد الخطين الآخر إشارة للبيع والشراء شبيه تقريباً بمؤشر ماك دي، وكما نرى هناك خطان أحدهما $D\%$ وهو الخط الأحمر والآخر هو $K\%$ الأزرق اللون .

عندما يصل الخطان إلى نقطة قريبة من الصفر فإن السعر بعدها يرتفع وعندما يصل إلى نقطة قريبة من المائة فإن السعر بعدها ينخفض ، وكذلك عندما يعبر خط $K\%$ فوق خط $D\%$ نتوقع ارتفاع الشموع بعدها وبالتالي نشترى الورقة المالية والعكس صحيح عند عبور خط $K\%$ أسفل خط $D\%$.

الشكل (4-5): مؤشر ستوكاستيك



4- البولينجر

يظهر المؤشر فوق الرسم البياني على شكل خطان يحيطان بالشموع حيث يعبر اتساع الخطين الخارجيين عن بعضها البعض شدة تذبذب السعر وحيث يمثلان موجة تميل الشموع أو القضبان لأن تكون بينهما في أغلب الوقت .

عندما تضيق المسافة بين الخطين نتوقع قرب حدوث تغيرات قوية في السعر وكذلك عندما تخرج الشموع خارج أحد الخطين يتبعها شموع داخل الخطين يتوقع حدوث انعكاس في حركة السعر .

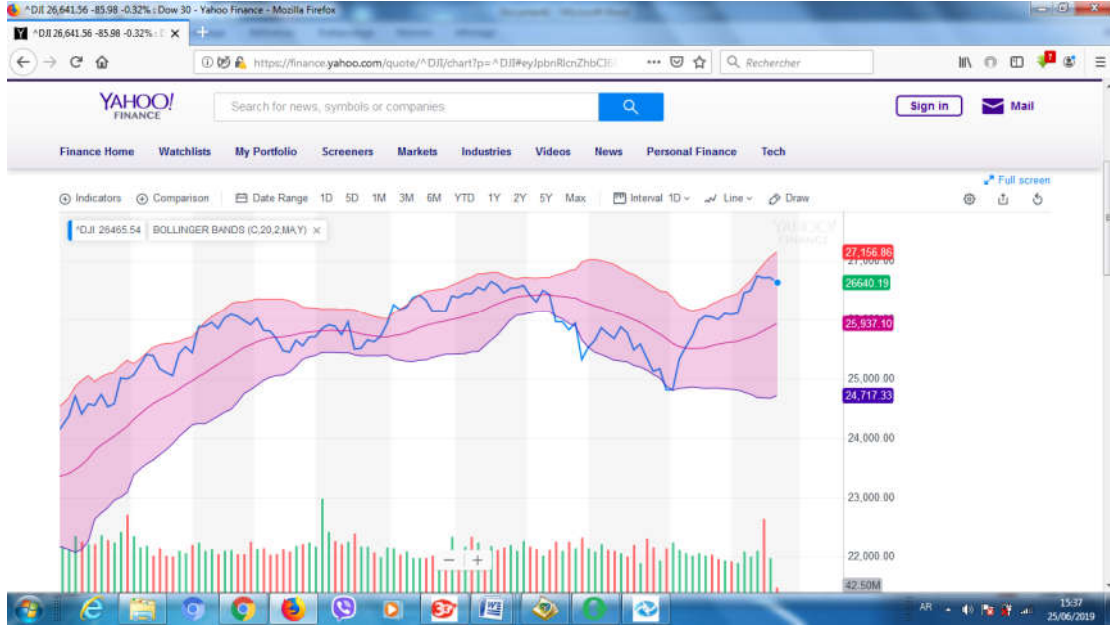
الشكل (4-5): مؤشر البولينجر



الفصل الرابع : دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية

أما مساهمة مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحديد التوقيت لاستثماري فتكون من خلال تطبيق نفس الأدوات الفنية التي تطبق على سعر الورقة المالية ، بحيث تكون نتائج تحليل مؤشر السوق فنيا تدعم النتائج التي تم الوصول إليها من خلال تحليل سعر الورقة المالية بواسطة الأدوات الفنية المذكورة سابقا .

الشكل (5-6): مؤشر داوجونز مع المؤشر الفني بولنجر



مع بدء التداول الفعلي للمحفظة سيكون بإمكان المدير تقييم أدائها من خلال مقارنة عوائده مع عوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية المختارة . وفي هذا الصدد لا يمكننا إعطاء معلومات عن هذه المرحلة لأن محفظتنا لم تدخل التداول ولا نملك معطيات عنها لمقارنتها ،لهذا تم الاكتفاء بالإشارة إلى طريقة التقييم المعتمدة فقط.

خلاصة الفصل :

خلال فترة التريص وقفنا على أن مرحلة تحليل الاستثمارات تنطبق تماما مع الناحية النظرية ، حيث أن المستثمر في أسواق الأوراق المالية الدولية يمر بجميع الخطوات المذكورة في الجانب النظري من جمع المعلومات وتحليلها على كافة المستويات ابتداء من المستوى العام إلى مستوى الصناعة إلى مستوى الأوضاع في الشركة نفسها وهذا لجميع الأوراق المالية الموجودة في ذلك السوق ، مما يعني أنه يعتمد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية التي يستثمر في أسواقها بغرض التعرف على الحالة العامة للسوق والحالة الاقتصادية العامة ، ولاحظنا أيضا وجود برامج تقلل من جهد والوقت المبذولين في تحليل المعلومات ومثال على تلك برنامج نموذج التحليل المالي .

خلال مرحلة اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية عمليا لا يتخلف عن النظري من حيث وجود قرارين مهمين الأول قرار المزج الرئيسي ويضم مجموعة من الخطوات: أولها ينتقل المستثمر إلى جمع المعلومات من سوق الأوراق المالية الدولية في حد ذاتها . يتعلق الأمر بجمع المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأوراق المالية المختارة في المرحلة السابقة ومؤشرات الأسواق التي تتداول فيها وتعديلها وفق أسعار الصرف وحساب عوائد الأسهم المختارة ومؤشراتها، الخطوة الثانية حساب معامل بيتا للأوراق المالية المختارة من أجل اختيار الأوراق المالية ذات معامل بيتا الذي يناسب سياسة المحفظة، الخطوة الثالثة حساب معامل الارتباط للأوراق المالية الدولية المختارة وتتم من خلال حساب اللوغاريتم لسعر كل ورقة مالية استخدام دالة (NB) في الاكسال وحساب العائد والمخاطرة المتوقع لكل ورقة مالية بالاكسال من أجل الحصول على الأوراق المالية ذات معدل الارتباط السالب أو تلك التي يكون لا وجود للترابط بينها ، أما الخطوة الرابعة فتكون بتشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى من خلال تحديد الوزن المبدئي كل ورقة مالية وحساب العائد المتوقع للمحفظة و حساب الانحراف المعياري للمحفظة وحساب نسبة شارب واستخدام خاصية SOLVER.

يمكن ملاحظته في هذه المرحلة أن مؤشرات الأسواق المالية يقتصر دورها على حساب معامل بيتا خلال ما يسمى قرار المزج الرئيسي .

وبالنسبة لقرار التوقيت الاستثماري فإن المستثمر يحتاج لأن يكون ضليعا بتقنيات التحليل الفني التي حاولنا تقديم شرح مختصر لأهمها وهي الخرائط والمتوسطات والمذبذبات. ويظهر دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في هذه المرحلة من خلال كون أن نتائج تحليل أسعار المؤشر بواسطة الأدوات الفنية تكون داعم لنتائج تحليل سعر الورقة المالية .

في مرحلة التقييم تنطبق مع النظري ويقتصر دور المؤشرات هنا على مقارنة نتائج العوائد مع بعضها .

الخاتمة العامة

سوق الأوراق المالية الدولية هي سوق رسمية ومستمرقة تكون منظمة أو غير منظمة، تعمل وفق مواعيد محددة يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بيعة وشراء، تنتسج لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية. وتمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يجري تداولها بحيث تكون إما أصولاً تتمثل في الأسهم والسندات، أو حقوقاً تتمثل في المشتقات المالية تتمثل في الخيارات والعقود المبادلة والعقود الآجلة والعقود المستقبلية.

تتطوي هذه الأسواق على أهمية كبرى حيث أنها تعمل على تجميع مدخرات المجتمع ووظيفتها في شراء الأوراق المالية حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال و قروض لشركات و مؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من رفاهية المواطنين، من هذا المنطلق تتشدد جميع الأطراف المتعاملة في هذه الأسواق أن تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، حيث أن السوق الكفاء هو السوق الذي ينعكس من خلاله المعلومات و كافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق إيجابياً و سلبياً، صعوداً و هبوطاً، وذلك فور تلقي السوق لتلك المعلومات. وهذا لإعطاء الثقة والأمان للمستثمرين .

نجد في كل أسواق الأوراق المالية الدولية ما يسمى بالمؤشرات ، حيث تعتبر هذه المؤشرات مرجعية معلوماتية هامة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلاً عن الباحثين. اكتسب هذه الأهمية من كونه قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات السعرية أو التغيرات المقطعية بين الشركات والصناعات و الأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصل في سوق رأس المال وبشكل رئيس سوق الأسهم ، سواء كانت أسواق منظمة أو غير منظمة. يتم بنائها على ثلاث أسس رئيسية هي: عينة ملائمة يقصد بها الأوراق المالية المستخدمة، والتي ينبغي أن يراعى الحجم والاتساع، والمصدر. الأساس الثاني تحديد واضح لأوزان كل مفردة داخل المؤشر، هناك أربع مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية هي الترتيب على أساس السعر، على أساس القيمة، على أساس الأوزان المتساوية وعلى أساس الأسعار النسبية. أما الأساس الثالث فهو طريقة واضحة لحساب قيمة المؤشر حيث توجد ثلاثة طرق حسابية: الأرقام القياسية المتوسط الحسابي والمتوسط الهندسي. وللمؤشرات استخدامات عديدة أهمها متابعة أداء المحفظة الاستثمارية الحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بحركة أسعار الأسهم.

يرغب كل مستثمر في الأسواق المالية الدولية في تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة ، لهذا يلجأ إلى تشكيل محفظة استثمارية دولية ، حيث أن المحفظة الاستثمارية الدولية توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية دولية كالأهم والسندات والمشتقات والصرف الأجنبي، وتتطوي هذه المحافظة

على ميزة التنوع الذي يعتبره المستثمرون مفتاح الأمان في استثماراتهم وذلك من ثلاث نواحي تنوع الأصول. التنوع الجغرافي تنوع العملات.

اختبار الفرضيات

تلعب مؤشرات الأسواق المالية الدولية باعتبارها مرجعية معلوماتية تعكس التغيرات السعرية التي تحدث في أسواق الأوراق المالية الدولية دورا فعالا في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية حيث أنها تدخل في معظم مراحل إدارة المحفظة من الناحية الوصفية والكمية هذا من الناحية النظرية ، أما من الناحية العملية فقد تبين أن برامج الحاسوب اختصرت الكثير من المعادلات حتى أصبح دور المؤشرات لا يظهر بشكل واضح إلا في حساب قيمة بيتا للأوراق المالية والمحفظة وبهذا نكون أجبنا على الفرضية الرئيسية .

- المحفظة الاستثمارية الدولية تختلف عن المحفظة الاستثمارية المحلية من ناحية تنوع الأصول جغرافيا ذلك أن أوراقها تكون من أسواق مالية في أكثر من دولة ، ومن ناحية تنوع الأدوات المالية لوجود كم كبير منها في أسواق الأوراق المالية الدولية ، وتنوع من حيث العملات. كل هذا التنوع يؤدي إلى تقليل المخاطر المنتظمة، مما سبق نكون أجبنا على الفرضية الثانية .

- يتم حساب مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، وبهذا نكون أجبنا على الفرضية الثالثة .

- تختلف مؤشرات الأسواق المالية الدولية من حيث طريقة الحساب، حيث توجد أربع مداخل لحساب قيمة المؤشرات تتمثل في: الترجيح على أساس السعر، الترجيح على أساس القيمة ، الترجيح على أساس الأوزان المتساوية ، الترجيح على أساس الأسعار النسبية . وبهذا نكون أجبنا على الفرضية الرابعة .

- لا يتم اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى بالاعتماد على الأوراق المالية التي تصدرها كبريات الشركات فقط ، وإنما توجد الكثير جدا من المحددات التي تؤخذ بعين الاعتبار أهمها أن تكون المحفظة تخدم رغبة المستثمر التي تترجم إلى العائد والمخاطر المقبولين . وبهذا نكون قد أجبنا على الفرضية الخامسة.

نتائج البحث

- تتم إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية من خلال توظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي ترجمة لأهداف المستثمر بهدف إلى الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة وتميمته والحصول على أعلى عائد بأقل مخاطر

- لكل مستثمر أو مدير محفظة الخطوات التي يراها مناسبة لإدارة محفظته لكنه تم الاتفاق على نموذج عام لإدارة المحافظ الاستثمارية يتكون من خمس عناصر رئيسية هي : تخطيط المحفظة ، تحليل الاستثمارات ، اختيار المحفظة، تقييم المحفظة ، مراجعة المحفظة .

- تحليل الاستثمار من خلال التحليل الأساسي الذي يكون بتحليل تحليل الظروف الاقتصادية الدولية ظروف الصناعة وتحليل الشركة ، خلال هذه التحليل تتم الاستعانة بالمؤشرات في حساب المخاطر و ذلك في صيغة حساب معامل بيتا، وكذا في حساب علاوة المخاطرة، وحساب معدل العائد المطلوب هذا الأخير الذي يعتمد عليه في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية التي هي جوهر التحليل الأساسي.

- اختيار المحفظة الملائمة يتم من خلال قرارين ، الأول قرار المزج الرئيسي الذي تساهم فيه المؤشرات إلى حد كبير بحيث تدخل المعطيات الخاصة بهذه الأخيرة في المعادلات والرسوم البيانية التي يتم بها تحديد الأوراق المالية الكفوة وكذا المحفظة الاستثمارية المثلى ، كما أنها تدخل في معادلة تحديد الأوزان النسبية لهذه الأوراق في المحفظة الاستثمارية الدولية. وهتان النقطتان تشكلان جوهر قرار المزج الرئيسي أما القرار الثاني فهو التوقيت الاستثماري الذي يكون من خلال تقنيات التحليل الفني الذي من خلال تحلي لأدواته نجد أن للمؤشرات دور كبير في الوصول إلى التوقيت الاستثماري ذلك أنها تستخدم في رسم خرائط تعبر عن حالة السوق ككل، بالإضافة إلى أن حركة مؤشرات الأسواق المالية تعزز حركة الأوراق المالية الفردية، لكي تكون الإشارة الناتجة عن هذه الأخيرة مؤكدة وبهذا يمكن القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد التوقيت الاستثماري الذي يشكل الأساس الثاني الذي يقوم عليه اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى.

- يتم تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية بواسطة عدة أدوات من أهمها مقياس شارب مقياس ترينور نموذج جنسن، ويمكننا الوقوف على وجود المؤشرات في تركيبة هذه المقاييس مما يعني أن لمؤشرات دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية .

- يوجه تقييم المحفظة الاستثمارية إلى تعديلها، ويتم تعديل المحفظة من خلال إعادة المراحل الأولى للإدارة.

- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في الواقع يقتصر على استخدامه كمرجعية لمعرفة الحالة العامة للسوق وحساب قيمة بيتا وتقييم أداء المحفظة وحسب ، وهذا ينقص من حجم الدور الذي وجدناه للمؤشرات الأسواق المالية الدولية خلال الدراسة النظرية.

- يحتاج مدير المحفظة الاستثمارية الدولية أن يكون ضليعا بما يخص سعر الصرف الذي يعبر عن سعر بيع العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية ذلك لان لسعر الصرف تأثير كبير على عائد ومخاطر

المحفظة الاستثمارية ، ولهذا يجب أن يتابع سوق الصرف الأجنبي باستمرار وكافة العوامل التي يمكن أن تؤثر على سعر الصرف ويتقن التعامل في هذا السوق ، والأجدر بمدير المحفظة الاستثمارية الدولية المكونة من الأوراق مالية دولية أن يكون لديه محفظة عملات من تلك المسعرة بها أوراقه المالية .

التوصيات

- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية ليس سهلا فما بالك بالاستثمار في الدولية منها ذلك أن الأمر يتطلب الكثير جدا من الجهد في جمع المعلومات عن كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق وتحليل المعلومات والمتابعة المستمرة ، لهذا وجب التنبيه من أجل أن يكون المستثمر في الأسواق المالية الدولية على دراية بما ينتظره ، لأنه وإن كان يعتمد على شركات استثمارية تعطيه توصيات إلا أن الأمر لا ينجح دائما ، لأن ليس كل الشركات لديها المصداقية.
- المستثمر في أسواق الأوراق المالية يجب أن يتحلى بدرجة عالية من المعرفة في مجال الاقتصادي والمالي ويكون لديه القدر على تحليل المعلومات واستخراج نتائج صحيحة .
- المستثمر في أسواق الأوراق المالية يجب أن يكون لديه دراية عالية ومتخصصة فيما يخص التحليل الفني، لكي يتمكن من تفسير رموز الخرائط ومؤشرات التحليل الفني .
- يجب على مؤسسات التعليم العالي في الجزائر الاهتمام بالجانب التطبيقي لكل العلوم التي تقدمها لان وفق ما رأيناه في دراستنا التطبيقية فان التطبيق يختلف كثيرا عن الجانب النظري في أحيان كثيرة .
- يجب الاهتمام ببورصة الجزائر وتطويرها وتنشيطها لاستقطاب الاستثمارات فالدول العربية الأخرى ليست أفضل من الجزائر في شيء .
- نشر فكر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بين الشعب الجزائري، من خلال مختلف وسائل الإعلام .
- إنشاء مؤسسات تعنى بالتدريب على الاستثمار في الأسواق المالية سواء المحلية أو الدولية .
- سن قوانين صارمة ترغم المؤسسات على استقبال الباحثين وتزويدهم بالمعلومات .

آفاق البحث

إن موضوع الأسواق المالية الدولية وإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يعدان من المواضيع الهامة التي مازالت تشكل مجالا خصبا للبحث فيها ، لذا نقترح بعض المواضيع المكتملة لهذا البحث :

- تأثير الأسواق المالية الدولية على اقتصاديات الدول النامية.
- مساهمة المحفظة الاستثمارية الدولية في تنمية المؤسسات المالية .

قائمة المراجع

• الكتب العربية

- 1- إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 2- أحمد حسين، أسواق الأوراق المالية، الأنبار، العراق، 2010.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة، ط1، دار الميسر عمان، الأردن، 2004.
- 4- أمين السيد أ لطفی، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2006.
- 5- أمين السيد أحمد لطفی، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 6- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار فباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007.
- 7- إيمان ناصف عطية، مبادئ الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 8- بريان كويل، "أسواق المال"، ط1، دار الفاروق للنشر والتوزيع، قسم الترجمة، مصر، 2005.
- 9- بسام حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان 2003.
- 10- توماسماير، جيمس دوسيندري، روبرت زد البير، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، الرياض، المملكة السعودية، 2002.
- 11- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ط1، دار هومة، 2002.
- 12- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، ج3، تنظيم وإدارة البورصة، ط1، دار هومة، 2002.
- 13- جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات، المسار الأمريكي و البورصات الناشئة، ط1، شركة النهضة للطباعة، طنطا، مصر، 2006.
- 14- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2002.
- 15- جيمس جوارتيني، ريجارداستروب، ترجمة وتعريب، عبد الفتاح عبد الرحمن وعبد العظيم محمد، الاقتصاد الكلي، دار المريخ، المملكة السعودية، 2000.
- 16- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، ط1، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.

- 17- دريد كامل ال شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية ، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 18- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 19- رعد حسين ، أساسيات التجارة الدولية ، ج2، سلسلة الرضا ،دمشق ،سوريا ، 2001.
- 20- زياد رمضان ،مروان شموط ،الأسواق المالية ،الشركة العربية للتسويق و للتوريدات ، مصر ، 2007.
- 21- سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ، ط1 ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، مصر ، 2005 .
- 22- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي، عمان ، الأردن 2000.
- 23- شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2012، ص80.
- 24- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية :الأهمية ،الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، ط1، عالم الكتب، القاهرة، مصر. 2003.
- 25- ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 26- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطرة :أفراد ، إدارات ،شركات، بنوك ، الدار الجامعية ،الإسكندرية ، مصر ، 2003، ص372
- 27- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 28- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية ،مصر ، 2007.
- 29- عادل أحمد حسين ،العلاقات الدولية ،دار الجامعة الجديدة للنشر ،الإسكندرية ،مصر ، 2000.
- 30- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007 .
- 31- عبد الرحمن توفيق، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ط3، مراكز الخبرات المهنية للإدارة، مصر، 2004.
- 32- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.

- 33- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة عين شمس، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 34- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات تأمين، دار الجامعة الإسكندرية، مصر 2003 .
- 35- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003 .
- 36- عبد الغفار حنفي، استثمار الأوراق المالية، أسهم، سندات واستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2006.
- 37- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني لأسواق المالية، ط3، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
- 38- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات، الجزائر، 2003.
- 39- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن 2001.
- 40- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2008.
- 41- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 42- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3 دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2008.
- 43- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2009.
- 44- كامل بكري، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 45- كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي، الإسكندرية مصر، 2006.
- 46- ماهر كنج شكري، مروان عواضة، المالية الدولية، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن 2004.
- 47- محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008 .
- 48- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2007.
- 49- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، ط1، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر 2000.
- 50- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004.

- 51- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 52- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004.
- 53- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامع الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 54- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الأسهم و السندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي، ط1 دار النفائس عمان، الأردن، 2009.
- 55- محمد عبد الحميد عطية ، الاستثمار في البورصة : سوق المال ، التحليل الأساسي ، التحليل الفني ، أدوات التحليل المالي ، مؤشرات أداء السوق ، اتجاهات الأسعار ، محفظة الاستثمار، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2011.
- 56- محمد على إبراهيم العامري ، الإدارة المالية المتقدمة ، ط1، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2010.
- 57- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن، 2002.
- 58- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- 59- محمود أمين زوبيل ، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق :أحوالها ،مستقبلها ،دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر ، الإسكندرية ،مصر، 2000.
- 60- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية :مؤسسات ،أوراق ،بورصات ،ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع ،عمان الأردن، 2005 .
- 61- محمود محي الدين وأحمد كجوك، سياسة سعر الصرف في مصر، ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2003.
- 62- مروان عطون، الأسواق النقدية المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ط2 ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2003.
- 63- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات ج2 ،منشأة المعارف الإسكندرية،مصر، 2000.
- 64- موسى سعيد مطر ،شقيري نوري موسى ،ياسر المومني :التمويل الدولي ،دار الصفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،2008.

- 65- هاشم فوزي دباس العبادلي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع ،عمان ، الأردن،2008.
- 66- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية،ط1،دار الصفا للنشر والتوزيع ،عمان الأردن،2003.
- 67- وليد صافي ، انس البكري ، الأسواق المالية والدولية ،ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان الأردن،2009.
- 68- وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي،ط1،دار الوراق، عمان، الأردن،2004 .

• الرسائل و الأطروحات الجامعية

- 1- بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية،أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان 2013/2012.
- 2- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005.
- 3- درارني ناصر، آليات عمل سوق الصرف ودوره الاقتصادي، (رسالة تخرج ماجستير ، تخصص مالية) 1997-1998، جامعة سعد دحلب البليدة.
- 4- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية ، مع إمكانية التطبيق على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر ،2011-2012.
- 5- عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة ، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة ،مصر .
- 6- مريمت عديلة، محاولة قياس اثر البورصة على التنمية، دراسة حالة الجمهورية التونسية الفترة1991-2002، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة 08ماي45، قالمة.
- 7- مشهور هذلول بربور ، العوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن ،غير منشورة ،أطروحة دكتوراه استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه فلسفة تخصص المصارف ،كلية العلوم المالية والمصرفية ،الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ،الأردن ،2008.

• المقالات و المداخلات

1- صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، 15 - 16 تشرين الأول أكتوبر 2008.

• تقارير

1- خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة بميك، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، ط3، مركز الخبرات المهنية للإدارة ، مصر، 2000

• Livres

1- Henri Bourachot, Jean-Luc Rettel et Gille. Reouard, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Dirigé par : Marc Montoussé, 2ème Edition, Bréal, 2006

• مواقع الانترنت

1-[Htp //badr-cu 34- jbad3.org/t 269-topik](http://badr-cu34-jbad3.org/t269-topik)

2- [http :badr-cu34-jbad3.org/t269-topic](http://badr-cu34-jbad3.org/t269-topic)

3- <http://www.sharptrader.com/ar/new-to-trading/stock-indices/overview-of-the-sp-500-index/>

3- <https://www.albayan.ae/economy/2007-12-20-1.818387>

4- <https://www.ifcmarkets.net/market-data/indices-prices/hk50>

5- [مؤشر_شانغهاي_المركب](https://www.marefa.org/)

6- <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/trade-ftse-100-index>

7- [مؤشر-السوق-السعودي/](https://www.trend-cast.com/blog/مؤشر-السوق-السعودي/)

- 8- بوعبد الله علي، اهمية الصكوك المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة - Securities commissions,annual report (2008, 2010, 2012, -2013)-<https://giem.kantakji.com/article/details/ID/560>-
- 9-<http://www.my.mec.biz/t30904.html#.Ve8h0X3XbiU> -
- 10-<http://www.sharptrader.com/ar/new-to-trading/stock-indices/overview-of-the-dax-30-stock-market-index/>
- 11-<https://www.dfm.ae/docs/default-source/guides-نظرة-عامة-على-سوق-دبي-نظرة-عامة-على-سوق-دبي>pdf?sfvrsn=0
- 12-<https://www.youm7.com/story/2011/4/6/-مؤشر-البورصة-الرئيسي-إيجي-إكس-384955/30>
- 13-[http:// ar.easy-Forex.com/int/Relative interest Rates .aspx](http://ar.easy-Forex.com/int/Relative%20interest%20Rates.aspx)
- 14-<http://law-zag.com/vb/showthread.php?t=26014>

الملحق



CAPITOL
ACADEMY

ATTESTATION DE PARTICIPATION

EQUITY PORTFOLIO MANAGER

Nous soussignons CAPITOL ACADEMY attestons que **Mlle Ibtissam Gouadjelia** a participé à la formation « **Equity Portfolio Manager** » organisée par Capitol Academy du 16 avril au 14 mai 2014.

En foi de quoi, la présente attestation a été établie pour servir et valoir ce que de droit.

Fait à Tunis le 14 mai 2014

« Capitol Academy » S.à.r.l
Siège: Rue Ouroud, Imm Ksour - A2
Ennasr, Tunis
RC: 824170782012 - MF: 00000001264639G

Mourad Hamrouni
CEO
Capitol Academy



**CAPITOL
ACADEMY**

**DIPLOMA OF ACHIEVEMENT
FROM CAPITOL ACADEMY**

IBTISSAM GOUADJELIA

IS RECOGNIZED FOR SUCCESSFULLY COMPLETING THE CAPITOL ACADEMY
PROGRAM OF

“EQUITY PORTFOLIO MANAGER”

Tunis, May 09 2014

INSTRUCTORS

Mourad HAMROUNI
CEO



الحمد لله الذي تتم

بحمده الصالحات