

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة الدكتور مولاي الطاهر - سعيدة

مذكرة التخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: بنوك مالية وتسيير مخاطر

بعنوان

قياس أداء المحافظ الاستثمارية
- حالة مؤشرات داو جونز الإسلامية -

من إعداد الطالبة :

بوحفص فاطيمة الزهراء

لجنة المناقشة

الأستاذ رئيسا

الأستاذ نجمة عبد الرحمن مشرفا

الأستاذ ممتحنا

الأستاذ ممتحنا

لسنة الجامعية 2014-

2015

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد و المخاطرة من جهة و العائد المعدل بالمخاطرة من جهة أخرى وفقا لمؤشري الانتقائية لكل من شارب و ترينور، بغرض اختبار درجة تنافسية ثلاثة مؤشرات بورصية من عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي و جنسيتها التقليدية في السوق الأمريكي؛ وقد غطت الفترة البسيطة للدراسة ما بين شهر يناير 2014- ديسمبر 2014 (840 مشاهدة يومية). أظهرت نتائج الدراسة أن معظم العوامل المسببة للتقلبات في أسعار أسهم كل من مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي والتقليدي ناتجة عن تلك التي تؤثر في السوق ككل وأن تلك التي تخص الشركات الفاعلة المنضوية تحت المؤشر تؤثر بشكل ضعيف، فضلا على أن استخدام منهجية العائد المعدل بالمخاطرة عند المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية، هي أكثر فعالية من استخدام مقياس العائد و المخاطرة كل على حدا.

الكلمات الدالة: المحافظ الاستثمارية، الانتقائية، مؤشر شارب، مؤشر ترينور، داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي، قياس الأداء.

Résumé :

Cette étude a pour objet d'évaluer la performance de portefeuilles à la fois en termes de rendement et de risque, mais également de rendement ajusté au risque, en utilisant d'abord une variété de mesures telles que la méthode de sélectivité de Sharpe et Treynor. En deuxième lieu, nous cherchons d'examiner la compétitivité des trois indices choisis parmi les indices globaux Dow Jones Islamic Indexes du marché américain (DJIM) avec leurs homologues conventionnels. La période d'échantillonnage s'étend de Janvier 2014 à Décembre 2014 (840 points de données).

Les résultats montrent que la plupart des causes de fluctuations dans les prix des indices islamiques et les indices conventionnels dues aux facteurs influent le marché global avec une faible influence de la volatilité de celles des actions des entreprises composant les indices Dow Jones. Ainsi que l'utilisation de la méthode de rendement ajusté au risque, pour comparer entre les portefeuilles, est plus efficace que l'utilisation du rendement et de risque séparément.

Mots-Clés: Portefeuilles, Sélectivité, Indice de Sharpe, Indice de Treynor, DJIM, Mesures de performance.

الفهرس:

الموضوع.....	الصفحة.....
الفصل الأول: الإطار النظري و التصوري للاستثمار في سوق الأوراق المالية.	
تمهيد.....	01.....
المبحث الأول: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية.....	02.....
المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي و دوافعه.....	02.....
	06
المطلب الثاني: أهداف الاستثمار المالي.....	07.....
المطلب الثالث: خصائص الاستثمار المالي.....	09.....
المطلب الرابع: مقومات القرار الاستثماري و أنواعه.....	10.....
المبحث الثاني: ماهية الأسواق المالية وخصائصها.....	13.....
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية و خصائصها.....	13.....
	14
المطلب الثاني: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها.....	15.....
	17.....
المطلب الثالث: معايير تصنيف الأسواق المالية.....	17.....
المطلب الرابع: عمليات سير سوق الأوراق المالية و آليات تنظيمها.....	20.....
المبحث الثالث: الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	23.....
المطلب الأول: أدوات الملكية.....	23.....
المطلب الثاني: أدوات المديونية.....	26.....
المطلب الثالث: المشتقات المالية.....	30-33.....
المطلب الرابع: الصناديق الاستثمارية و المؤشرات البورصية.....	34.....
المبحث الرابع: تحليل كفاءة أسواق الأوراق المالية.....	42.....
المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها.....	42-43.....
المطلب الثاني: خصائص و مقومات كفاءة الأسواق المالية.....	44.....

- المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية. 45
- 47. خلاصة الفصل الأول.**
- الفصل الثاني: إدارة وتكوين محفظة الأوراق المالية**
- 48. تمهيد.**
- 49. المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.**
- المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأنواعها. 51-49
- المطلب الثاني: أهداف المحفظة المالية وأهميتها. 51
- المطلب الثالث: القيود المرتبطة بالمحفظة المالية. 53
- المطلب الرابع: تنوع مكونات محفظة الأوراق المالية.
- 55
- 58. المبحث الثاني: بناء و إدارة المحافظ الاستثمارية.**
- المطلب الأول: اختيار المحفظة المالية. 58
- المطلب الثاني: سياسات إدارة المحافظ الاستثمارية. 59
- المطلب الثالث: أسس إدارة المحفظة المالية. 60
- المطلب الرابع: تشكيل محفظة الأوراق المالية. 61
- 63. المبحث الثالث: المحافظ الاستثمارية المثلى.**
- المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى. 63
- المطلب الثاني: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية. 64
- المطلب الثالث: تحليل وتقييم المحفظة المالية. 66
- المطلب الرابع: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى. 69
- 71. المبحث الرابع: أدوات قياس وتحليل المحفظة الاستثمارية.**
- المطلب الأول: مقاييس المخاطرة. 72- 71
- المطلب الثاني: تقييم أداء لمحافظ الاستثمارية. 73
- المطلب الثالث: أساليب تقويم أداء لمحافظ الاستثمارية. 77-74
- 78. خلاصة الفصل الثاني.**
- الفصل الثالث: السوق المالية الإسلامية**
- 79. تمهيد.**

- المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية.....80
- المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.80
- المطلب الثاني: الخصائص الأسواق المالية الإسلامية.81-82
- المطلب الثالث: أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية.....83-84
- المطلب الرابع: التحديات التي تواجه الأسواق الإسلامية.....85
- المبحث الثاني: مؤشر داو جونز التقليدي.86
- المطلب الأول: مفهوم مؤشر داو جونز التقليدي.86
- المطلب الثاني: استخدامات المؤشر داو جونز التقليدي.87
- المطلب الثالث: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية.88
- المطلب الرابع: آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم89-
- 90
- المبحث الثالث: مؤشر داو جونز الإسلامي.....91
- المطلب الأول: تعريف مؤشر داو جونز الإسلامي.....91
- المطلب الثاني: المؤشرات الدولية لسوق المال الإسلامية.....92
- المطلب الثالث: أهمية وعوائق مؤشر داو جونز الإسلامي.....93
- المطلب الرابع: الهيئة الشرعية المراقبة للسوق الإسلامي و أهم الدول الفاعلة فيه.94-95
- المبحث الرابع: تقييم أداء مؤشري داو جونز الإسلامي والتقليدي
- باستخدام مقياسي شارب وترينور.....96
- المطلب الأول: تقييم أداء مؤشر داو جونز الإسلامي للسوق والسوق الأمريكي.....96-99
- المطلب الثاني: تقييم أداء مؤشر داو جونز التقليدي للسوق والسوق الأمريكي.....100-102
- 103..... خلاصة الفصل الثالث.

الخاتمة العامة

قائمة الأشكال والجدول

الملاحق

المراجع

الفهرس

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-3	مقارنة بين مقياس شارب وترينور لكل من مؤشر داو جونز الإسلامي في السوقين الكلي والأمريكي	97
2-3	مقارنة بين مقياس شارب وترينور لكل من مؤشر داو جونز التقليدي في السوقين الكلي والأمريكي	100

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	اصناف الأصول المالية	05
2-1	اهداف الاستثمار في الاوراق المالية	08
3-1	طبيعة عمل الاسواق المالية (دور البورصة في صناعة السوق الأولية والسوق الثانوية للأوراق المالية)	22
4-1	مقارنة بين السند والسهم	29
1-2	ضوابط وقيود تكوين محافظ الأوراق المالية	54
2-2	منحنى المحفظة المثلى	70
1-3	التمثيل البياني لمقياس شارب في السوقين الكلي والأمريكي لمؤشر داو جونز الإسلامي	98
2-3	التمثيل البياني لمقياس ترينور في السوقين الكلي والأمريكي لمؤشر داو جونز الإسلامي	99
3-3	التمثيل البياني لمقياس شارب في السوقين الكلي والأمريكي لمؤشر داو جونز التقليدي	101
4-3	التمثيل البياني لمقياس ترينور في السوقين الكلي والأمريكي لمؤشر داو جونز التقليدي	102

المقدمة العامة

إن تعاطم الاهتمام بالإسراع في معدلات النمو الاقتصادي من جانب وباستقرار وتيرة هذا النمو من جانب آخر قد حفزا على قيام الأسواق المالية وتطوير تنظيمات الأسواق القائمة وذلك لتعبئة المدخرات الكامنة وتعزيز الاستثمارات في الأوراق المالية على أسس قانونية منظمة في ظل الشفافية في التعاملات من خلال إلزام كافة الشركات بنشر المعلومات وتداولها داخل السوق وخارجها. ومن هنا برزت أهمية هذه الأسواق و يعد تقييم أداء المحافظ الاستثمارية أحد المنافع الرئيسية للتعرف على مدى جدوى توظيف الموارد المالية للأفراد والشركات على حد سواء ، إذ أن ازدياد حجم الموارد المالية يستدعي البحث في مجالات مهمة لتوظيف هذه الأموال في إطار محافظ استثمارية للاستفادة من مزايا التنوع، وبالتالي تقليل المخاطر المصاحبة للاستثمار وخاصة في ظل التقلبات التي تتسم بها الأسواق المالية.

ويرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر الرشيد يسعى دائما إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطرة وهذا قد يكون متاح للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة، وفقا لذلك فإن المستثمرين غالبا ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد.

في هذا الإطار فإن نظرية المحفظة قدمت الأسس العلمية للمستثمرين لتوزيع استثماراتهم في مزيج من الأوراق المالية لتخفيض المخاطر لأدنى مستوياتها وفي نفس الوقت الحصول على عائد مرضي إلا أن ما قد يواجهه المستثمرين هو عدم توفر الإمكانيات الإدارية والفنية للتحليل لتقييم أداء محافظهم الاستثمارية.

أهمية الدراسة:

يستمد البحث أهميته من أهمية المحفظة الاستثمارية التي ركز عليها الفكر المالي المعاصر في تطوير آليات وأساليب الاستثمار ، إذ أن المحافظ الاستثمارية المتمثلة في تجميع الموارد المالية لتقليل المخاطر في الاستثمار بالأوراق المالية وتعظيم العوائد في ظل هذه أسواق تنسم بالتقلب المستمر مما يستدعي استخدام الأساليب العلمية في اتخاذ قرارات الاستثمار والتي تؤكد على أهمية التنوع في تخفيض مخاطر الاستثمار في إطار نظرية المحفظة إذ أن وجود عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية كذلك إمكانية توزيع الاستثمارات في المحفظة بأكثر من طريقة يتطلب المقارنة بين أداء عدة محافظ استثمارية للوصول إلى الأسلوب الأفضل لتقييم الأداء. وتزداد أهمية البحث أيضا في توضيح الأساليب المستخدمة في قياس أبعاد القرار الاستثماري وهما العائد والمخاطرة اللذان يشكلان الأساس في بناء المحافظ الاستثمارية ، وضرورة عدم التركيز على أحد البعدين لأنه يؤدي إلى نتائج مظلمة لذلك ظهر مفهوم العائد المعدل بالمخاطرة ليعطي مفهوم أوسع في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

دوافع اختيار الموضوع :

وقع اختيارنا على هذا الموضوع لعدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي:

- 1- قلة الكتابات والأعمال الأكاديمية بالمكتبة الجزائرية حول المحافظ المالية .
- 2- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع من خلال الاهتمام المتزايد من قبل الاقتصاديين في ظل الأحداث التي تشهدها الأسواق المالية العالمية وخاصة الأزمة المالية العالمية .
- 3- يعتبر هذا الموضوع أحد الجوانب الهامة في العلوم المالية .

إشكالية الموضوع

ففي خضم نمو النشاطات الاستثمارية على المستويين المحلي والدولي ومع ظهور الأزمات المالية و بروز حالة لا استقرار للاقتصاد العالمي فقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة، إذ ظهرت نظريات عديدة أوضحت جميعها أهمية تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتخفيض المخاطرة إلى مستويات مقبولة، وكان لهذه النظريات أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري للوصول إلى معدلات العائد المطلوبة بأدنى ما يمكن من المخاطرة.

وتظهر المشكلة في حالة تركيز المستثمرين على أحد بعدي القرار الاستثماري العائد أو المخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية مما قد يؤدي إلى نتائج مضللة، كما أن الاعتماد على المخاطر المنخفضة قد يؤدي إلى اختيار محافظ ذات عوائد منخفضة.

وتزداد مشكلة المستثمرين من ذوي الدخل المتوسطة والمنخفضة تعقيدا عندما لا يمتلكون الإمكانيات الإدارية والفنية في تحليل العدد الكبير من الأوراق المالية المتضمنة ضمن المحفظة الاستثمارية

فرضيات الدراسة:

تحدد فرضية الموضوع في ضوء المشكلة والأهمية والهدف بما يأتي:

يترتب على قياس أداء المحافظ الاستثمارية تحقيق أفضل النتائج والوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس بداية يمكن طرح السؤال التالي:

لماذا يتم قياس أداء المحافظ الاستثمارية؟

فلذا كان لدينا محافظ استثمارية وكنا نديرها بأنفسنا أو نستأجر من يديرها بالنيابة عنا فسوف نكون حريصين على المعرفة الجيدة لكيفية إدارة هذه المحافظ. حيث أن قياس المحافظ الاستثمارية ترافقه عدد

من التساؤلات التي توضح العلاقة بين مدراء المحافظ الاستثمارية وأصحاب رؤوس الأموال في الشركات

1 - ما هو العائد على الاستثمار في المحفظة؟

2 - لماذا أصبح قياس أداء المحفظة الاستثمارية أهم أهداف أي مستثمر؟

3 - كيف يمكن تحسين الأداء؟

وهذا يعني أن قياس أداء المحافظ يتصل بمراقبة جودة القرار الاستثماري وتوفير المعلومات اللازمة لتمكين مديري المحافظ والعملاء من تقييم كيفية استثمار الأموال ونتائج هذا الاستثمار.

أهداف الدراسة

يهدف البحث في جانبه النظري إلى توضيح أبعاد المحافظ الاستثمارية وأساليب القياس لهذه الأبعاد فضلاً عن توضيح أساليب المقارنة بين المحافظ الاستثمارية ، وكذلك أهمية توحيد المقياس المستخدم للمقارنة من أجل الوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس، من هنا جاء استخدام أسلوب العائد والمخاطرة كوسيلة دقيقة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، أما في الجانب التطبيقي فقد ركز البحث على قياس أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مؤشرات شارب وترينور.

الدراسات السابقة:

تمكنا من خلال البحث من الإطلاع على عدة دراسات حول موضوع الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية والتي نشير إليها :

❖ سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار ،هيئة الأوراق

المالية والسلع ،أبو ظبي ،سنة 2007

❖ إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي،مجلة جامعة

الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية،المجلد الرابع العدد7 سنة 2011.

❖ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية -تكوينها ومخاطرها ،جامعة الجزائر،مجلة الباحث،عدد الثالث

سنة 2004

❖ عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون

الخليجي ،كلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة الأنبار،سنة 2007

إن معظم هذه الأبحاث في هذا المجال كانت تسلط الضوء على أساسيات حول الأسواق المالية بما فيها

هيكلتها ومضمونها وكذا طريقة تسييرها ،غير أن موضوع الساعة ينشد إلى إبراز أثر المخاطر المالية

النظامية والكلية على أداء المحافظ الإستثمارية للمستثمرين المتواجدين في الأسواق المالية عامة والسوق الإسلامية خاصة .

- ❖ Frank K.Reilly, Keith C.Brown,2003,Investment Analysis and Potfolio Management 7th ed.,Australia Thomson.
- ❖ Hajara Atta (2000) "Ethical Rewards- An Examination of the Effect of Islamic Ethical Screens on Financial Performance and of conditional Information on Performance measures ".Msc.Dissertation,University of Durham
- ❖ Rushidi Siddiqui,"Dow Jones Islamic Market Index"Islamic banking and Finance America 2000,July.14-16,2000.
- ❖ Sam Hakim, Manochehr Rashidian,Is Sharia Compliance Costing Investord ?ERF 11th annual Conference,14-16 Dec 2004,Beirut,Lebanon.

حدود الدراسة:

فقد تم حصر هذه الدراسة في النقاط التالية:

- توضيح السوق المالي عامة والإسلامي خاصة بكل جوانبه التنظيمية والهيكلية وحدود نشاطه
- تحليل ووضع مقارنة بين مؤشر داو جونز التقليدي والإسلامي خلال سنة 2014
- الاعتماد على سلسلة تاريخية لأسعار السوق DAWJM وأسعار السوق الأمريكية DAWJUS للمؤشرين التقليدي والإسلامي وهي شهرية
- إبراز أهمية استخدام النماذج الرياضية والإحصائية في اتخاذ القرارات الإستراتيجية من خلال قياس أداء محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرين شارب وترينور.

صعوبات الدراسة

إنّ الصعوبات التي واجهناها في هذا البحث تتمثل في قلة المراجع المتخصصة في هذا الميدان سواء في الجانب النظري الذي اهتم بقياس وبناء المحافظ الاستثمارية ، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد واجهتنا صعوبة الحصول على المعطيات الإحصائية وكذلك نقص وعدم توفر الدراسات التي اهتمت بالمقارنة بين مؤشر داو جونز الإسلامي والتقليدي الذي هو موضوع دراستنا .

منهجية الموضوع:

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول قياس أداء المحفظة الاستثمارية فقد اقتضى الأمر استخدام مجموعة الأساليب البحثية، إذ تم استخدام الأسلوب الوصفي في الفصلين الأوليين تم تقسيم كل فصل إلى أربع مباحث ففي الفصل الأول تطرقنا فيه إلى الإطار النظري والتصوري للاستثمار في سوق الأوراق المالية أما الفصل الثاني فقد ابرزنا فيه إدارة وتكوين محفظة الأوراق المالية، كما تم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الثالث التطبيقي بالاستعانة ببرنامج **SPSS Statistique** حيث تم استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية والرياضية لقياس مستوى أداء المحفظة الاستثمارية من خلال سلسلة التاريخية لأسعار محفظة الأوراق المالية .

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً 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. ومع تنامي عجز الموازنات العامة لبعض الدول فقد أخذت – هذه الدول – في البحث عن موارد مالية غير سيادية لتمويل خططها التنموية، فغدت

الأسواق المالية واحدة من الأدوات الهامة التي تستخدم لمثل هذه الغايات التنموية .
 مما لا شك فيه أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية نتيجة توفر الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة والسوق نفسه وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، فقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغييرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والتفصيص، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغييرات لما لذلك من آثار إيجابية على سيولة الأسواق المالية وعمقها .

إذا نظرنا لأهمية إلى تواجد الأسواق المالية ودورها الكبير في تمويل وتحريك عجلة الاقتصاد بالإضافة إلى أهمية الاستثمار المالي ، ارتأينا إلى تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث ، نطرق في المبحث الأول إلى أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، أما في المبحث الثاني فسنعرض إلى ماهية الأسواق المالية وخصائصها أما في المبحث الثالث نوضح فيه الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية أما المبحث الرابع فقد تطرقنا إلى تحليل كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية

إن تحديد المقصود بالاستثمار بشكل واضح مع بيان الأهداف الرئيسية التي يعمل المستثمر على تحقيقها يعدان أمران متكاملان وأساسيان لبناء التحليل في اتخاذ القرار الاستثماري .

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي ودوافعه

أولا : مفهوم الاستثمار المالي:

يعرف الاستثمار على أنه الطلب على أموال الإنتاج أو أنه الفرق بين الدخل المتاح (أو القابل للتصرف **Disposal Income**) والطلب على الأموال الاستهلاكية، " فالمفهوم العام للاستثمار هو: إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس الاكتناز⁽¹⁾

فالاستثمار يقوم على توجيه الأصول المملوكة أو المقترضة (مقابل فوائد معينة يتحملها) بغرض تحقيق إيرادات كافية تغطي هذه الأصول وتكاليفها (هوامش المخاطر المتوقعة) وتحقيق عائدا إيجابيا وإضافيا

وعلى ما سبق يمكن تعريف الاستثمار على أنه :

✓ " عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية "المطلوبة" وفي ظروف تتسم بالأمان (والتأكد) قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر⁽²⁾

✓ " فالاستثمار في نظر الاقتصاديين عملية هادفة لتكوين رأس المال أو الزيادة في ذلك الرأسمال، و هو إذن عملية تزيد من التراث المادي للبلاد فالاستثمار المالي نعني به الإنفاق على شراء أوراق مالية (أسهم، سندات) مصدرها في فترات سابقة أو أصول إنتاجية أو عقارات أو أراضي قائمة وموجودة من قبل، وهذا كله من قبيل تداول رأس المال الموجود في فترات زمنية سابقة⁽³⁾.

✓ كما يعرف أيضا على أنه: " شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية"

¹ عبد الغفار حنفي: الاستثمار في الأوراق المالية- الأسهم-سندات -وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية- الاسكندرية د ط 2000 ص 17
² هوشيار معروف كاكما مولا: الاستثمارات والأسواق المالية دار صفاء للنشر والتوزيع- جامعة بقاء - السلط - عمان ط 1 (2003م-1424هـ) ص 20
³ عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات الاستثمار والتمويل الإسلامي في الصيرفة الإسلامية -الدار الجامعية الاسكندرية سنة 2014 ط 1 ص 159

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار فالاستثمار هو استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل⁽¹⁾ فالاستثمار المالي هو الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات....

✓ أما رجل القانون فينظر في كفاءات تنظيم تلك العملية، إلا أنه من العسير البحث عن تعريف للاستثمار مع الفصل بين العناصر الاقتصادية والعناصر القانونية التي يتشكل منها تعريف الاستثمار. و عليه سوف نتعرض إلى عملية الاستثمار في نقاط قد يساعد مجملها على تكوين فكرة عن تلك العملية. و من بين تلك النقاط عناصر الاستثمار المتمثلة في المساهمة وقصد الحصول على الفائدة (الربح) و المجازفة (المخاطرة) و عامل الزمن (المدة)

● ونخلص من هذا التعريف عناصر الاستثمار

1- المساهمة L'Apport

يقدم المستثمر "عطاء" أو "مساهمة" نقداً أو عينياً، مادياً أو غير مادي، وقد يكون المصدر (المستثمر) إما شخصاً طبيعياً وإما معنوياً، خاصاً أو عمومياً.

2- نية الحصول على الربح Le But du profit

إن المستثمر يهدف من خلال عملية الاستثمار إلى الحصول على أرباح أو فوائد وإلا فلا تعد العملية استثماراً.

3- المجازفة أو المخاطرة Le Risque

إن نية الحصول على الربح لا تعني بدهاءة، التحقيق الفعلي لذلك الربح فالمساهمة مخاطر بها (مجازف بها)، وقد يحقق المستثمر أرباحاً كبيرة أو صغيرة وقد يتحمل قدراً من الخسارة مناسبة لقيمة مساهمته.

4- عامل الزمن (المدة)

إن المستثمر ينتظر بطبيعة الحال مدة كي يرى ثمرة استثماره

ثانياً : محددات القرار الاستثماري

من هذه المفاهيم نسلط الضوء على مفهوم العائد والخطن

1- العائد Return : إن الهدف الرئيسي للاستثمار هو العائد ولكن يجب أن نفرق بين كل من

العائد المتوقع Expected Return والعائد الفعلي Realized Return حيث يشير الأول إلى

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون : الاستثمار في الأسهم والسندات -الدار الجامعية الاسكندرية د ط ، سنة 2003/2004 ص 3

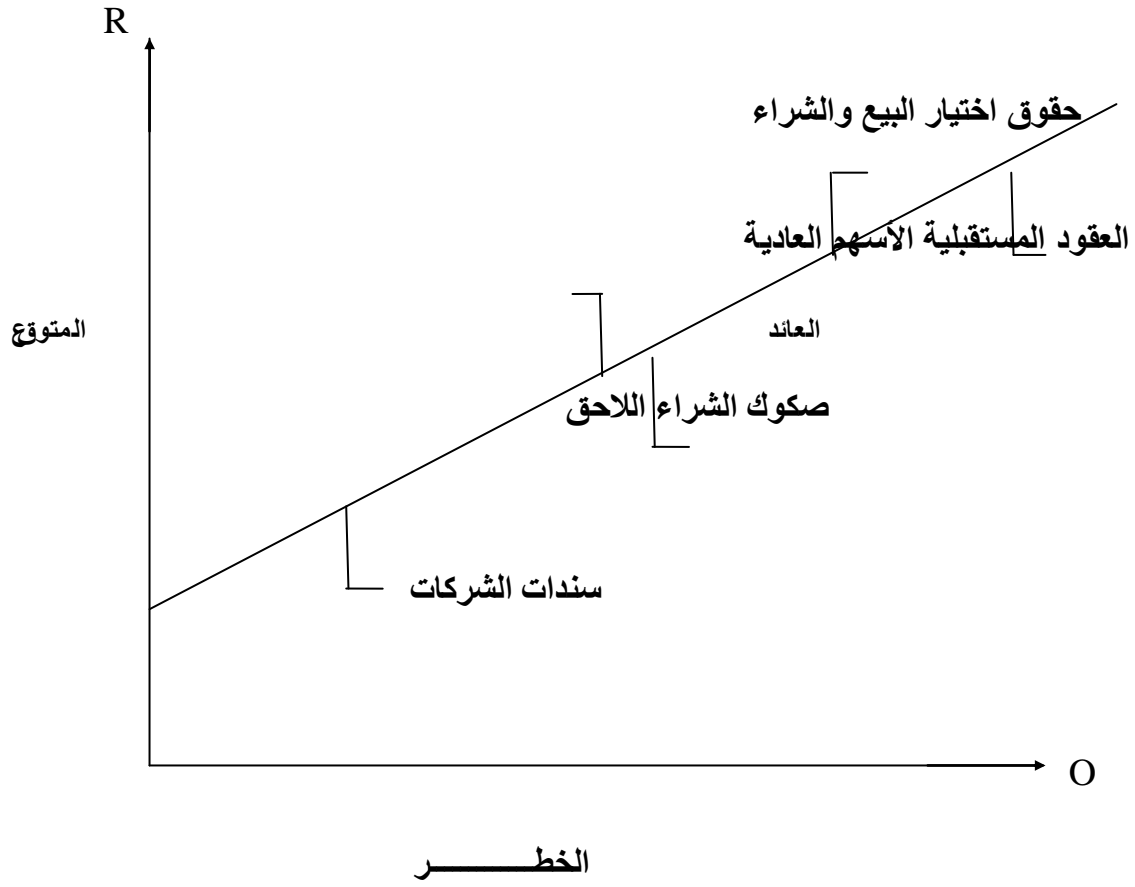
العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل في حين يشير الثاني: إلى العائد الذي حققه المستثمر فعلا وهنا يلاحظ أن المستثمر يهدف إلى تحقيق العائد المتوقع ولكنه في النهاية يحصل على العائد الفعلي الذي قد يكون أعلى أو أقل مما كان متوقعا وهو يشير إلى درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار أي تقلب العوائد المحتملة والنتيجة عن عملية الاستثمار⁽¹⁾

2 - الخطر Risk: يمكن تعريف الخطر هنا على أنه احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفا عن العائد المتوقع وهوما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع حيث يختلف الخطر الذي تتعرض أدونات الخزينة عن تلك التي تتعرض لها سندات الشركات أو الجهات الحكومية فمن الواضح إذا أن المستثمر يعمل دائما على تجنب الخطر وأنه سوف يتعامل مع الخطر من خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة لاختيار المستوى المقبول

¹ محمد صالح الحناوي، وآخرون: الاستثمار في الأسهم والسندات- مرجع سبق ذكره ص 6

- والشكل التالي يوضح أنواع الأصول المالية المختلفة التي يستطيع المستثمر أن يفاضل بينها في ضوء مفهوم المقايضة بين العائد والخطر، فالشكل التالي يشير إلى أن العلاقة بين العائد والخطر هي علاقة طردية

شكل رقم (1-1): يمثل أصناف الأصول المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي، وآخرون: الاستثمار في الأسهم والسندات- مرجع سبق ذكره ص 8

ثانيا : دوافع الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات، كما أن له عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها كل مستثمر.

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي⁽¹⁾:

- ❖ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات؛ إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجحة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم
- ❖ توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار
- ❖ - تعدد الأدوات الاستثمارية؛ والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الدينامية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية

¹ أحمد السيد كردي : مبادئ وأسس إدارة الاستثمار المالي، تاريخ الإطلاع 8 يونيو 2010، عن الموقع الإلكتروني <http://www.acc4arab.com/acc//showthread.php?t=10508>

المطلب الثاني : أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي⁽¹⁾:

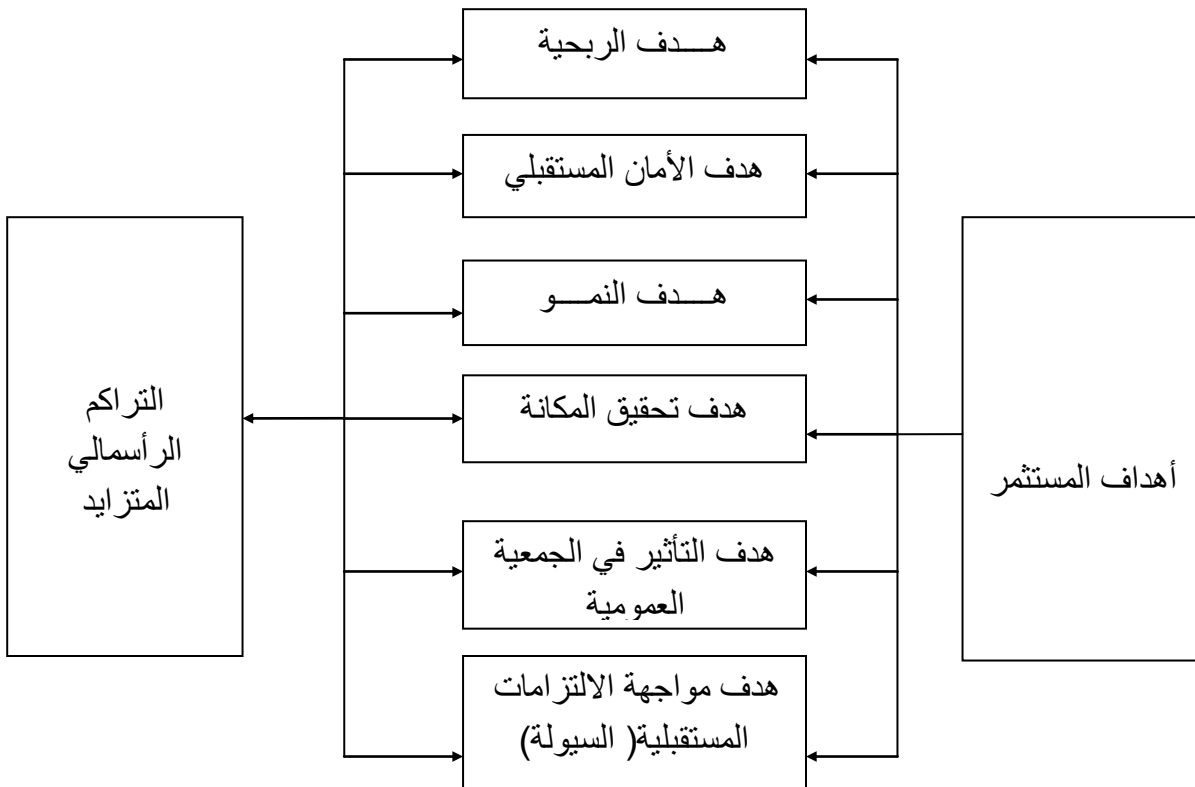
- 1- **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة
 - 2- **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى
 - 3- **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل
 - 4- **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
 - 5- **حماية الدخل من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية
 - 6- **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.
- تتباين أهداف الاستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الاقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات بشأن مصادر التسهيلات الائتمانية وفرص الاستثمار المختلفة وما يسوء من مناخ استثماري في محيط نشاطاته وأخيراً ما يميز به شخصياً أو ما يعتمد عليه من قدرات أو أجهزة إدارية.

¹ مرجع سبق ذكره.

ومع ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف الآتية:

- ✓ الحفاظ على الأصول المادية (والمالية) التي يمتلكها المستثمر أو يحق له التصرف بها وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة وما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر.
- ✓ تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة
- ✓ استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر
- ✓ استمرار الدخل وزيادتها بوتائر متصاعدة ويمثل هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية لتوكيد رغباته في رفع مستويات معيشته و ثم قدراته الإنتاجية ويمكن من خلال ذلك تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيد من النشاطات الجديدة⁽¹⁾

الشكل رقم (1-2): يوضح أهداف الاستثمار في الأوراق المالية:



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد : اقتصاديات الاستثمار في البورصة- الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ط1 سنة 2010 ص 179

¹ هوشيار معروف كاكما مولا : الاستثمارات والأسواق المالية - مرجع سبق ذكره ص 20

المطلب الثالث: خصائص الاستثمار المالي

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة .
- وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية
- يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة

المطلب الرابع : مقومات القرار الاستثماري وأنواعه

يقوم القرار الاستثماري الناجح على المقومات الأساسية التالية⁽¹⁾:

أولاً : الإستراتيجية الملائمة للاستثمار

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

- الربحية
- السيولة
- الأمان

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة ، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة ، والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه .

وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية ينقسم المستثمرون بشكل عام إلى ثلاثة أنماط هي :

- 1 – **المستثمر المتحفظ** : وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه ، وبالتالي يكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة .
- 2 – **المستثمر المضارب** : وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه. ويكون مستعداً لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة على الاستثمار .
- 3 – **المستثمر المتوازن** : وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن .

¹ محمد مطر – إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية-المكتبة الوطنية ، عمان الأردن د ط ، سنة 1993 – ص 39

ثانياً: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين :

الأمر الأول : أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار ، والذي

يقوم عادة على خطوات محددة أهمها ما يلي :

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار .
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار .
- تحديد العوامل الملائمة ، ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحركة في القرار .
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة .
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف .

أما **الأمر الثاني** فهو أن يجدر بمتخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير

في اتخاذ قراره . ومن أهم هذه المبادئ⁽¹⁾ :

1 - مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية :

إن الفوضى النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة ، بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة متعددة ، فذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منها ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته الاستثمارية .

2 - مبدأ الخبرة والتأهيل :

يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب خبرة ودراية قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين . ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة . ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج . بالمقابل توجد فئة ممن يتمتعون بالخبرة والدراية والإمكانية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري . وتوجد فئة أخرى من الأفراد ممن يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين من الفئة الأولى . ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح محللو الاستثمار ، أو مدراء المحافظ الاستثمارية .

3 - مبدأ الملائمة :

يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب ، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال . ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحني تفضيله الخاص

¹ زياد الصيرفي ، محمد الحسين: إدارة شركة استثمار - كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق - 2007 - 2008 ص 3

والذي يتحدد في ضوء مجموعة من العوامل منها : عمره ، ووظيفته ، ومستوى دخله ، وحالته الاجتماعية . . . الخ .

هذه العوامل هي التي تحدد درجة اهتمام المستثمر تجاه العناصر الأساسية في قرار الاستثمار وهي: العائد على الاستثمار ، ومخاطرة الاستثمار وبالتالي درجة الأمان التي يراعيها المستثمر ، ثم سيولة الأداة الاستثمارية .

4 - مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية :

يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد على الاستثمار الهدف . ولتحديد هذا العائد الهدف يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم غالبا ما يتمثل في تكلفة رأس المال المستثمر وذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات . وهذا يحتم معرفة قيمة التدفقات النقدية المتوقعة وتوقيتها . وأي خلل يحدث في هذا ينشأ عنه مخاطرة تحيط بالاستثمار يتفاوت مداها وفقا لطبيعة أدوات ومجالات الاستثمار . ومن هنا يمكن تجنب هذه المخاطرة أو تخفيض أثارها عن طريق تنويع الأدوات الاستثمارية ، وذلك بتطبيق المثل الشعبي القائل (لا تضع جميع البيض في سلة واحدة) .

المبحث الثاني ماهية الأسواق المالية وخصائصها

يعرف العالم تطورات وتغيرا جذرية عميقة مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية ونلاحظ أن العالم برمته زاد اهتمامه بالمال وعليه كان لزاما البحث عن أماكن تواجهه والبحث عن طرق الحصول عليه فالأسواق المالية تعتبر من أهم الأسواق التمويلية لدى الكثير من الدول لذلك جعلتها في قمة الهرم المالي لديها لمواجهة التطورات والتغيرات التي يعرفها العالم .

سنحاول في هذا المبحث الإلمام بأهم المفاهيم الأساسية للأسواق المالية وخصائصها كما تطرقنا إلى شروط قيام هذه الأسواق ووظائفها وكذلك إلى عمليات سير تلك الأسواق وآليات تنظيمها .

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها

أخذت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزا مهما في تفكير معظم الدول لما توفره من تعبئة للمدخرات وإعادة توظيف تلك الأموال فلقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية وسنسلط الضوء في هذا المطلب إلى البعض منها:

أولاً: مفهوم الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية أداة هامة تقويم اقتصاد أي دولة حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وإطلاعهم على وضع الشركات والمشروعات ونذكر منها:

- فهي تعتبر بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد إذ يعتبرها الاقتصاديون لمرآة تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة⁽¹⁾
- والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد بمقارنته بسوق المادية إلا ان مفهومه لا يختلف عن مفهوم الأسواق الأخرى سواء من حيث تنظيمها وأن أسواق مالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الأفضل لموارد المجتمع فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل⁽²⁾
- ويعرف أيضا أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة لذلك من خلا الدور الأساسي لكل المؤسسات الحالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة⁽³⁾
- من خلال المفاهيم السابقة يمكن أن يبرز أن مفهوم سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن سوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها

1 عصام حسين : أسواق المالية(البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع ،الأردن-عمان ، دط ، سنة 2009 ، ص 05

2 عمرو محي الدين : المال والصناعة "مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي سنة 2000 ص 12

3 عبد الغفار حنفي ، سمية قريظاص السوق والمؤسسات المالية -كلية التجارة -جامعة الإسكندرية ، دط، سنة 2001 ص 213

بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها من مجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي⁽¹⁾

• أو هو : ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية للمشتريين تلك الأوراق

• وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه⁽²⁾

ثانيا: خصائص الأسواق المالية :

تتجلى أبرز خصائصها في توفير مايلي⁽³⁾

1 **كفاءة التشغيل:** وهي قدرة السوق على تحويل الأموال و المواد لمن يحتاجون إليها، بأقل

من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات وتضم التكلفة الوسطة المالية

وتكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة

2- **كفاءة تخصيص الموارد:** إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال

ممن لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم

بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص

3- **توفير السيولة:** من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة

الأسهم إعادتها إلى الشركة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن

السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى نقدية.

4- **توفير المعلومات والاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة:** السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن

الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وكذا حركة التعامل ولا يقتصر على توفير المعلومات

فقط بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث وهي تؤثر في أسعار الأسهم، وهذه الخاصية

يطلق عليها بكفاءة السوق.

1 عصام حسين : أسواق المالية (البورصة) مرجع سابق ذكره ص 18

2 محمد مطر د. فايز تيم إدارة محافظ الاستثمارية - دار وائل للنشر - جامعة ببرا ، ط1 2005 ، ص 60

3 منير إبراهيم هندي : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة ، دار المعارف ، الإسكندرية د ط سنة 1999 ، ص 411

المطلب الثاني: شروط قيام الأسواق المالية ووظائفها:

نستنتج مما سبق أن للأسواق المالية شروط و وظائف معينة .

أولاً: شروطها:

إن سوق الأوراق المالية لا تنشأ بمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدر قرار من السلطات المختلفة لكن لا بد من توفر مجموعة من الشوط الأساسية وهي كما يلي:

- 1- وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كافي على المدخرات المعروضة
 - 2- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة الاختصاصات لتؤدي دورها في اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وخلق الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة وترويج لها الوساطة لتحقيق التقاء العرض والطلب
 - 3- طاقة استيعابية معقولة وقادرة على استيعاب رأس مال المعروض تتمثل في توفير مشاريع ذات حدود اقتصادية وربح معقول (1)
 - 4- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات مزايا المختلفة التي تضمن للسوق رتوبعا وفعالية وتتيح الفرص أمام المتعاملين كافة(2)
- فقيام أسواق مالية لا بد من توفر شروط نجملها فيما يلي:

- 1- **الزيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة** تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار لذا فإن تشجيع الأسواق المالية تقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص الذي يتجول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تكون من دون مؤسسات مالية داخل الدولة
- 2- **تحويل الإدارات المحصل عليها إلى استثمارات** وهو الهدف الأساسي والنهائي من تجميع الإدخارات، فالأسواق المالية هي سوق استثمار الأموال، تدفع كل الأفراد والمؤسسات نحو شراء الأوراق المالية
- 3- **إنشاء بورصة الأوراق المالية** بورصة الأوراق المالية تعتبر من أهم أجهزة الادخار والاستثمار، فإذا كانت سوق الأوراق المالية منظمة وذات تعامل واسع النطاق. فإنها تتسم بمرونة كبيرة إضافة إلى تحويل الأوراق حديثة الادخار إلى أموال مستثمرة في مشاريع مختلفة أو تحويلها إلى أموال سائلة عند الحاجة لذلك.

¹ زينب حسين عوض الله اقتصاديات النقود والمال دار الجامعة، الإسكندرية ، د ط ، سنة 199 ص 96

² بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية - أطروحة لنيل شهادة الدكتورا الجامعية جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان - دفعة 2012-2013 ص 18

4- الاهتمام ومراقبة وسائل الإعلام إن تأسيس أي شركة أو طرح سندات في بورصة لا بد أن يكون مصحوبا بإعلان مناسب، كما يجب على مصدر البيان من مراجعة والوقوف على البيانات الواردة في الإعلان.

5- توفير الاستقرار السياسي للدولة وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين أجانب ،وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار

6- وجود جهاز مصرفي متكامل يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته ذات قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية وبالتالي هو بمثابة دعامة أساسية لوجود سوق مالي. ذلك بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار

ثانيا: وظائف الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية من خلال منشأته وظيفه اقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد

مالية من الوحدات المالية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز المالي والشكل⁽¹⁾

يوضح طرق تمويل العجز أو طرق تحويل المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز

1- الطريقة الأولى: (التمويل المباشر) حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في السوق المالية حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوق مالية على نفسها تعرضها على وحدات الفائض التي تشتريها.

2- الطريقة الثانية: (التمويل غير المباشر .

يتم تحويل المواد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق مؤسسات مالية لأسواق المال مقابل هذا التحويل تحصل وحدات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء علي أنفسهم وتسمى أصولا غير مباشرة مثل شهادات الادخار و شهادات الاستثمار . ثم يقوم الوسطاء بتحويل هذه الموارد إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مباشرة إلى المؤسسات المالية

" إذ تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات ولها دور في القطاع المالي كجزء هام من هيكله التنظيمي وكأحد الأطراف الهامة لتشجيع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية حيث تؤدي عددا من الوظائف أهمها:

* ضرور إتاحة سوق مستثمرة لأوراق مالية وذلك لإمكان استيراد المستثمر لمدخراته.

* مراعاة تحديد الأسعار المنافسة من أوراق وتفادي التقلبات العنيفة فيها.

* تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين

* التخصص الكفاء لرأس مال حيث تبين الإمكانيات المتاحة لرأس المال

¹ بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية مرجع سابق ذكره - ص21

* تعتبر المكان الذي يتم فيه تجميع مؤشرات الاقتصاد وتسجيل أثارها على الوضع الاقتصادي العام فحجم المعاملات المنعقدة تعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة ، كذلك تتنبأ بأسعار العامة التي يتم التعامل بها عن السعر العام للأرباح المستثمرة وزيادة نمو نشاط الاقتصادي تؤدي إلى زيادة نشاط الأسواق وفعاليتها⁽¹⁾.

وعموماً يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية فيما يلي:

- تشجيع الادخار و كذا الاستثمار.
- ضمان المنافسة و توفير سيولة المدخرات طويلة الأجل.
- ديمومة التعامل و الاستمرار فيه .
- سرعة معرفة أسعار ا لقيم المنقولة و سرعة تداولها و تحويلها إلى نقود و العكس صحيح
- إمكانية القيام بالضاربة عن طريق إجراء الموازنات بين مختلف البورصات لعملية معينة
- تقييم الشركات من خلال تحديد القيمة الحقيقية للقيم المقيدة منه قيمة المؤسسة تكون بضرب سعر السهم في عدد أسهمها.

المطلب الثالث: معايير تصنيف الأسواق المالية

تعدد أشكال الأسواق المالية كنتيجة لتطورات الاقتصادية المتلاحقة إذ أن الاقتصاديين يميلون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع وفقاً للمعايير التي تتحكم فيها وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

أولاً : أجل الأوراق المالية :

حيث تنقسم إلى

- 1- أسواق رأس مال متوسطة وطويلة الأجل : وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل التي تزيد مدة أجلها عن سنة سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات وغيرها من الأوراق المالية
- 2- أسواق رأس المال قصير الأجل(أسواق النقد): هي الأسواق التي تتداول فيها الأدوات المالية قصيرة الأجل حيث يتم تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة في هذه الأسواق على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية من خلال بنوك مركزية والبنوك التجارية.

¹ عصام حسين : أسواق المالية(البورصة) - مرجع سابق ذكره - ص20

ثانيا : طريقة التداول:

وتنقسم إلى :

- 1- أسواق حاضرة أو سوق الأوراق المالية وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين حيث تلعب هذه الأسواق دور بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية خاصة باعتبارها حلقة هامة من حلقات النمو في النظام المالي.
- 2- الأسواق الآجلة هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية ثم تنفيذها ميعاد لاحق في المستقبل⁽¹⁾ حيث يتم في هذه أسواق العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصنيفها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ماعدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية .

ثالثا : طبيعة عمل الأسواق:

يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى نوعين من الأسواق:

- 1- **سوق أولي أو سوق الاصدار Primary Market** هي سوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية للأسهم العادية وأسهم الممتازة والسندات ولذلك يطلق عليها أيض سوق الاصدار (وتختص بها الجهات تامخول لها منح تراخيص الشركات مثل (مصلحة الشركات والهيئة العامة للاستثمار) وهذا السوق يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي
- 2- **سوق ثانوي Secondary Market** : هي سوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها الشراء وبيع عبر السماسرة والوسطاء لذلك يطلق عليها سوق التداول (البورصة) ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها المستثمرين وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أن يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عناصرا للسيولة لذا يستمد السوق الأولي فعاليته وكفاءته من فعالية وكفاءة سوق التداول وينقسم سوق التداول بدوره إلى قسمين :
- 2- **1 السوق الغير منظم** : يقصد بها الأسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية خارج مقصورة البورصة والتي تتولاها بيوت السمسرة ، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات مختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع⁽²⁾ حيث يتصمن هذا السوق غير منظم سوقين آخرين هما سوق الثالث وسوق الرابع

1 بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية مرجع سابق ذكره ص 28

2 عبد الغفار حنفي: بورصات الأوراق المالية - دار الجامعة الجديدة للنشر د ط ، سنة 2002 ص 45

2-3 السوق الثالث: هو جراء هذا السوق غير منظم حيث يتكون من سماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذي يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثلا. (صناديق التقاعد-صناديق الاستثمار شركات التأسيس) وتتميز معاملات هذا السوق بصيغة تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها كما توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والازدهار حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة⁽¹⁾

2-4 السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي أن خارج السوق المنظمة

3-ب 2 السوق المنظم: هو الجزء الثاني للسوق الثانوي والأهم جزء فهو عبارة عن مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون تجرى فيه المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها كل الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين بالتعامل يتم بصورة علنية فيما يخص الأوراق المالية وكذا الأسعار المتفق عليها وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية حيث يشترط التعامل بهأن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة

وبالتالي توفر هذه السوق قدرا كبيرا من السيولة ينتفع منها في أصول استثمارية أخرى. و ضعفها يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية

و منه يمكن استنتاج أهم الشروط لتكوين سوق مالية منظمة

• يجب أن يكون الهدف النهائي لجمع المدخرات هو استثمارها

• تمكين المستثمرين من الحصول على عوائد من خلال رفع أسعار الفائدة على السندات

المطروحة الاكتتاب و إعفاء العائد من الضرائب

• توفير وسائل الإعلام وتنويعها.

• استقرار وحدة النقد و السيطرة على التضخم لجلب رؤوس الأموال

¹ منير ابراهيم الهندي الأوراق المالية وأسواق رأس المال-توزيع مصارف الاسكندرية د ط ، سنة 1999 ص 84

المطلب الرابع : عمليات سير سوق الأوراق المالية وآليات تنظيمها

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وعمليات أخرى آجلة
أولاً: العمليات العاجلة:

وهي العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جداً **48 ساعة على الأكثر** ومن خلال هذه العمليات يجب ان يبين كل أمر:

- نوع الصفقة،

- طبيعة الورقة المالية،

- موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة

- مع ذكر السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

بحيث يجب في هذه العملية العاجلة توفر شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية حيث يعتمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما⁽⁴⁾ وهما :

أ - **الاحتفاظ بها :** يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة

ب **المضاربة على ارتفاع أسعارها:** فيعمدون إلى بيعها لتحسين أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة
ثانياً : العمليات الآجلة :

العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصنيفها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ماعدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها

وتجري التصفية في **كل شهر مرة واحدة** وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى

الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعاً وشراءً ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية.

بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة وأن يكون

تداولها مالوف بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية

أ **الباينة والقطيعة أو العمليات بسيطة:** يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاملون

فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ الصفقة إلا

للمتعاملين في العمليات مع تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

¹ شمعون شمعون، البورصة الجزائرية، للنشر، سنة 1993، ص 51

ب- العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي العمليات التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتهما في تاريخ معين على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض وتنازل عن تنفيذ الصفقة وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

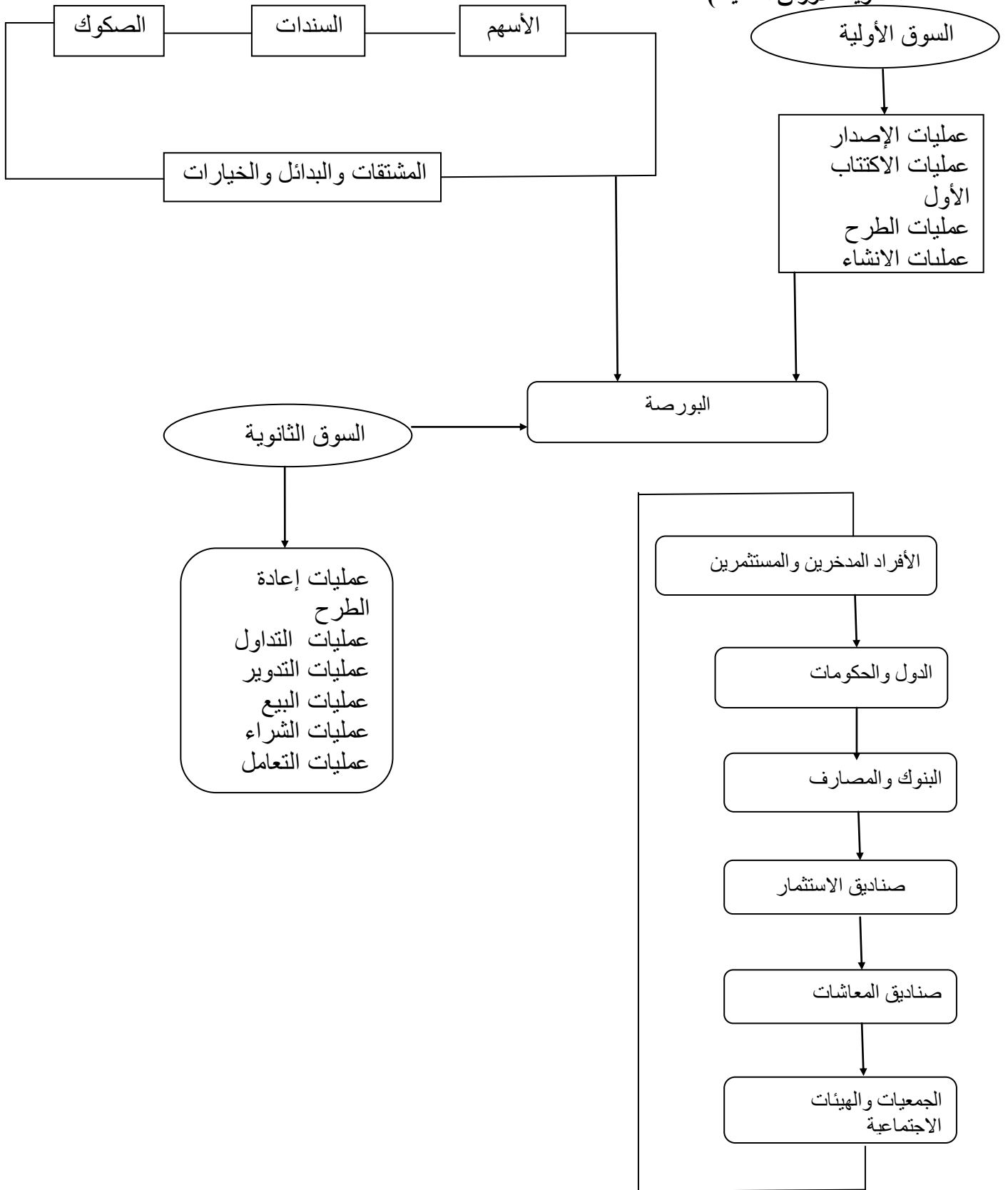
ب 1- العمليات الشرطية للمشتري بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض ويكون البائع ملزما بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاث عناصر وهي : **السعر -مقدار التعويض- أجل التصفية**

ب 2- العمليات الشرطية للبائع: وهذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو الرفض عن تنفيذ مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً⁽¹⁾

¹ . بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره ص ص40، 41

شكل رقم (1-3): يمثل طبيعة عمل الأسواق المالية (دور البورصة في صناعة السوق الأولية والسوق

الثانوية للأوراق المالية)



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد : اقتصاديات الاستثمار في البورصة- الشركة العربية المتحدة للتسويق-سنة2010 ص 42

المبحث الثالث: أدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية

تمثل الأوراق المالية المصدرة من شركات الأعمال السلعة الرئيسية المتعامل بها في سوق المال ، وتعرف الورقة المالية بأنها صك ذو حق في التدفقات النقدية المتوقعة ، وهي بذلك مستند ملكية ، كما يمكن أن تبيّن حقوق ومطالب المستثمر وتكون بذلك صك مديونية ، كما يمكن أن تعبر الورقة المالية عن الحقين معا .

حيث أن جمع الأصول المالية كالأسهم والسندات يكون لنا المحفظة الاستثمارية والتي هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين ماليين أو أكثر .

تقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال من زاوية الحقوق التي ترتب لحاملها على أصول الشركة المصدرة إلى نوعية أساسيين هما (1):

- أدوات ملكية وتشمل التعهدات والخيارات والأسهم .
- ❖ أدوات دين وتشمل السندات
- ❖ المشتقات المالية

المطلب الأول : أدوات الملكية

أولاً : التعهدات : التعهد هو صك تصدره المؤسسة المساهمة في السوق المالي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة بسعر محدد يسمى التنفيذ **Exercise Price** وذلك خلال مهلة محددة من تاريخ الإصدار ، ويسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة

ثانياً : الخيارات : تشبه التعهدات في كثير من الأوجه ، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي ، فالتعهدات تصدرها المؤسسة مصدرة الأوراق المالية ، بينما الخيارات تصدر عن متعهدي إصدار هذه الأوراق المالية التي تقوم بدور الوساطة كبنوك الاستثمار ، كذلك تكون مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة التعهد ، إذ في حين لا تتجاوز مدة الخيار العام الواحد بينما تمتد فترة التعهد إلى 3 أو 5 سنوات ، من جانب آخر يوجد حد أعلى للتعهدات التي يحق للمؤسسة إصدارها ، بينما لا يوجد مثل هذه القيود على عدد إصدار الخيارات .

¹ محمد مطر ود.فايز تيم : إدارة محافظ الاستثمارية مرجع سبق ذكره ص 75

* أنواع الخيارات : تنقسم الخيارات التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية إلى نوعين :

أ- يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للمؤسسة المصدرة بسعر محدد خلال مدة محددة تماما كالتعهد ، ويطلق على هذا النوع من الخيارات - **Call options** - ويحقق للمستثمر مزايا متى كانت الأسعار السوقية لأسهمها العادية صاعدة وذلك بتحقيق مكاسب رأسمالية .

ب- يعطي لحامله الحق في أن يبيع للشركة كمية محددة من أسهمها العادية بسعر محدد خلال مهلة محددة ، ويطلق على هذا النوع من الخيارات - **Put Options** - ويحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة المصدرة هابطة وذلك بقصد تخفيض الخسائر الرأسمالية المحققة .

ثالثا : الأسهم : يعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة"¹ وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة ، إذ تطرح للإكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار .

* خصائص السهم : يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي :

القابلية للتداول : توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية و التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها .

الأسهم متساوية القيمة : يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهما متساوية القيمة ، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس المؤسسة بقيم مختلفة .

المسؤولية المحددة للمساهم : تنص قوانين الشركات أن مسؤولية المساهم محددة في الشركة .

* أنواع الأسهم : يمكن تقسيم الأسهم لأنواع مختلفة ، لكن ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما :

1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار : و تقسم إلى 3 أنواع :

أ- سهم لحاملة : يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد إستلامه ، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع .

ب- السهم الإسمي : يصدر هذا النوع بإسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل بإسمه في سجلات المؤسسة .

ج- السهم الإذني أو الأمر: ويذكر إسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر وعليه يتم إنتقال الملكية عن طريق التظهير بدون الحاجة للرجوع إلى المؤسسة .

3-2-2- تقسيم السهم على أساس الحقوق المرتبة عليها بالنسبة لحاملها: تقسم إلى نوعين:

أ- الأسهم العادية: السهم العادي هو ورقة مالية طويلة الأجل وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في امتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال المؤسسة ، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال (1).

ب- الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة هي أداة مالية توجد وسط الأسهم العادية و السندات فهي تشبه السندات في حصولها على عائد محدد ، كما أنها تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالأرباح ، وعليه فالسهم الممتاز هو *مستند ملكية لكن ليست تلك الملكية المعروفة في الأسهم العادية لأن حامله لا يحق له التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة كما هو الحال بالنسبة لحامل السهم العادي ومن جهة أخرى فإن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص العقد على استدعائه في وقت لاحق (2).

* أنواع الأسهم الممتازة¹: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب .

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي .

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية 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 ، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

¹ عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات الاستثمار في البورصة- مرجع سبق ذكره ص ص 89-90

² محمد مطر ود.فايز تيم: إدارة محاظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ص ص 81-83

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء** : يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة إذا كانت قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من السهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار ، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال إذ يمكنها تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين و بالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي .

و غالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية ، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم ، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة

المطلب الثاني : أدوات المدبورية

وتتمثل أدوات الدين في السندات وهي (1):

أولا- السندات : تعرف بأنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه سداد القرض وفوائده وفقا إلى شروط الإصدار (1).

و بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال حيث أن السندات

تصدر بواحد من الأسلوبين التاليين :

* إن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها ، ويسمى هذا النوع من الإصدارات -إصدارا عاما- .

* أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب ، ويتم الإصدار هنا بموجب إتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الإتفاق عليها من خلال المفاوضات ، ويسمى هذا النوع من الإصدار -إصدارا خاصا- .

¹ مرجع سبق ذكره ص ص 98 - 100

ثانيا- الخصائص الرئيسية للسند : تتمثل فيما يلي :

أ- السند أداة دين : يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائريه ، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية ، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة ، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية

ب- السندات أداة استثمار ثابتة الدخل : يعتبر السند من أدوات الاستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة ، وتبعا لتغيير نسبة التوزيع الأرباح ، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز .

ج- محدودية الأجل : يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله ، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار ، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما مادامت الشركة المصدرة قائمة ، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي .

د- القابلية للتداول : يشبه السند السهم في هذه الخاصية ، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم ، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي

ثالثا- أنواع السندات : يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها⁽¹⁾ :

3-1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار : تقسم السندات على هذا الأساس إلى:

أ- سندات حكومية : تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها ، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية .

ب- سندات أهلية : تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية و السندات المضمونة بعقار .

3-2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار : تقسم السندات من زاوية الشكل إلى :

أ- سندات لحامله : يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من اسم المستثمر ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار ، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها .

ب- سندات اسمية أو مسجلة : ويكون السند اسمي أو مسجلا متى حمل اسم مالكه كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة ، أو أن تكون مسجلا تسجيليا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط .

¹ مرجع سبق ذكره ص ص 100-102

3-3- تقسيم السندات على أساس الأجل: تقسم السندات حسب طول أجلها إلى :

أ- سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا ويعتبر هذه النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد ، ومن بينها سندات الخزينة ، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها ، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا .

ب- السندات الطويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال ، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى ، ومن أمثلة عليها السندات العقارية .

3-4- تقسيم السندات على أساس الضمان: تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن :

أ - السندات المضمونة: مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته

ب - السندات الغير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين ، ويطلق على السندات الغير مضمونة - السندات العادية - والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة .

3-5- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء: يوجد نوعان هما :

أ- سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب ، و الأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار .

ب- سندات قابلة للاستدعاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الاستدعاء ، قصد تشجيع المستثمر على شرائها ، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح بها بالاستدعاء .

فهناك سندات قابليتها للاستدعاء مطلقة أي أن الجهة المصدرة لها الحرية المطلقة في استدعاء السند في أي لحظة تريده بعد إصداره ، وهذا النوع نادر جدا . بينما الشائع هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل و التي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 و 10 سنوات من تاريخ الإصدار ، وبذلك لا يحق للشركة استدعاء السند قبل مضي المهلة ، ولكن بمجرد إنتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الاستدعاء .

3-6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل : تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين :

أ- السندات الغير قابلة للتحويل : مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الإستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل .

ب- السندات القابلة للتحويل : توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند ، مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر .

3-7- السندات الدولية : نقصد بها السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملة البلد

الأصل ، ولصالح مقترض أجنبي ، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية و التي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه .

مقارنة بين السند و السهم

السند	السهم
* السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة .	* السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة .
* لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.	* حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة.
* حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة.	* يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة .
* لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز على دفعها إفلاس الشركة .	* يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة .
* تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح بإعتبار هذه الفوائد النفقات التي تتحملها الشركة .	* لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة بإعتبار أن توزيع الربح على المساهمين لا يعتبر عبأ على الشركة .
* إن الدخل الذي تحققه السندات لحاملها لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة .	* حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق .

المصدر : ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي " أساسيات الإستثمار العيني و المالي " دار وائل للنشر و الطباعة ، عمان ، دط ، 1999 سنة ، ص 261 .

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشمل المشتقات ، عقود المستقبلية والاختيارية والمبادلات⁽¹⁾ إن عمليات المشتقات المالية قد تطورت بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظرا للتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقترضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التقين.

بدأ استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة في أوائل السبعينات من العشرين وتطور استعمالها ويمكن تعريفها على أنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل العقد أي قيمة الأصول المعينة والتي قد تكون أسهم سندات ، سلع عملات أجنبية..... إلخ فهي بمثابة التأمين ضد المخاطر المالية.

ويمكن تعريفها أيضا: " هي مجموعة الأدوات أو أصول المالية التي تقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق⁽²⁾

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نستخلص أن الأدوات المالية المشتقة لها هدف رئيسي هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر، وتحويل هذه المخاطر لمختصين للسير الحسن بالإضافة إلى ضمان التوازن نظرا للجو الذي كان سائد في سنوات السبعينات والتي تمثلت في إفلاس بنك والأزمات المالية كما يقتصر استعمال هذه الأدوات إلا للتغطية أو للتحوط أي للتقليل من المخاطر.

أولا: مفهوم العقود المستقبلية وخصائصها:

1 - تعريف العقود المستقبلية:

إنه التزام نمطي إما للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل⁽³⁾ كما يمكن تعريفه أيضا: "يمثل العقد المستقبلي اتفاقا قانونيا ملزما بين الطرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي تاريخ المتفق عليه".

¹ منير إبراهيم هندي: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره ص 6
² بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية مرجع سابق ذكره ص 30
³ محمد صالح الحناوي ، آخرون : الاستثمار في الأسهم والسندات - مرجع سبق ذكره ، ص 97

2 خصائص العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- ✓ إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحدها سوق الأوراق المالية
- ✓ في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض
- ✓ تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بالغرفة المقاصة⁽¹⁾
- ✓ يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة
- ✓ بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.
- ✓ إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب ايداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.
- ✓ إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة، بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق
- ✓ توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية
- ✓ معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي شأنها رفع كفاءة السوق⁽²⁾

ثانياً: مفهوم العقود الاختيارية وخصائصها

1 مفهوم العقود الاختيارية :

"يعرف حق الاختيار بأنه اتفاق يعطى لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً"

كما يمكن تعرف أيضا " تسمى هذه العقود حقوق أو عقود اختيار نظرا لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو حال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة"⁽³⁾

¹ د.محمد صالح الحناوي، آخرون : -مرجع سابق ص 304

² بن عمر بن حاسين: مرجع سبق ذكره ص32

³ إبراهيم سلطان -محمد صالح الحناوي -جلال العبيدجيل وتقييم الأوراق المالية للدار الجامعية الاسكندرية د ط ، سنة 2001-2002 ص347

2 خصائص العقود الاختيارية:

إن للعقود الاختيارية تتميز بعدة خصائص هي:

• إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحضر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

• إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق

• إن حقوق الاختيار قابلية للتداول لأي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد

• لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.

• إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى.

• يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق المنظمة

ثالثاً- مفهوم العقود المبادلات وخصائصها:

1. تعريف عقود المبادلات:

"يمكن تعريف عملية المبادلة على أنها اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقاً ووفقاً لشروط تكون برضى الطرفين⁽¹⁾

كما يمكن تعريف عقود مبادلة⁽²⁾ بأنّها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوي) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ وذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ.⁽²⁾

وهناك تعريف آخر فهو عقد يمكن طرفين من التبادل في وقت معين أمل تدفقات نقدية لأصل ما أو لدين أو مبلغ معين من العملات وذلك خلال المدة المتفق عليها والتي قد تكون من سنتين حتى 15 سنة وهناك نوعان أساسيان هما، عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات .

¹ منير إبراهيم هندي : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - مرجع سبق ذكره، ص 605

² د. إبراهيم سلطان / محمد صالح الحناوي / جلال العيد بسبق ذكره ص 401

2. أهمية عقود المبادلات:

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود إلى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.
- عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فإن هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون إلى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية.
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنه تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

المطلب الرابع : صناديق الاستثمارية والمؤشرات البورصة

أولاً: مفهوم صناديق الاستثمارية:

بدأت صناديق الاستثمار بشكل فعلي في العام 1940 وتم تنظيم التعامل في وحدات هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية وإن هدف الأسواق من التنظيم هو تزويد المستثمرين ببيانات تفصيلية عن الأوضاع المالية والسياسات الاستثمارية لهذه الصناديق. وقد أثبتت التجربة الأوروبية والأمريكية أن إنشاء صناديق الاستثمار إن له أثراً فعالاً في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار. وقد استفادت دول العالم الثالث من التجربة السابقة إذ اتجهت بعض الدول مثل الهند، وتايلاند، وماليزيا، والفلبين وهونج كونج إلى تطوير أسواق الأوراق المالية بها عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار مما أدى إلى تطوير القطاع المالي في تلك الدول.

تمثل صناديق الاستثمار مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين وبصفة خاصة من صغارهم واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاقتصاد القومي ككل.

لهذا لا بد أن تتوافر فيه الشروط الآتية⁽¹⁾:

- الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله
- مجموعة متنوعة وتشكيلة من الأسهم والسندات أو غيرها من الأوراق المالية يستثمر الصندوق أوراقها فيه أي تنويع استثماراته
- يتسم بإدارة محترفة لما يتوفر عليه من مدير أو فريق لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق
- التقييم اليومي للأسهم الداخلة في نطاق الصندوق
- طريقة تمكن المستثمرين من وضع أيديهم على حصة من الأموال المستثمرة وهذا يعني القدرة على شراء وبيع أسهم الصندوق يوميا

ويمكن تعريف صندوق الاستثمار **Fund** على أنه وعاء استثماري ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار مثلا وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع **Diversification** وذلك في إدارة موجودات الصندوق.

¹ سامي حطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار- دعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، مارس 2007 ص48

ويعتبر صندوق الاستثمار أداة مالية لكن وبحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق يكون أداة استثمار مرعبة . ويمارس صندوق الاستثمار عادة الاستثمار بالأوراق المالية كما يمكن تكوين صناديق للاستثمار بالعقارات . وتعتبر تسمية الصندوق بأنه مشترك **Mutual** عن حقيقة لكون مالكي الحصص فيه يشتركون جميعاً ، كل بحسب حصته، في ملكية الصندوق وفيما يتحقق من أرباح أو خسائر "وهي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أخذ أساليب الحديثة في لإدارة الأموال وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقلبهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها، وأنها تعمل في السوق الثانوي"⁽¹⁾

ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لحاجات ورغبات وأهداف المستثمرين حيث يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمايلي⁽²⁾:

أولاً : هيكل رأس المال

تنقسم صناديق الاستثمار وفقاً لهيكل رأس المال إلى:

1 - 1 صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Funds

وقد سميت هذه الصناديق بهذا الاسم لكونها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود تذكر فحجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق غير محدد، وحجم الصندوق يكبر ببيع المزيد من وثائق الاستثمار ويقل باسترداد المستثمرين لكل أو جزء من وثائقهم وهذا بالتالي ينعكس زيادة أو نقصاً بالنسبة لقيمة محفظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق.

ولعل أهم ما يميز هذه الصناديق كون عدد الوثائق محافظها المالية غير ثابت وغير محدد ، بل دائماً تتسم هذه الوثائق بالتقلب الناشئ عن عمليات البيع والشراء والاسترداد ولا يتم طرح وحدات محددة من الوثائق بل يبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه مازال قائماً وبإمكان المستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء وبإمكانه كذلك بيع هذه الوثائق عندما يشاء وذلك بعد إخطار قصير المدى قد لا يتجاوز أسبوعاً وحينئذ يصدر الصندوق وثائق جديدة لسد الفراغ الذي تركه أي مستثمر يبيع وثائقه .

1-2 صناديق الاستثمار المغلقة Closed- End Funds:

وقد سميت هذه الصناديق بهذا الاسم لأن عدد الوثائق التي تصدرها ثابت لا يتغير وأهم ما يميز هذه الصناديق أنها محددة القيمة والحجم والهدف والعمر وينبثق عن ذلك كون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضاً لذا فهي تنتهي بانتهاء مدة الصندوق ويتم حينئذ استرداد قيمتها من الجهة المنشئة للصندوق⁽¹⁾.

¹ منى قاسم: صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين- الدار المصرية اللبنانية، د ط، سنة 1995 ص 45
² قسم الاقتصاد تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ص34

وتتاح هذه الصناديق بصفة دورية بين الحين والآخر وذلك إذا ما تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة طيبة متاحة للاستثمار في مجال محدد وتطرح هذه الصناديق وثائق للبيع عن طريق وكلاء الصندوق ويتم تداولها عن طريق بورصة الأوراق المالية وعليه فإن الصندوق لا يقبل استردادها أو يقوم بطرح وثائق جديدة منها ويتم إدارة المحفظة الخاصة بهذا الصندوق عن طريق البورصة لصالح حامل الوثيقة الاستثمار الأخيرة. ولذلك فإن صناديق الاستثمار المغلقة بعد إصدارها لوثائق الاستثمار لا علاقة بالمستثمر بعد أن يشتري منها الوثيقة ، وإذا ما رغب في بيعها يتجه إلى شركة سمسة لتقوم ببيع الوثيقة له في السوق المنظمة (البوصة) أو السوق غير المنظمة (OTC) ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة.

ثانياً: الأهداف المقررة:

تنقسم صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة إلى (2) :

1-2- صناديق الدخل Income Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جاري للمستثمرين وذلك في نطاق درجة المخاطر المحددة سلفاً لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل ، وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة Blue Chip توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها.

وصناديق الدخل بذلك تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ومثل هؤلاء المستثمرين لا يخضعون عادة سوي لشريحة ضريبية صغيرة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق وهو ما يعني أنهم يلقون أي اهتمام يذكر للفرق بين معدل الضريبة على الأرباح الأيرادية ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

2-2- صناديق النمو Growth Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق لذا عادة ما تشتمل على اسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو، والتي تظهر سجلاتها نمو مطرداً في المبيعات والأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم أي على نمو الأموال المستثمرة فعن طريق تدوير الأرباح المحتجزة وذلك بإعادة استثمارها مرة ثانية يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا.

وتناسب هذه الصناديق عادة المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع في نفس الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية وبخاصة في ظل نظام ضريبي يكون فيه المعدل الضريبي على الربح الأيرادي أعلى من معدل الضريبة على الربح الرأسمالي كما تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم منها لتغطية نفقات معيشتهم.

¹ سامي خطاب : المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار - مرجع سبق ذكره ص 50
² منير ابراهيم هندي : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - المكتب العربي الحديث الإسكندرية، دط، سنة ، ص ص 126-127

3-2 - صناديق الدخل و النمو Partially Income ,Partially Growth:

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري فضلا عن النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل ، مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة لذا عادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلية من أوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية التي تمثل عادة داخل التشكيلة بنسبة كبيرة. وفقا لتشكيلة محفظة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق يمكن تمييز بين نوعين من الصناديق داخل هذا الإطار:

الأول: صناديق الدخل والنمو **Income Growth** : وتعطي الأولوية فيها لهدف الدخل.

الثاني : صناديق النمو والدخل **Growth Income** : وتعطي الأولوية فيها لهدف النمو وهذا وتناسب هذه الصناديق بنوعها المستثمرين الذين يعتمدون جزئيا على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ويرغبون في الوقت ذاته تحقيق قدر من النمو لاستثماراتهم.

4-2 - الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

تتميز هذه الصناديق بأن استثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم (

الأول: أسهم الدخل **Income Stocks** ويتوقع أن يتولد عنها دخل

الثاني: أسهم النمو **Growth Stocks** ويتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية **Capital Gains**

وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية ، أما حصيلة بيع الأسهم فيختلف استخدامها وفقا لنوعيتها فحصيلة بيع أسهم الدخل يتم بها شراء أوراق مالية تدر عائدا دوريا مرتفعا وحصيلة بيع أسهم شركات تميل إلى تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجرة.

وتعتبر الصناديق ذات الأهمية المزدوجة من الصناديق المغلقة، وعادة ما تتراوح مدة ممارستها لنشاطها من عشرة إلى عشرين سنة، ومع ذلك فإنه عند انتهاء مدتها يمكنها إعادة التأسيس مرة أخرى والتحويل إلى صناديق مفتوحة .

وتناسب هذه الصناديق بذلك فئتين مختلفيتين من المستثمرين:

الأول: المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل

الثاني: المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم المال التي يتولد عنها أرباح رأسمالية

هذا وتقوم الفلسفة التي تحكم هذه الصناديق على أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها فالأرباح الإيرادية التي تنشأ من الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل والأرباح الرأسمالية التي تنشأ من الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل يحصل عليها حملة أسهم النمو.

ثالثا : محفظة الأوراق المالية التي تقتنيها :

تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لمكونات محفظة الأوراق المالية التي تقتنيها إلى:

1 - صناديق الأسهم العادية **Common Stock Funds**:

تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية فقط وبالرغم من ذلك فإنها تختلف باختلاف خصائص وسمات تلك الأسهم لذا يمكن تقسيم هذه الصناديق بدورها إلى:

صناديق أسهم محلية-صناديق أسهم متنوعة دوليا- صناديق أسهم مقسمة جغرافيا-صناديق أسهم مقسمة قطاعيا

2 - صناديق السندات: **Bond Funds**

تتكون هذه الصناديق من سندات فقط ويمكن تقسيمها بدورها إلى أربعة أنواع من الصناديق تتمثل في: صناديق سندات محلية- صناديق سندات دولية- صناديق سندات ذات عوائد دورية- صناديق سندات خاصة

3 - الصناديق المتوازنة **Balanced Funds**:

تشمل هذه الصناديق على مزيج من الأسهم العادية واوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل : السندات الحكومية والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والأسهم الممتازة ولذلك يطلق عليها أيضا الصناديق المنوعة **Diversified Funds**. وتختلف نسبة الأسهم العادية في تشكيلة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق وفقا للأهداف المحددة لكل صندوق، فعندما يكون في مقدمة أهداف الصندوق تحقيق عائد مرتفع نسبيا مع تحمل مخاطر متوسطة نسبيا يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة أموال الصندوق المستثمرة في أسهم عادية والعكس وتراعي هذه النوعية من الصناديق غالبا أن يكون الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق ليس بنفس نسبة الارتفاع أو الانخفاض في المستوى العام للأسعار أي أن نسبة التغير في القيمة السوقية لمحفظة السوق

4 - صناديق سوق النقد **Money Market Funds**

يقصد بصناديق سوق النقد تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة في عام 1973 وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق إلى مستوى مرتفع لم يسبق لها الوصول إليه. وتختلف أهداف هذه الصناديق من صندوق لآخر فمنها ما يهدف إلى تحقيق عائد يقارب العائد المحقق في سوق النقد عن الودائع قصيرة الأجل والمعروفة باسم **Overnight** لتحقيق ذات تستثمر هذه

الصناديق في أذن الخزينة الحكومية Notes Treasury وشهادات الإيداع Certificats Deposits التي تصدرها البنوك.

ويوجد نوع آخر من هذه الصناديق يستثمر في الأدوات السابقة بالإضافة إلى الاستثمار في السندات ذات المعدل الثابت أو المتغير

كما أن هذه الصناديق توفر للمستثمر للمستثمر فيها ميزة هامة ،حيث أنها تعطيه الحق في السحب منها في لأي وقت يشاء دون تعرض للغرامة بل أتاحت هذه الصناديق للمستثمر حرية تحرير شيكات للسحب.

ورغم ما تحققه هذه الصناديق من مزايا للمستثمرين فإنه يلاحظ أن هؤلاء المستثمرين معرضون من خلال هذه الصناديق لنوعين أساسيين من هذه المخاطر:

الأول مخاطر السيولة Liquidity Risks

الثاني مخاطر الضمان Guarantee Risks

ويوجد صناديق أخرى نذكر على سبيل المثال:

صناديق المؤشرات – الصناديق المؤمنة – الصناديق المركبة – صناديق المضاربة (صناديق المضاربة في أسواق مستقبليات وصناديق رأس المال المخاطر) - الصناديق الإسلامية

رابعاً: أهداف ومزايا صناديق الاستثمار

رغم أن صناديق الاستثمار يحكمها هدف مبدئي هو استثمار أموالها في الأوراق المالية بغرض تنمية رأس مالها وتحقيق مدافع لأطرفها إلا أنها تختلف اختلافاً جوهرياً من حيث أهدافها النوعية الأخرى وذلك وفقاً للمكونات التنظيمية وما تربو إلى تحقيقه

أولاً : الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار

تتعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلائم حاجات المستثمرين ورغباتهم فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل جار وهناك صناديق تهدف إلى الموازنة بين النمو والدخل كما أن هناك صناديق هدفها الاستفادة مما يمنحها القانون الضريبي من مزايا عن طريق الإعفاء الضريبي أو تأجيل الضريبة.⁽¹⁾

ثانياً : مزايا صناديق الاستثمار:

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها مستثمريها فحسب بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد القومي بأجمعه وذلك كمايلي⁽²⁾:

¹ قسم الاقتصاد: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - جامعة القاهرة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ص34

² سامي خطاب :المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار-مرجع سبق ذكره ص49

- ✓ تعزيز فرص التنوع وما ينجم عنه من تحسين فرص الاستثمار على أساس العائد والمخاطرة (عائد أعلى بنفس درجة المخاطرة أو مخاطرة أقل بنفس نسبة العائد)
- ✓ الاستفادة من الإدارة الكفوة لإدارة الصناديق حيث تهيأ الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يقوموا بتسليم مدخراتهم لمجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولون إدارتها مقابل عمولة معينة
- ✓ توفير فرص استثمارية تلائم حاجات المشتركين في هذه الصناديق حسب رغباتهم واحتياجاتهم للتدفقات النقدية المستقبلية
- ✓ رفع مستوى التعامل المؤسسي المهني في الأسواق وزيادة رشد وعقلانية وعدالة الأسعار في الأسواق وبالتالي تعزيز الاستثمار المؤسسي بدلا من المضاربات العشوائية مما يؤدي إلى تعزيز الاستقرار في الأسواق المالية
- ✓ السيولة التامة لحصة المشترك والمتمثلة في الاستعداد الدائم لتلبية طلبات الاسترداد التي يتقدم بها المشتركون

خامسا : المؤشرات البورصية

1 مفهوم المؤشرات:

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه وهناك نوعين من المؤشرات ،المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500) ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز لصناعة النقل و مؤشر لستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة فالمؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس حيث يقيس المؤشر حركات الأسهم والسندات أو الصناديق.....الخ⁽¹⁾

2-أنواع المؤشرات البورصية العالمية:

1-2- مؤشر (إم إس سي آي)

هي اختصار ل (مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال) لأسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى ويقيس مؤشر (إم إس سي آي) أداء 1000 سهم ويتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين مختلفتين : طبقا للقيمة الرأسمالية طبقا للناتج المحلي الإجمالي.

¹ عصام حسين :أسواق الأوراق المالية (البورصة) -مرجع سبق ذكره ،ص 35

2-2- مؤشر ناسداك المجمع

هو مؤشر لنظام السوق الوطني يشمل أكثر من 5000 سهم يتم تبادلها عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة

2-3- مؤشر داو جونز:

يتكون هذا المؤشر من ثلاثين شركة رئيسية ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار أهم هذه الشركات وبالتالي عندما يهبط مؤشر داو جونز بمستوى 30 نقطة مثلا فهذا يعني أسعار أسهم الثلاثين شركة قد انخفضت 30 نقطة إن هذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للسوق ويمكن أن يكون مفيدا عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء أي سهم.

المبحث الرابع : تحليل كفاءة الأسواق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق حيث ان السوق يأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور في تقليل المخاطرة وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها

يتسم السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة ومدى تماثلها مع المتغيرات الاقتصادية التي يحصل عليها أطراف السوق والتي على أساسها يتم بناء القرارات الاستثمارية

أولاً: مفهوم السوق الأوراق المالية:

هي " السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في التحليلات أو في التقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) وتعكس تماما قيمة الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر ، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"⁽¹⁾

ويعرف أيضا أن السوق الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية ، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو

¹ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الاستثمار: منشأة، دار المعارف، الاسكندرية، د ط ، سنة 1999، ص 38

الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق ، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها⁽¹⁾

من خلال التعاريف السابقة نرى أن المقصود بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة والواردة إلى السوق ، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، تكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب :

- ❖ وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق
- ❖ توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير مالية المتعلقة بالشركات المتداول أوتاتها في السوق
- ❖ الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

ثانياً : أنواع الكفاءة في السوق الأوراق المالية⁽²⁾:

يوجد نوعين من الكفاءة لرأس المال وهما :

1 - الكفاءة الكاملة : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة الواردة إلى السوق وبين

الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، متوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات المتاحة للجميع بدون تكاليف⁽¹⁾ وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- ✓ شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ✓ حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، ولا قيود دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي ترغب فيها
- ✓ تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لمستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار أوراق المالية المتداولة
- ✓ رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

¹ مثنى عبد الإله الناصر : كفاءة سوق الأوراق المالية الأسس والمقترحات : مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية

تجارب ورؤى مستقبلية ، طرابلس يوم 2005/12/1 ص 4

² عبد الغفار حنفي : الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية الاسكندرية ، دط، سنة 2004 ، ص 75

2 - **الكفاءة الاقتصادية:** وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة لفارق في السعر وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ السعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم⁽¹⁾

المطلب الثاني: خصائص ومقومات كفاءة الأسواق المالية

أولاً: خصائص كفاءة الأسواق المالية:

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم⁽²⁾
- المعلومات متاحة للجميع من المقرضين ، مستثمرين ، الإدارة الجهات الحكومية مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لان العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط
- تتوقف كفاءة الأسواق المالية على **كفاءة نظم المعلومات المالية**، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في⁽³⁾
- ❖ إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- ❖ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

¹ مفتاح صالح ، أ معارف فريدة : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - سنة 2009-2010 ص 181

² سعد عبد الحميد مطاوع : الأسواق المالية المعاصرة - مكتبة أم القرى ، المنصورة الاسكندرية سنة 2001 ص 368

³ محمد صالح الحناوي : تحليل الأسهم والسندات :مدخل الهندسة المالية -الدار الجامعية الاسكندرية سنة 1998 ص 132

I - مقومات كفاءة الأسواق المالية⁽³⁾:

- ✓ مناخ ملائم للاستثمار قائم على مبدأ الثقة والتنظيم
- ✓ تنوع أدوات الاستثمار وتعدد الخيارا أما المدخرات
- ✓ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على تقليل المخاطر
- ✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال
- ✓ نظم اتصال فعالة ومتطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة
- ✓ مبدأ الشفافية والمعلومات الواضحة عن واقع الشركات والأسواق
- ✓ المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار
- ✓ تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب والتهرب الضريبي
- ✓ الإيمان بآلية عمل نظام السوق
- ✓ حرية التجارة و الصناعة إلى حد كبير
- ✓ استقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية
- ✓ مصداقية صانعي القرار على كافة المستويات⁽¹⁾....

المطلب الثالث : مستويات كفاءة الأسواق المالية

تتمثل صيغ الكفاءة الاقتصادية لسوق Efficient Market Hypothesis(EMH) الأوراق المالية في ثلاث صيغ هي⁽²⁾:

1. فرض صيغة المسار الضعيف **The Weak Form**

2. فرض صيغة متوسط القوة **The Semi-Strong Form**

3. فرض الصيغة القوية **The Strong Form**

أولاً: فرضية صيغة المسار الضعيف :

وتعني هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي تكونت خلال فترات ماضية من التعامل وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى .

¹ بن عمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ، مرجع سابق ذكره ص 29

² مرجع سبق ذكره ص ص 75-77

ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة

وتعني هذه الفرضية بأن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة الى المعلومات التاريخية المتاحة في المسار الضعيف أيضا كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

ثالثاً: فرضية الصيغة القوية:

وتعني هذه الفرضية أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات ؛ وعليه لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بكل الجوانب الخاصة بالأسواق المالية حيث توصلنا إلى أن الأسواق المالية لها أهمية بالغة سواء من خلال مكوناتها أو من حيث وظائفها أو الأدوات المتداولة فيها، فقد تطرقنا بالتفصيل إلى أهميتها إذ أنها تعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين أو أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز أو المستثمرين

كما أنها تخلق جو ملائم من أجل استثمار هذه الأموال المتعلقة بمدى كفاءة هذا السوق كما أنها تعمل على حسن استخدام المواد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد للتمويل لتوظيف هذه الأموال وسد العجز، و ذلك باختلاف أنواع هذه الأسواق سواء كانت ثانوية منظمة أو غير منظمة فان هدفها واحد هو توفير السيولة التي تحول من المدخرين إلى المستثمرين

تمهيد :

تعد النظرية الحديثة لمحافظ الأوراق المالية الأساس الذي تقوم عليه إدارة الاستثمار والتي تتضمن تحليل واختيار وتقييم الاستثمارات أخذًا بعين الاعتبار المخاطر والعوائد المتوقعة ويرجع الفضل في تأسيس نظرية المحفظة إلى ماركوتز "Markowitz" الذي وضع المبادئ العامة لها عام 1952 وتركيزه على التنوع ومقولته المشهورة عدم وضع البيض كله في سلة واحدة " وقام وليام شارب بإدخال تطويرات جوهرية عليها حيث تمثل إدارة وتكوين محفظة الأوراق المالية وسيلة من وسائل الاستثمار التي تمكن المستثمرين من تلبية رغباتهم في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان.

المبحث الأول : ماهية محفظة الأوراق المالية

تمثل إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية وسيلة من وسائل الاستثمار الجيد التي تمكن من تلبية رغبات المستثمرين في موازنة بين الربحية والسيولة والأمان وقد حرص قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية على اختصاصات شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وذلك بتقديمها الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية للعملاء (أفراد-شركات بنوك,,,,,) بالإضافة إلى أي أعمال أخرى مرتبطة بهذا النشاط حسب رغبة العملاء ويمكن لهذه الشركات أن تمارس أنشطة أخرى من الأنشطة التي نص عليها القانون رقم 95 لسنة 1992 .

المطلب الأول : مفهوم محفظة الأوراق المالية وأنواعها

تقوم الفكرة الأساسية لمحفظة الأوراق المالية على تكوين مجموعة من الأوراق المالية بحيث تحقق أقصى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطر، حيث تعتبر:

أولاً : مفهوم محفظة الأوراق المالية:

" محفظة الأوراق المالية بأنها تمثل مزيج من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر أو تحقيق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد⁽¹⁾ " هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتركب من أصليين أو أكثر ويتم التفرقة بين محفظة وأخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها⁽²⁾"

"بمعنى آخر فإن المحفظة تحتوي على خليط من الأشياء الثمينة التي نمتلكها أي أن كلمة محفظة تعني أننا نمتلك استثمارات متعددة مثل السلع الثمينة كالذهب والفضة والمعادن النفيسة الأخرى كما يمكن أن تحتوي عقارات وأراضي ويمكن أن تحتوي على أوراق مالية مثل الأسهم والسندات⁽³⁾"

محفظة الأوراق المالية عبارة عن مجموعة اختيارية من الأوراق المالية تشكل مزيج متجانس من الأوراق تم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات ،ولذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم-سندات -صكوك) تتباين وتختلف من حيث قيمة كل منها،ومن حيث معدل العائد متولد عنها،ومن حيث مدة استحقاقها أو هي عبارة عن الأموال

¹ قسم الاقتصاد : تكوين وإدارة المحافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - جامعة القاهرة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية- ص 2

² بن موسى كمال: المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها - مجلة الباحث -جامعة الجزائر ص 37

³ سامي حطاب : المحافظ الاستثمارية والمؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار - مرجع سبق ذكره، ص 5

المستثمرة في أصول مالية فردية أو متحدة مع بعضها البعض ذات عوائد مستقلة أو مرتبطة وتركز على درجات مختلفة من المخاطرة⁽¹⁾

ثانياً : أنواع المحافظ المالية (2)

إن للمحافظ الاستثمارية عدة أنواع نذكر منها ما يلي :

1- محافظ العائد:

يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية وعلى هذا فان وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان

2- محافظ الربح:

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم

أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة أو صناديق الدخل والنمو معا وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح – يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تحققها السوق بشكل عام ولذلك فان اختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

3- محافظ الربح والعائد

هي المحفظة التي تجمع أسهمها مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

¹ عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات الاستثمار في البورصة ، مرجع سابق ذكره ص ص 112-113
² قسم الاقتصاد : تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار :مرجع سبق ذكره ، ص10

وأيا ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها:
المحافظة على رأس المال الأصلي لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق واستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات والنمو في رأس المال والتنويع في الاستثمار وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلية للسيولة والتسويق وهذا يعني أن تكون الأصول المالية(الأسهم والسندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.

المطلب الثاني: أهداف المحافظ المالية وأهميتها

أولا : أهداف محفظة الأوراق المالية (1)

تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر، ومن مؤسسة لأخرى طبقا للظروف الخاصة بكل مستثمر ويأتي في مقدمة أهداف المحفظة تعظيم قيمتها الرأسمالية وتحقيق عائد دوري فضلا عن التأمين ضد المخاطر وترتبط مكونات المحفظة ارتباط وثيقا بأهدافها والى جانب هذه الأهداف هناك أهدافا نوعية أخرى منها ما يتعلق بأجل الاستثمار من حيث كونه قصير أو متوسط أو طويل الأجل وكذا طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية وعلى ضوء ذلك يمكن اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع المستثمر ويمكن القول أن هناك أهداف رئيسية لمحفظة الأوراق المالية نوجزها فيمايلي:

1- الحفاظ على رأس المال:

هذا الهدف ينبغي أن يكون الهدف الأساسي الأول لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثروتهم وطموحاتهم الاستثمارية

فالحفاظ على رأس المال الأصلي ضروري لاستمرار المستثمر بالسوق فمهما زادت طموحات المستثمر وتراءى له ارتفاع فرص الأرباح فإنه يجب أن لا تصل مغامراته إلى تعريض رأس ماله الأساسي للخطر ولا يقتصر رأس المال الأصلي على الأموال التي بدأ بها المستثمر استثماراته بل يمتد إلى قوته الشرائية بحماية هذه الأموال من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة للتضخم حيث أن عدم تعويض القيمة الشرائية للأوراق المالية بالمحفظة يعني خسارة لرأس المال الأصلي.

2 تنمية المحفظة

وذلك بتضخيم قيمتها الرأسمالية فنمو رأس المال له أهمية خاصة بالنسبة لغالبية المستثمرين لما يحققه من المكاسب الفعلية المؤجلة التي يحققها المستثمر من استثماراته وبالتالي تزوده بضمانات إضافية في المستقبل.

¹ سامي خطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الاسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره ، ص 9

3 - تدفق الدخل (1)

ويعتبر هذا الهدف من الأهداف الجديرة باهتمام جميع المستثمرين لما يتيح للمستثمر من فرصة التمتع ببعض الدخول الإضافية بصفة دورية وتمكينه من إعداد خطة لإعادة استثمار جزء من الدخول في حالة رغبته في ذلك أو استخدامها لمواجهة مصاريف غير متوقعة

4 - القابلية لتسييل استثمارات المحفظة

تتوقف سيولة الأوراق المالية على مدى قابلية الأوراق المالية التي تحتويها للتداول فكلما كان من الممكن التصرف بسرعة وسهولة في الورقة المالية دون خسائر كلما ارتفعت نسبة سيولة هذه الورقة أي تحويلها إلى نقد سائل.

ثانيا : أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار (2)

إن هدف المحفظة أساسا يهدف إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة وذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال ومخاطر الاستثمار كما ذكرنا هي مخاطر تتعلق في العمل أو في السوق أو في الفائدة..... إلخ

1 - إن كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في العمل وبالتالي بالقدرة على الوفاء فعن طريق المحفظة يمكن للمستثمر أن يتفادى هذه المخاطر عن طريق تكوين المحفظة التي تشتمل على الأوراق المالية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر مثل السندات و الأذونات الحكومية

2 - إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق بالسوق بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي لأسعار السوق وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لرأس المال ففي هذه الحالة يمكن تجنب مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية عالية الجودة مثل تلك الأوراق التي تعود إلى مؤسسات ذات تاريخ طويل في النجاح.

3 - إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق مثلا بمخاطر سعر الفائدة والخشية من تقلب أسعارها لغير صالح المستثمر مثلا عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق فإن قيمة السندات تقل والعكس عندما تنخفض أسعار الفائدة فإن قيمة السندات تزيد ففي هذه الأحوال يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوضا عن الاستثمار طويل الأجل .

¹ قسم الاقتصاد: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار :مرجع سابق ذكره ص2

² بن موسى كمال:-المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها -مرجع سبق ذكره ص40

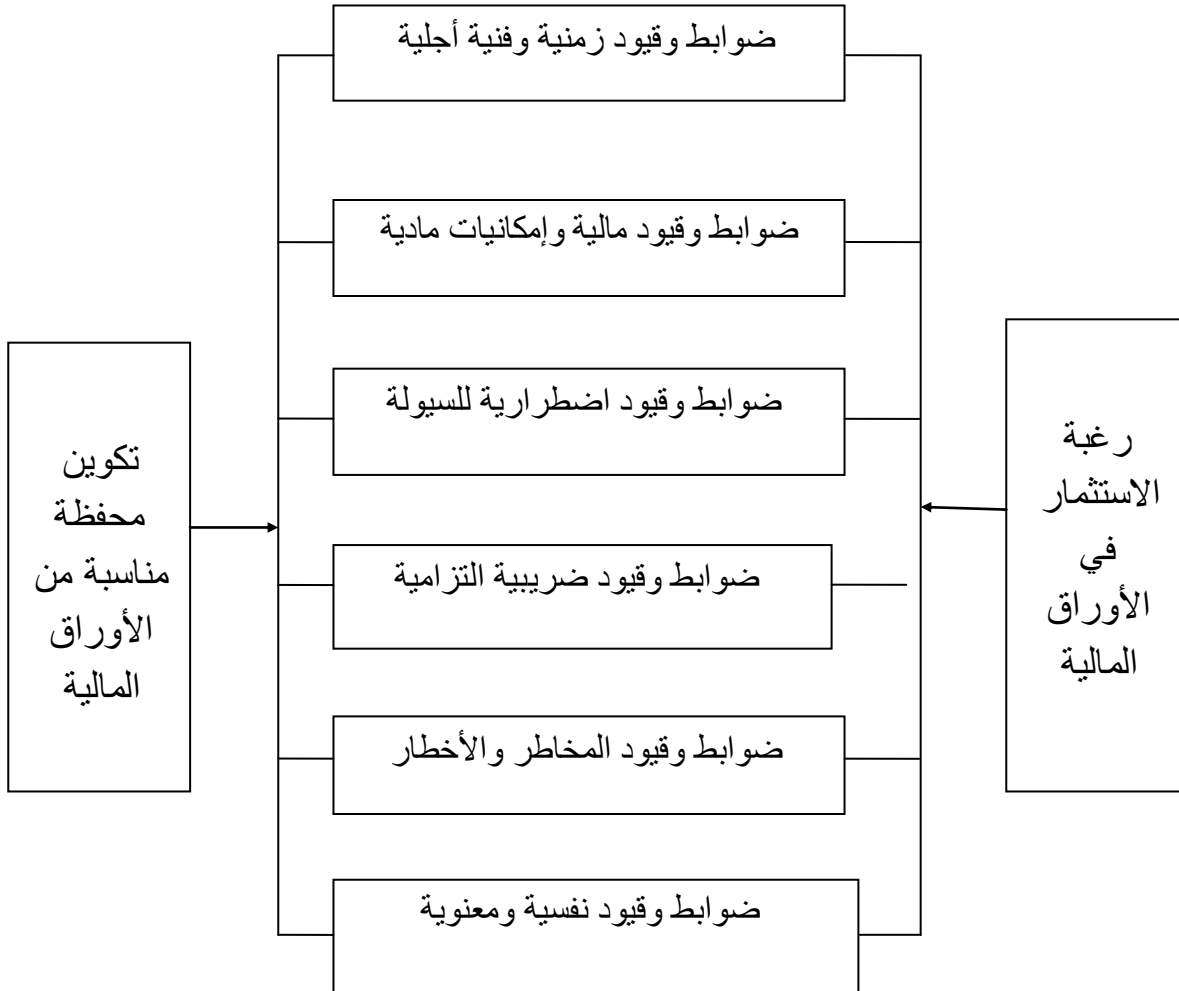
المطلب الثالث: القيود المرتبطة بالمحفظة

يتعرض المستثمر في سعيه لتحقيق أهداف المحفظة إلى عدد من القيود التي تحد من حركة إدارته للمحفظة ومن هذه القيود⁽¹⁾:

- 1 - **قيد زمني:** ويقصد به المدى الزمني الذي يرغب فيه المستثمر في استثمار الأموال في محفظة الأوراق المالية فقد يكون هذا المدى قصير أو متوسط أو طويل الأجل وكلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة وزادت قدرته على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأوراق المالية التي تحتويها المحفظة بشكل سليم وأكثر فعالية
- 2 - **قيد الإمكانية المالية:** ويقصد به ما تفرضه بعض الاستثمارات أو الأسواق من حدود دنيا للمبالغ المقبولة للاستثمار كما يتضمن أيضا حجم الأموال المتاحة لمدير المحفظة لاستخدامها في إدارة تكوين المحفظة وكلما توفرت احتياجات مدير المحفظة من الأموال كلما كانت قدرته على إدارة وتكوين المحفظة أكبر وأكثر توافقا فضلا عن تمكينه من اقتناص الفرص السانحة وانتهازها للحصول على أوراق مالية وبيعها وعدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب
- 3 - **قيد العائد:** ويقصد به العائد الذي يمكن ان يقبله المستثمر على الاستثمار في المحفظة ويتمثل هذا العائد في جزئين:
 - جزء يكفي لتعويضه عن مجرد حرمانه من تلك الأموال لشراء أوراق مالية وهو ما يطلق عليه بالعائد مقابل عنصر الزمن
 - أما الجزء الثاني فيتمثل في عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي قد تتعرض لها الأموال المستثمرة
- 4 - **قيد السيولة:** يحدد هذا القيد الخيارات المتاحة للاستثمار وبالتالي مدة سهولة تسهيل بعض الأوراق المالية في المحفظة عند الحاجة
- 5 - **قيد الضريبي:** إذ تحدد بعض القيود الضريبية فرص لاستثمار الممكنة كما تحفز الإعفاءات الضريبية الاتجاه إلى استثمارات معينة
- 6 - **قيد الخطر:** وهو القيد الأكثر صعوبة في التقييم ومبدئيا فان تحديد مستوى أقصى يمكن قبوله للخطر يحدد بدوره خيارات تكوين المحفظة وكذلك مستوى أدائها
- 7 - **قيد النفسي والمعنوي:** حيث أن ميول ورغبات واحتياجات الأفراد واتجاهاتهم الاستثمارية وقراراتهم تتأثر بالميول والنوازع العاطفية و تفضيلات منهم والتي تدخل مجموعة عوامل نفسية ومعنوية في تشكيلها⁽²⁾

¹ عبد الحميد عبد المطلب .: إقتصاديات الاستثمار في البورصة : مرجع سبق ذكره ص ص 115- 116
² قسم الاقتصاد: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار :مرجع سابق ذكره ص ص 3-4

- الشكل (2-1): يوضح ضوابط وقيود تكوين محافظ الأوراق المالية



¹ مصدر: د عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق ذكره ص113

المطلب الرابع تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية

كلمة تنويع تعني الحصول على حيازة أكثر من نوع واحد وفي الاستثمار كلمة تنويع تأتي ملازمة لكلمة محفظة

"فالتنويع يعني الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالي أو سلعي والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل في المخاطر عند مستوى معين من العائد ويفيد التنويع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض له الاستثمار فان انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل آخر وبالتالي فان المستثمر يعظم منفعة من الاستثمار في ضوء تنويع محفظته والتنويع يمكن أن يتم بطرق متعددة كثيرة منها العشوائي ومنها بالطرق العلمية المدروسة (1)

حيث يقصد بتنويع محفظة الأوراق المالية تكوين محفظة من تشكيلة أو توليفة من الأوراق المالية، ويؤدي التشكيل الجيد إلى تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد

وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار والتنويع الدولي والتنويع القطاعي

1 - تنويع جهة الإصدار:

وذلك بتنويع جهة إصدار الأوراق المالية وعدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما (2):

أ - التنويع البسيط أو الساذج Simple or Naïve Diversification

ويتلخص مفهومه في مقولة الشهيرة "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة" **Not putting All**

Eggs in one Basket أو عليك بنشر المخاطر **Spread The Risk**

ويعتمد التنويع الساذج على اختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائيا ويقوم على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها . وتبدو أهمية التنويع في ظل نتائج الدراسات التي تشير إلى أن المخاطر غير المنتظمة التي يمكن تجنبها بالتنويع تمثل ما يزيد عن 50% من المخاطر الكلية بل وربما تصل نسبتها إلى 70% - 75%

1 سامي خطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات اسعار الاسهم وصناديق الاستثمار :مرجع سابق ذكره ص 6

2 محمد مطر فايز تيم :ادارة المحافظ الاستثمارية : مرجع سابق ذكره ص 171

ب - تنويع ماركويتز:

يقوم تنويع ماركويتز على فكرة أساسية مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائدها تلك الاستثمارات وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة ذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية وهذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة⁽¹⁾.

2 - التنويع الدولي للمحفظة

يهدف التنويع الدولي للمحفظة إلى تخفيض المخاطر المنتظمة ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع أكثر سهولة في الأوراق المالية الدولية ويساعد التنويع الدولي على تحسين الأداء الكلي للمحفظة عن طريق تخفيض المخاطر وعن طريق الاستفادة من عوائد أعلى في البورصات العالمية الخاصة في البورصات الناشئة⁽²⁾.

3 - التنويع القطاعي للمحافظ:

يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر غير المنتظمة للمحفظة بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية والتنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين نمو سوق المحفظة والسوق بصفة عامة كما يمثله مؤشر البورصة. وتتناقص المخاطر غير المنتظمة للمحفظة مع تزايد عدد الأوراق المالية بها والمحفظة المنوعة جيداً يجب أن تحتوي على أسهم من كافة قطاعات النشاط الاقتصادي

وهذا وتجدر الإشارة إلى أنه يوجد تقسيم آخر لقطاعات النشاط الاقتصادي يتمثل في تقسيم الأسهم طبقاً لطبيعتها إلى الآتي⁽³⁾:

أ - **أسهم العائد Income Stocks** وهي الأسهم التي تحقق لمساهميها أكبر عائد ممكن فالشركة التي توزع متوسط عائد قدره 10 % خلال عشرة أعوام تمكن مساهميها من مضاعفة رأسمالهم خلال تلك الفترة حتى ولو لم يرتفع سعر السهم كما أن هذا السهم الذي يحقق عائداً مرتفعاً يتمكن من حماية

¹ د منير ابراهيم هندي : أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار - المكتب العربي الحديث الإسكندرية، د ط سنة 2003 ص 198

² د محمد مطر فايز نيم : إدارة المحافظ الاستثمارية : مرجع سابق ذكره ص 181

³ قسم الاقتصاد : تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره ، ص 8

المستثمرين فيه ضد الانخفاض نظرا لتمتعه بتلك الميزة أي يصبح أقل عرضة للهجوم في حالة انخفاض البورصة

ب- **أسهم النمو Growth Stocks** وهي الأسهم التي تحقق نتائج طيبة خلال فترات التوسع الاقتصادي بالإضافة إلى أسهم الشركات ذات التاريخ العريق التي أثبتت أداء جيدا منذ تأسيسها
ت- **أسهم الأصول Value Stocks** ويقصد بها أسهم الشركات التي تتميز بكبر أصولها مثل الشركات العقارية

- بشرط عدم وجود أعباء ديون ثقيلة – وباختصار فهي الشركات التي تمثل بالنسبة للمستثمرين شركات الصلبة بغض النظر عن نتائج أعمالها أو الظروف الاقتصادية

د- **أسهم الدورات الاقتصادية**: وهي أسهم كل الشركات التي تتأثر بالدورات الاقتصادية وهذا النوع من الأوراق المالية يجب شراؤه في حالة الكساد حيث تسوء نتائج أعمال تلك الشركات في هذه الفترة على أن يتم بيعها حين تتحسن أسعارها مثل قطاع السيارات والكيمياويات والورق...

ث- **أسهم الشركات التي تواجه مصاعب (أو نقط التحول)**: ويقصد بها أسهم الشركات التي تواجه صعوبات شديدة يعتقد معها أنها في الانهيار إلا أن الواقع يحمل معه افتراضين:

- ✓ إما أن تنهار الشركة وتصبح خسارة المساهمين وبالتالي كلية
- ✓ أو أن تبدأ أحوال الشركة في التحسن وتعود إلى حالتها الطبيعية وتبدأ في توزيع عوائد على أسهمها وفي هذه الحالة فإن السوق يعبر عن ترحيبه بهذا التحول بإعادة سعر سهم تلك الشركات إلى سعر بورصة العادي ولكن تجدر الإشارة إلى أن رأس المال الموجه للاستثمار في هذه الشركات يتسم بقدر كبير من المخاطرة ويطلق عليه **Venture Capital** وقد يوجد صناديق استثمار متخصصة أو شركات متخصصة لهذه النوعية من الاستثمارات

المبحث الثاني: بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية

تتطلب إدارة محفظة الأوراق المالية إتباع خطوات متسلسلة والتي تتضمن اختيار وتحلي ل وتقييم الاستثمارات أذا بعين الاعتبار المخاطر والعوائد المتوقعة.

المطلب الأول: اختيار المحفظة Portfolio Selection

في ضوء القيود المفروضة وبصفة عامة في ضوء المفاضلة بين العائد المخاطرة يتم اختيار المحفظة بناء على العناصر التالية⁽¹⁾:

أولاً: طبيعة المستثمر

إن لكل مستثمر منحنى منفعة لكل استثمار وقد تكون المنفعة متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار وطالما أن قرار الاستثمار يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطر فإننا نكون بصدد ثلاثة أنماط من المستثمرين:

المستثمر الأول: لا يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطر إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد السابق وهذا يعني أن المنفعة الحدية للعائد تقل كلما زادت المخاطرة

المستثمر الثاني: يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطر حتى لو بقي العائد ثابتاً وهذا يعني أن المنفعة الحدية للعائد ثابتة مع زيادة المخاطر

المستثمر الثالث: يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطر حتى لو تراجع العائد وهذا يعني أن المنفعة الحدية للعائد متزايدة

1 - إن قرارات الاستثمار الخاصة بالمنفعة يبادر بها المستثمرون الذين يكرهون المخاطرة (متجنبى المخاطرة) ففي علم الاقتصاد بصفة عامة وفي الاستثمار بصفة خاصة فإن الفرض العام يقول بأن المستثمرين عقلانيين **Rational** وهؤلاء يفضلون عنصر التأكد من عنصر المجهول وبالتالي يمكن القول للمستثمرين لا يحبون المخاطر

ومن هذا فإن المستثمر لن يبحث عن المخاطر من أجل المخاطر، بل يبحث عنها طالما توقع أنها يمكن أن تعوضه عن تحملها وبالتالي فإنه ليس من المتوقع أن يحصل المستثمر على عائد عالي إلا إذا تحمل مخاطر عالية وتقاس المخاطر بالانحراف المعياري للعوائد المتوقعة

¹ قسم الاقتصاد : تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار: مرجع سابق ذكره ص 9

ثانيا: تخصيص الأصول Asset Allocation

يعد قرار تخصيص الأصول - أي تحديد وزن كل أصل مالي في المحفظة- من أهم القرارات في تكوين المحافظ وقد أثبتت الدراسات العلمية أن اختلاف أداء مديري المحافظ يعود إلى اختلاف أوزان الأصول المالية في هذه المحافظ.

ولكي يمكن تحديد الخليط الأمثل للأصول المالية **The Optimum Mix of Asset Classes** داخل المحفظة فمن الضروري تحديد ما يلي:

- 1- العائد المتوقع من كل أصل مالي
- 2 مخاطر الأصل المالي الذي يعبر عنه بالانحراف المعياري للعائد
- 3 معامل الارتباط بين معدل العائد لكل زوج من الأصول المالية
- 4 أهداف الاستثمار وقيود المخاطر لكل مستثمر

المطلب الثاني سياسات إدارة المحافظ الاستثمارية

مما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها والسياسات المتعارف عليها في مجال إدارة المحافظ حيث يمكن أن نميز بين ثلاث سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية هي:

أولاً: السياسة الهجومية: (سياسة غير المتحفظة)

يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي تحقيق أرباح رأس مالية بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال أكثر من الاستثمار ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال) ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% حتى 90% من قيمة المحفظة حيث يلجأ مديروا المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف والفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها يتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم⁽¹⁾

ثانياً : السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة)

وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ والمتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطرة وبذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل **Income Portfolio** والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة والسندات الحكومية والسندات المضمونة طويلة الأجل والأسهم الممتازة والعقارات وبنسب تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس

¹ بن موسى كمال: المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها مرجع سابق ذكره ص 40

مال المحفظة وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلاً ثابتاً ومستمراً لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشاً مرتفعاً من الأمان على رأس المال المستثمر⁽¹⁾

ثالثاً: السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية)

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات مناسبة من المخاطرة وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة إضافة إلى الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات طويلة الأجل حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقاً لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى⁽²⁾

المطلب الثالث: أسس إدارة المحفظة

هناك أسس يجب أن ينتهجها ويتبعها المستثمر في إدارة المحفظة التي يتبناها ونذكر منها⁽³⁾:

- أولاً: التخطيط:** قبل عملية بناء المحفظة يجب علينا تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطرة المحتملة إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرضها إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر. وعليه تتطلب المحفظة التفكير والتهيئة القائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم و أهداف المستثمر
- ثانياً: التوقيت:** تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي لبلاد معاً ، فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار نجد أنه من الصعوبة علينا الشراء باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى . لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعدنا بتوقيت الدخول والخروج منه ، وتجنب الفورات غير المبررة في الأسعار
- ثالثاً: التحفظ والعقلانية** يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية ، طبقاً لمبدأ المنفعة فالمستثمر الذي يدير المحفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير متوقعة التي تؤثر على رأس مال المحفظة

¹ محمد مطر دفايز تيم : إدارة المحافظ الاستثمارية مرجع سابق ذكره ص 183

² بن عمر بن حاسين: فعالية الاسواق المالية في الدول النامية مرجع سابق ذكره ص 124

³ أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة-دار الميسرة للنشر والتوزيع طباعة عمان الاردن سنة 2004 ص 194

رابعاً: الإشراف والمتابعة: إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي لها ، تدعونا بالقيام بالمراجعة دورية وإشراف مباشر لمكونات محفظته، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر التي قد تطال رأس المال المستثمر .

المطلب الرابع : تشكيل محفظة الأوراق المالية

وهنا يتم تكوين المحفظة في ضوء الهدف من تكوينها ومحددات تكوينها ودرجة المخاطرة المطلوبة قبل البدء بتشكيل المحفظة التي نرغب بها نحدد العناصر الرئيسية التالية:

- 1 - الأسواق التي سيتم الاستثمار فيها
- 2 - القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها من كل سوق
- 3 - الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع
- 4 - الوزن النسبي لكل أصل من قيمة المحفظة
- 5- تحديد قنوات الاستثمار الأساسية: وسنفترض هنا الاتجاه المتوازن حيث يتم تقسيم قنوات الاستثمار

إلى:

-أسهم

-سندات

-ودائع

وقد تتضمن قنوات الاستثمار أيضا وثائق صناديق الاستثمار

- 6- تحديد الأهمية النسبية لكل قناة استثمار وتحديد المبلغ الموجه لها بالتبعية
- 7- اختيار القنوات الفرعية داخل كل قناة رئيسية وتحديد الأهمية النسبية لكل قناة⁽¹⁾

¹ قسم الاقتصاد: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق ذكره ص 9

وهناك طريقتين لتشكيل المحفظة الأولى تسمى **Top down Approach** والتي من خلالها يتم مايلي:

- أ - دراسة المؤشرات الاقتصادية للأسواق مثل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، الدين ، عجز الموازنة ،سعر الصرف ،التصنيف الائتماني للدولة
- ب - دراسة السوق المالي في الدولة من حيث السيولة حجم التداول القيمة السوقية التعليمات التي تحكم الاستثمار الأجنبي ،درجة تركيز السوق في عدد من الشركات من حيث القيمة السوقية وحجم التداول
- ت - بناء محفظة متنوعة من الأسهم والسندات باستخدام عدد من المقاييس الإحصائية مثل الارتباط الانحراف المعياري معامل بيتا.
- ث - عمل مراجعة لمكونات المحفظة

والطريقة الأخرى تسمى **Bottom up Approach** والتي من خلالها يتم مايلي :

- أ - دراسة الأسهم الموجودة في عينة الرقم القياسي لأسعار الأسهم ثم القيام بعمليات تصفية هذه الأسهم
 - ب - بعد اختيار عدد من الأسهم يتم تصنيفها عن طريق تقييم هذه الأسهم بطرق متعددة مثل طريقة خصم التدفقات النقدية، تقييم النسب المالية لهذه الأسهم مقارنة مع معدلات الصناعة التي تنتمي إليها
 - ت - بعد ذلك يتم اختيار الأسهم بناء على قيمتها السوقية وتداولها⁽¹⁾
- فمثلا قد تكون المحفظة متضمنة أسهم بنسبة 95% أو أكثر للمستثمر الذي يقبل درجة مخاطرة عالية ويطمع في الحصول على أعلى عائد ممكن وتنخفض الأسهم عن ذلك بالنسبة للمستثمر المتوازن الذي يقبل قدر معقول من المخاطرة وتنخفض الأسهم إلى ادني درجاتها في مقابل ارتفاع نسبة السندات والودائع للمستثمر الذي يرغب في مواجهة أقل قدر ممكن من المخاطرة

¹ سامي خطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الاسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره ص 8

المبحث الثالث: المحافظ الاستثمارية المثلى

لقد قدمت نظرية المحفظة Markowitz مفهوم المحافظ الكفوءة والتي تعظم العائد عند مستوى معين من المخاطر، فالمحفظة المثلى تعتبر خيار كفؤ يعظم المنفعة للمستثمر ومن هنا فإن مفهوم المحفظة المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق لذلك نجد من الصعب وضع نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر العديد من المستثمرين.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

يبنى القرار الاستثماري بشكل أساسي على عاملين: العامل الأول يتمثل في تحليل الأدوات الاستثمارية وتحليل الأسواق وتحديد البدائل الاستثمارية المختلفة في ضوء ذلك وبالاستناد إلى عنصرين رئيسيين هما العائد والمخاطرة

أما العامل الآخر فيتمثل في تكوين المحافظ الاستثمارية من الأدوات المختلفة بالاستناد إلى خصائصها الرئيسية

إن مخاطر الأدوات الاستثمارية لا تدرس بصورة مستقلة بينما في إطار مساهمتها في مجموع المخاطر الكلية للاستثمار فلاختيار واتخاذ القرار الاستثماري في تحديد مجموعة المحافظ الكفاء والمثلى والتي تمثل تلك "المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر بأقصى درجة وتعرف "المحفظة الكفاء" بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع"⁽¹⁾

"فالمحفظة المثلى ليست مفهوما مطلقا، وإنما هي مفهوم نسبي وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها"⁽²⁾

¹ محمد صالح حناوي و آخرون: الاستثمار في الأسهم والسندات مرجع سبق ذكره، ص 221
² محمد مطر وفايز تيم: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط 1، سنة 2005 ص 206

المطلب الثاني : مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

يمكن أن تكون هناك أنماط عديدة لتكوين المحافظ الاستثمارية حيث يتطلب محفظة الأوراق المالية توزيع المبلغ المتاح للاستثمار بنسب معينة على مزيج من الاستثمارات المتنوعة من الأوراق المالية في السوق المالي والتي تتناسب فيما بينها من حيث العائد ودرجة المخاطرة بحيث تتلاءم مع تفضيلات المستثمر من حيث قبوله لدرجة عالية من المخاطرة وعائد مرتفع أو تفضيله لدرجة منخفضة من المخاطر وعائد يتناسب معها لان محفظة الأوراق المالية تعبر عن اتجاه لتحليل المخاطرة وأسلوب يهدف إلى تخفيضها بإدماج ما تتضمنه من استثمارات متنوعة مع بعضها البعض بحيث تحتوي المحفظة أقل درجة من المخاطر

لتحقيق ذلك يركز تكوين محفظة الأوراق المالية على مبادئ التالية:

أولاً : مبدأ القياس الكمي:

ويعني إمكانية قياس العائد المتوقع من الاستثمارات المالية التي تتضمنه المحفظة باستخدام أسلوب القيمة المتوقعة مع إمكانية قياس درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة عن طريق الأساليب الإحصائية مثل التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف ولكي تتحقق هذا القياس للعائد والمخاطرة يجب توفر البيانات عن العائد المحقق عن سلسلة زمنية ماضية عن كل نوع من الاستثمارات وعن العائد والظروف الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والمؤثرة في العائد المتوقع من كل نوع من الاستثمارات المكونة للمحفظة⁽¹⁾

ثانياً : مبدأ التنوع:

ويعني أن تتضمن محفظة الأوراق المالية المختلفة المتداولة في السوق المالي تحقق درجة معينة من الثبات والاستقرار للعائد الذي تحققه المحفظة حتى لو كانت العوائد المحققة من هذه الاستثمارات المتنوعة مستقلة أو متساوية وذات خصائص مخاطرة واحدة وطبقاً لهذا المبدأ فإن العائد المتوقع من المحفظة هو نفس العائد المتوقع من كل نوع على حدة ولكن مع انخفاض التباين والانحراف المعياري تقل درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة إلى صورة معينة ولكن يجب تجنب المغالاة في التوقيع نقداً

¹ عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات الاستثمار في البورصة: مرجع سابق ذكره ص ص 138-139

وعليه يترتب العديد من المشاكل مثل:

- 1- **صعوبة إدارة المحفظة:** من حيث الحاجة إلى التحليل المستمر للمركز المالي وربحية عدد كبير من الشركات المصدرة للأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة
- 2- **ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة:** سواء من حيث استخدام عدد غير قليل من المتخصصين في التحليل المالي والفني لمكونات المحفظة بجانب ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة كنتيجة مغالاة في تنويع مكونات المحفظة
- 3- **صعوبة اتخاذ قرارات استثمارية سليمة:** لأن المغالاة في التنويع قد يدفع المستثمر إلى استثمار أمواله في أوراق مالية يتولد عنها عائد يتلاءم مع درجة المخاطرة المصاحبة لها فضلا عن تضائل فرص الاستثمار في أوراق مالية جديدة
- 4- **ارتفاع متوسط تكاليف الشراء:** لأن المغالاة في التنويع يعني شراء كميات صغيرة من كل إصدار لنوع من الأوراق المالية وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة

ثالثا : مبدأ الشمول :

ويعني أن تتكون المحفظة من كل أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالي أي من أسهم وسندات وصكوك تمويل وسندات حكومية وأذونات الخزينة حتى يتحقق عائد مرتفع مستقر نسبيا للمستثمر مع انخفاض درجة المخاطرة إلى الحد الذي يقبله المستثمر ولكن يواجه هذا المبدأ نفس المشكلة التي يواجهها المستثمر عند إتباع مبدأ التنويع كما أن المستثمر قد لا يحقق العوائد التي يرغب في تحقيقها لضآلة الكمية المشتراة من كل نوع

رابعا : مبدأ الارتباط :

ويهدف إلى تقليل درجة المخاطرة المصاحبة لتكوين محفظة الأوراق المالية في ضوء درجة الارتباط بين العائد المحقق من الاستثمار في الأوراق المالية في ضوء درجة الارتباط بين العائد المحقق من الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها إحدى الشركات والعائد المحقق من أوراق مالية أخرى وتصدرها شركات أخرى وكلما خفض معامل الارتباط بين العوائد المحققة من الأوراق المالية للشريكتين دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة لانخفاض التباين والانحراف المعياري⁽¹⁾

¹ عبد المطلب عبد الحميد : اقتصاديات الاستثمار في البورصة :مرجع سابق ذكره ص 140

المطلب الثالث: تحليل وتقييم المحفظة

أولا تحليل الورقة المالية Security Analysis⁽¹⁾

تشمل تلك العملية على خطوتين أساسيتين

أ - **تقييم الورقة المالية:** تحتاج هذه العملية لخبرات متخصصة وتستغرق وقتا طويلا وتتطلب أمرين

الأول: معرفة للأصول المالية المتداولة بالسوق وخصائصها والعوامل التي تؤثر عليها

الثاني: تقييم هذه الأصول باستخدام نماذج التقييم الملائمة من تحليل أساسي وفني وغيرها

وبصفة عامة فإن قيمة الأصل المالي يقصد بها العوائد المستقبلية المتوقعة منه ويعتبر تقييم الأسهم في الواقع العملي عملية أكثر تعقيدا حيث أن مدير المحفظة يجب أن يتعامل مع الاقتصاد ككل كما يجب عليه دراسة الصناعة المنتمي إليها السهم بالإضافة إلى دراسة وتحليل الشركة نفسها مصدرة الأسهم وذلك للتوصل إلى التقييم العادل لها ودراسة العوائد المتوقعة للمخاطر المرتبطة بتلك العوائد وهذا ما يسمى بالتحليل الأساسي والذي يختلف عن التحليل الفني للأسهم

يعني **التحليل الأساسي Fundamental Analysis** بتحليل البيانات والمعلومات بهدف التنبؤ بالأداء المستقبلي والذي ينعكس على الربحية المستقبلية للشركة وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية باعتبارها أي الربحية والمخاطرة المحددان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم

أما **التحليل الفني Technical Analysis** حيث أنه يركز على دراسة التغيرات التي طرأت في سعر السهم خلال فترة ماضية وذلك على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة سعره في المستقبل

مداخل التحليل الأساسي

■ التحليل من أعلى لأسفل Top- Down Approach

في المرحلة الأولى من هذا التحليل يكون التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة فيها والتأثير المحتمل على سوق رأس المال يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة او الصناعات الواعدة وتحديد اقتصاديات الصناعة(العرض، الطلب المحلي والخارجي) وتحديد المتغيرات التي تؤثر في الصناعة وأخيرا يأتي التحليل على مستوى المنشأة بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة للاستثمار فيها

¹قسم الاقتصاد: تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق ذكره ص 4

■ التحليل من أسفل لأعلى Bottom – Up Approach

في هذا التحليل تكون نقطة البداية فيه هو تحليل ظروف المنشأة الفردية يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه المنشأة وبهذا تكون آخر خطوات التحليل هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها

ثانياً : دراسة وتحليل عوائد ومخاطر الاستثمار : يقصد بالعائد المتوقع الذي يرتبط بعوامل احتمالية غير مؤكدة وأما المخاطر الكلية للمحفظة فتتمثل في نوعين من المخاطر:

النوع الأول: المخاطر المنتظمة Systematic Risk⁽¹⁾

وتعرف بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تمثل المخاطر العامة أو المنتظمة التي تصيب أسعار كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق لذا يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق فلتلك المخاطر صفة العموم أي تصيب كافة الأوراق المالية نظرا لمصدرها ظروف اقتصادية أو سياسية فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتنوع مكونات المحفظة أي بتوزيع مخصصات المحفظة على أوراق مالية تصدرها عدة منشآت وذلك بدلا من تركيزها في الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها منشأة واحدة

النوع الثاني : المخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk

وتعرف أيضا بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع ، وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تتعلق بظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وحيث أن التغيرات في سعر سهم منشأة راجع للظروف والعوامل الداخلية للمنشأة وهي تتغير من منشأة لأخرى مثلا نتيجة لإضرابات عمالية أو أخطاء إدارية أو تغير في أذواق المستهلكين وما شابه ذلك

العوامل المؤثرة على مخاطر المحفظة وكيفية مواجهة هذه المخاطر

يتسم الاستثمار بصفة عامة بنوعية بدرجات متفاوتة من المخاطر المرتبطة بهذه النوعية من الاستثمار وبتركيز الدراسة على المخاطر التي يمكن أن تواجه الاستثمار حيث يمكن تقسيمها على مستويات ثلاثة:

- 1 - مخاطر على مستوى الدولة المستثمر بها
- 2 - مخاطر على مستوى القطاع الاستثماري
- 3 - مخاطر على مستوى الشركة المستثمر بها

¹ زياد رمضان : مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل النشر الأردن ط 2 ، سنة ، 2002 ص 333

1 - مخاطر الدولة المستثمر بها Country Risk

تتمثل هذه المخاطر في الآتي:

- ✓ التغييرات السياسية
- ✓ تغيرا لمؤشرات على مستوى الاقتصاد الكلي مثل :
 - أ - معدل النمو
 - ب - العجز في الميزان التجاري
 - ت - العجز في الموازنة العامة للدولة
 - ث - سعر الصرف
 - ج - سعر الفائدة
 - ح - معدل التضخم

وعادة ما يقوم المستثمر الدولي بمحاولة تنويع محفظته الاستثمارية بين عدة دول لتخفيض هذه النوعية من المخاطرة

2 مخاطر القطاع Sector Risk

مما لاشك فيه أن القطاعات الاستثمارية المختلفة على المستوى القطاعي تشهد ظروفًا وأحداثًا تختلف من قطاع إلى آخر عبر الزمن ولذلك تتفاوت درجات المخاطرة من قطاع إلى آخر في نفس الفترة الزمنية فعلى سبيل المثال فإن المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في قطاع الإسكان أو المقاولات تختلف عن المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في قطاع البنوك بل أنه قد يحدث أن تختلف درجة المخاطرة في بعض القطاعات الفرعية المنبثقة عن القطاع الصناعي ولمواجهة هذه النوعية من المخاطرة يلجأ المستثمر إلى تنويع محفظة الأوراق المالية لتشمل عدة قطاعات وعدم الاقتصار على الاستثمار في قطاع واحد فقط

3 - مخاطر الشركة Company Risk

نظرا لاختلاف ظروف كل شركة عن الشركة الأخرى تختلف درجة المخاطرة بينهما فعلى سبيل المثال فإن درجة المخاطرة في شركة ترتفع فيها القروض إلى إجمالي التكاليف الاستثمارية عن شركة أخرى في نفس القطاع تنخفض فيها نسبة القروض بشكل كبير إلى التكاليف الاستثمارية كما تختلف المخاطرة الاستثمارية من شركة داخل قطاع معين إلى شركة أخرى وفقا لمستوى الإدارة التنفيذية وكفاءتها.

ويتم أيضا مواجهة هذه النوعية من المخاطر من خلال سياسة التنويع أيضا بالاستثمار في عدد معين من الأسهم داخل كل قطاع كما تم الإشارة إليه سابقا فإنه كلما ازدادت درجة التنويع انخفضت بالتبعية درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في المحفظة.

ثالثا: تحليل المحفظة الاستثمارية المثلى Portfolio Analysis

في تلك الخطوة يتم تطبيق مقاييس العائد والمخاطرة التي تم الحصول عليها في الخطوة السابقة (تحليل الورقة المالية) لتكوين المحفظة المثلى **Optimal Portfolio** تسيطر كل المحافظ الأخرى عند مستوى معين من العائد والخطر فتحقق هذه المحفظة المثلى تعظيم للعائد المتوقع عند مستوى معين من المخاطر، أو تحقق أدنى خطر ممكن عند مستوى معين من العائد المتوقع ويقصد بمبدأ السيادة أو السيطرة **Dominance Principle** استخدام العائد والمخاطرة للاستثمارات المتاحة كأساس للمفاضلة بينها ويقضي هذا المبدأ بأنه:

- 1- إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائداً لأقل قدر من المخاطر
- 2- إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الاستثمارية المتاحة فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد⁽¹⁾.

المطلب الرابع: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي⁽²⁾:

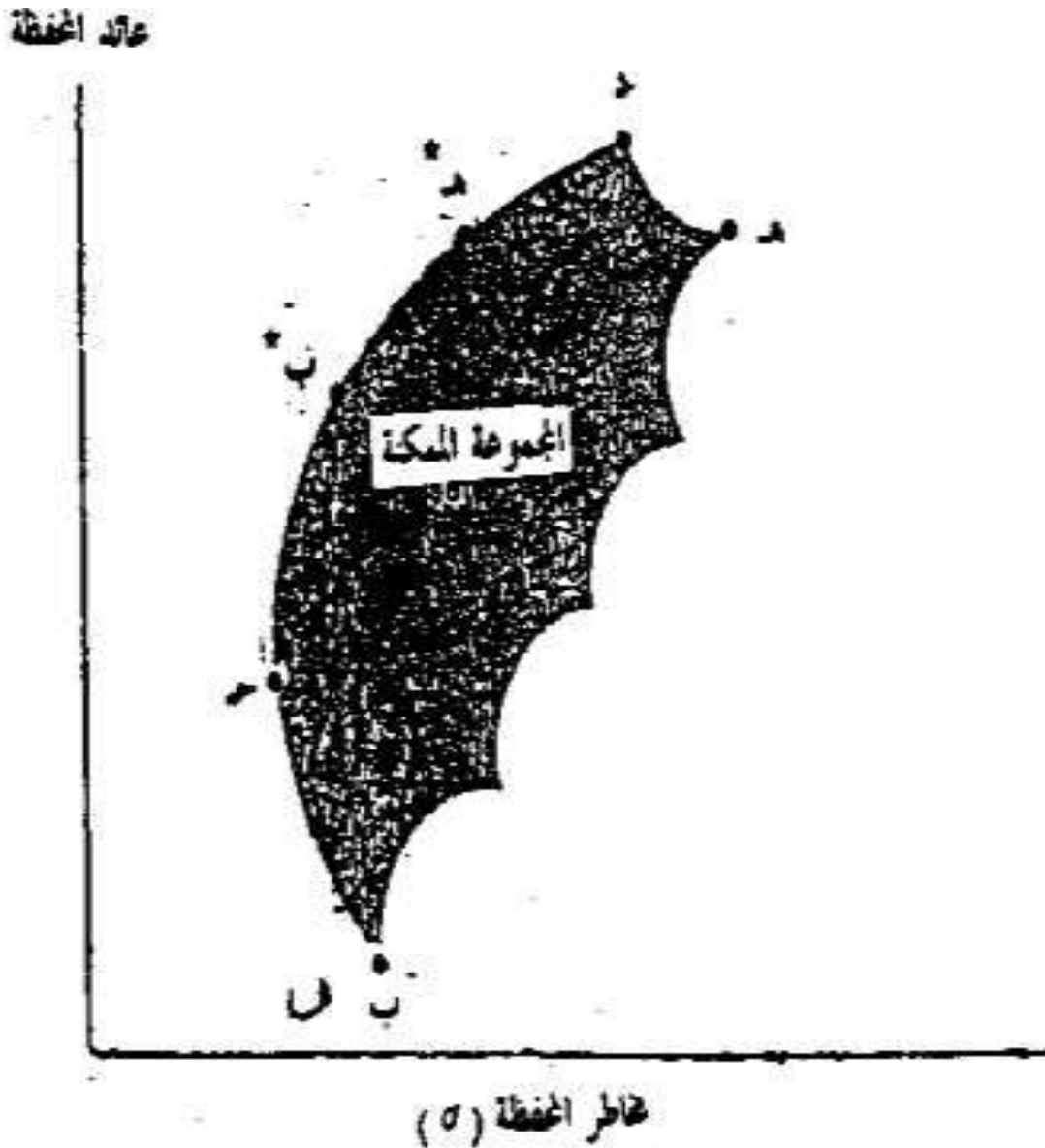
- 1- إذا ما خير هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر الأقل
- 2- إذا ما خير بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى
- 3- أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منها مثلاً أعلى عائد وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى

ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هذه المبادئ الثلاثة، يتطلب الأمر من المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بالمنحنى المحفظة المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح المنحنى الكفاء **Efficient Frontier** ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرس م عن

¹ قسم الاقتصاد: تكوين المحافظ وإدارة الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق ذكره ص 8
² سامي حطاب: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات الاسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 14

طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط مع النوع الخطر بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمار خالية من المخاطر Risk-Free

الشكل رقم (2-2): يمثل منحنى المحفظة المثلى



المصدر: محمد صالح خناوي و آخرون : الاستثمار في الأسهم والسندات مرجع سابق ذكره ص 221

المبحث الرابع : أدوات قياس وتحليل المحفظة الاستثمارية

المطلب الأول: مقياس المخاطرة

مقاييس العائد والمخاطرة

إن العملية الاستثمارية تتكون من جزأين رئيسيين هما: تحليل الأسواق والأوراق المالية وكافة البدائل الاستثمارية من حيث العائد المتوقع على هذه الاستثمارات والمخاطر المحتملة التي قد نواجهها والجزء الثاني هو الوصول إلى تكوين محفظة من هذه الأدوات الاستثمارية بحيث نصل إلى أفضل توزيع للأصول من حيث الموائمة بين العائد المتوقع لهذه المحفظة والمخاطر المتوقعة عليها. وحتى نتمكن من تحليل العوائد والمخاطر لابد لنا من استعراض مقاييس العوائد والمخاطرة التي قدمتها نظرية المحفظة **Markowitz** بحيث تم قياس العائد من خلال الوسط الحسابي المرجح لعوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة كما تم قياس المخاطر بواسطة التباين⁽¹⁾.

عوائد الاستثمار:

يمكن قياس العوائد على الاستثمار بشكل عام كما يلي:

$$\text{العائد} = (\text{القيمة الحالية للاستثمار} - \text{القيمة المبدئية للاستثمار}) / \text{القيمة المبدئية للاستثمار}$$

أما بالنسبة للاستثمار بالأسهم فإن العائد هو:

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

وفي حال قيام الشراء بتوزيع أسهم مجانية خلال فترة اقتناء السهم فإن هذا يتم أخذه بعين الاعتبار عند حساب العائد، وذلك من خلال حساب قيمة الأسهم عند الشراء وقيمة أي توزيعات نقدية تم الحصول عليها وقيمة الأسهم عند البيع مع الأخذ بعين الاعتبار الأسهم المجانية وتطبيق الصيغة أعلاه. وذلك سيتم مراعاة أي تغييرات تؤثر على سعر السهم

الوسط الحسابي هو عبارة عن مجموع القيم على عددها، ويفيدنا في معرفة معدل العائد لأي سهم من خلال العوائد التاريخية. ويمكن من خلال الوسط الحسابي مقارنة معدل العوائد على الاستثمارات المختلفة. بالنسبة للعائد هناك أثر من نوع من أنواع العائد سنستخدمها في تحليلنا لبناء محفظة الأوراق المالية وهذه الأنواع تتلخص بما يلي:

معدل العائد المطلوب هو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن: القيمة الزمنية للنقود (تعويض عن الانتظار وتكلفة الفرصة البديلة)، التضخم، ومخاطر الاستثمار.

¹ فلاح حسين الحسني مؤيد عبد الرحمان الدوري : ادارة البنوك - دار النشر عمان ، ط 1 ، سنة 2000 ص 177

والصيغة التالية تعتبر مرشدا لحساب هذا العائد:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + نسبة التضخم المتوقعة + علاوة مخاطرة
 المعدل الخالي من المخاطر هو سعر الفائدة على السندات قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة وفي حال
 عدم وجودها نستعمل سعر الفائدة على الودائع. أما علاوة المخاطرة تعتمد على نوع الاستثمار.
معدل العائد المتحقق هو العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر عند الاحتفاظ بسهم معين ويمكن حسابه عن
 طريق الصيغة:

العائد = سعر بيع السهم + التوزيعات النقدية - سعر شراء السهم / (سعر شراء السهم

وهناك أيضا نوع من العائد يسمى بالعائد المتوقع ويمكن حسابه بطرق مختلفة ابسطها أن نقوم بحساب
 الوسط الحسابي للعوائد التاريخية لسهم معين.

كما قدمت نظرية المحفظة **Markowitz** طريقة لقياس المخاطر الكلية التي يمكن أن تصيب الأوراق
 المالية ويمكن من خلال ما قدمته النظرية تقدير المخاطر من خلال **الانحراف المعياري** الذي يقيس الحجم
 المطلق للمخاطر ويقيس درجة التشتت في العائد المتوقع ويتم حسابه عن طريق الجذر التربيعي لمعدل
 انحرافات قيم العائد المتوقع عن معدل العائد المتوقع

ويمكن مقارنة عدة استثمارات من حيث درجة المخاطرة بواسطة الانحراف المعياري على شرط ان
 يتساوى العائد المتوقع لكافة هذه الاستثمارات في حال عدم تساوي العائد المتوقع نقوم بحساب ما يسمى
بمعامل الاختلاف لكل استثمار وهو عبارة عن قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع لكل استثمار
 ويقيس هذا المعامل مقدار المخاطرة لكل وحدة من العائد ونختار الاستثمار الذي يكون معامل الاختلاف له
 أقل وهذا يعني اختيارنا للاستثمار الذي نتحمل فيه مخاطرة أقل لكل وحدة عائد .

معامل بيتا هناك مقياس آخر للمخاطرة وهو عبارة عن مقياس إحصائي لقياس المخاطر المنتظمة وهو
 يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها) ويتم
 احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل ان يتم
 احتسابها بناء على فترة سنتين شهر.

إذا كانت **B=1** فان مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق

أما إذا كانت **B > 1** فان مخاطر السهم أكبر مخاطر السوق

أما إذا كانت **B < 1** فان مخاطر السهم أقل مخاطر السوق

المطلب الثاني : تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

أن وجود عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية كذلك إمكانية توزيع استثمارات المحفظة بأكثر من طريقة يتطلب منا المقارنة بين أداء عدة محافظ استثمارية إحدى طرق المقارنة أن نأخذ العائد كمقياس للأداء ولكن في هذه الحالة تكون المقارنة غير مقبولة كون المحافظ تختلف في درجة المخاطرة فعلى سبيل المثال لدينا ثلاثة محافظ حسب الجدول التالي من خلال مقياس العائد نجد أن المحفظة أ هي المحفظة الأفضل وذلك لأنها تحقق عوائد أعلى ولكن ماذا عن المخاطرة ولكن ماذا عن المخاطرة وهل فعلا تعتبر المحفظة أ هي الأفضل بعد أخذ المخاطرة بعين الاعتبار؟

المحفظة ج	المحفظة ب	المحفظة أ	
15	13	20	العائد
12	9	15	المخاطر(الانحراف المعياري)
1,9	1,7	2,2	المخاطرة B

إن عملية المفاضلة والمقارنة بين المحافظ الاستثمارية لا يمكن أن تتم بالاعتماد على العائد فقط بل لا بد من اخذ المخاطرة بالاعتبار وذلك حتى يكون حكما أكثر دقة واقرب إلى الواقع حيث أن المحافظ وكما ذكر سابقا يتم بناؤها بطرق مختلفة وبخليط متنوع من الأدوات المالية التي تختلف عوائدها ودرجة مخاطرتها وبالتالي فإن المحافظ تختلف في درجة المخاطرة التي قد تتعرض لها وبذلك لا بد من أخذ المخاطرة بعين الاعتبار عند تقييم المحافظ ومقارنتها مع بعضها البعض

ولما كانت عوائد المحافظ مختلفة والمخاطر التي تتعرض لها متباينة فلا بد من توحيد المقياس المستخدم للمقارنة بشكل يضمن الدقة والموضوعية ومن هنا كان استخدام مفهوم العوائد المعدلة حسب المخاطر كوسيلة ناجحة في مقارنة أداء المحافظ المختلفة.

ويشير مفهوم العائد المعدل حسب المخاطرة إلى ذلك العائد الذي يتم احتسابه بحيث يعكس مستوى العائد نسبة إلى المخاطرة (يتم احتسابه بقسمة العائد للمحفظة على الانحراف المعياري لها) وبالتالي يمكننا مقارنة هذه المحافظ باستخدام العائد المعدل لأنه مقياس شمولي يعكس العائد والمخاطرة بنفس الوقت وتكون المحفظة الأفضل وفقا لهذا المقياس المحفظة ذات العائد المعدل الأعلى فمثلا لو نظرنا إلى المحافظ الثلاث التالية لوجدنا بان **المحفظة ب** هي الأفضل لأنها تعطي أعلى عائد عند نفس مستوى المخاطر

المحفظة ج	المحفظة ب	المحفظة أ	
1,3	1,4	1,3	العائد

المطلب الثالث: أساليب تقويم أداء المحافظ الاستثمارية

مداخل تقييم أداء المحفظة:

إن تقييم المحفظة يجب أن يتم من أن يتم من آخر أثناء عملية إدارة المحفظة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم تلك المداخل أربعة نماذج أساسية هي(2):

- 1 - نموذج " شارب " SHARP,S MODEL
- 2 - نموذج " ترينور " TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE
- 3 - نموذج " جنسن " JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE
- 4 - نموذج " فاما " FAMA,S COMPONENT INVESTMENT PERFORMANCE MEASURE

وسوف يتم عرض كل نموذج كما يلي:

أولاً : نموذج شارب SHAR, S MODEL

وهو مقياس مركب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر " المخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة. والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد THE REWARD TO VARIABILITY ، فذلك النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

ويستخدم وليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة.

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_p - R_f}{Q_p}$$

R_p هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة

R_f هي متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة

Q_p هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة

ثانياً : نموذج ترينور TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE

ويقوم ذلك النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا B ، ومعامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد صحيح، ويقاس معامل بيتا عن طريق حساب التغاير COVARIANCE بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق بمجموع

² محمد صالح الحناوي، " تحليل وتقييم الأسهم والسندات " ، الدار الجامعية، الإسكندرية، د ط سنة 2000، ص ص (281 – 296)،.

حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً على عدد الفقرات مطروحاً منها درجة حرية واحدة.

➤ يقوم ذلك النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يتم قياس

المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا $Treynor Ratio = \frac{R_p - R_f}{B_p}$

B_p

R_p هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة

R_f هي متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة

B_p : هو معامل بيتا للمحفظة خلال الفترة

➤ وكلما كان مقياس ترينور اكبر كلما دل ذلك على ارتفاع عوائد المحفظة نسبة إلى مخاطرتها

وبالتالي الأداء الجيد لهذه المحفظة

➤ معامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد صحيح

➤ يقاس معامل بيتا عن طريق حساب التغيرات بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق بمجموع

حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً على عدد الفقرات

مطروحاً منها درجة حرية واحدة

ثالثاً : نموذج " جنسن ' JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE'

قدم " جنسن " نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا "، وتقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد فالمقدار الأول يعبر عن " مقدار العائد الإضافي "، أما المقدار الثاني ويعبر عن " علاوة خطر السوق " ومعامل ألفا يشير إلى الأداء للمحفظة يكون جيد لو كان المعامل موجب ويكون سيئاً لو كان المعامل سالباً. أما إذا كان ألفا صفراً فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق ويعتمد ذلك المقياس على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كمعيار لتقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة بين معدل العائد الفعلي المحقق ومعدل العائد المحسوب وفقاً لنموذج تسعير الرأسمالية.

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا"

تقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد حيث يقوم هذا المقياس على نموذج تسعير

الأصول الرأسمالية (CAPM)

حيث ينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على النموذج التالي:

$$R_p = R_F + B_p(R_M - R_F)$$

✓ **المقدار الأول يعبر عن: مقدار العائد الإضافي**
 ✓ **المقدار الثاني يعبر عن: علاوة خطر السوق**

لو كانت العوائد الفعلية للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عندها يمكننا القول بان هذا الانحراف يعود إلى الاداء الجيد او السيء للمحفظة وهكذا يمكننا صياغة

$$R_p - R_F + B_p(R_M - R_F)$$

معامل "ألفا" يشير إلى الأداء للمحفظة

- يكون جيداً لو كان المعامل موجب
- يكون سيئاً لو كان المعامل سالباً
- أما إذا كان صفراً فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق
- يعتمد ذلك المقياس على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كمعيار لتقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة بين معدل العائد الفعلي المحقق ومعدل العائد المحسوب وفقاً لنموذج تسعير الرأسمالية..

رابعا: نموذج " فاما " FAMA,S COMPONENT INVESTMENT

PERFORMANCE MEASURE

وقد قدم " فاما " نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات المخاطرة. ويقوم ذلك النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع EX-ANT MARKET LINE ، وذلك المنحنى يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة.

ويقوم ذلك النموذج على فرضية السوق الكاملة PERFECT MARKET ويمكن تجزئة ذلك النموذج إلى ثلاث مكونات أساسية هي:

I - تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

II - تقييم التنوع EVALUATING DIVERSIFICATION

ج- تقييم الخطر EVALUATING RISK

1 تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين المحفظة وعائد محفظة منوعة تنوعاً جيداً.

2 تقييم التنوع EVALUATING DIVERSIFICATION

وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:

✓ العائد الناجم من الانتقائية NET SETECTIVITY.

✓ العائد الناجم عن التنوع DIVERITICATION.

3 تقييم الخطر EVALUATING RISK

وهو مقياس لخطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن معامل بيتا في ذلك الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر يمكن قياسه كالاتي:

الخطر = خطر المدير + خطر المستثمر.

مقياس الأداء شارب و ترينور

مقياس أداء المحفظة = ع - ع م ÷ (خ)

وباعتبار أن:

ع = عائد الاستثمار.

ع م = العائد المضمون السائد.

خ = مخاطر الاستثمار (الانحراف المعياري أو معامل بيتا)

* إذا عبرنا عن المخاطر بواسطة الانحراف المعياري فإننا نستخدم مقياس شارب وإذا عبرنا عن

المخاطر بواسطة بيتا فإن المقياس هو ترينور.

خلاصة الفصل

تعطي الأوراق المالية لصاحبها الحق في شراء وبيع سهم أو سند معين في خلال فترة محددة و بسعر مستقبلي و الهدف الأساسي لهذه الأوراق المالية هو المضاربة أو تقليل المخاطر من خلال تكوين محفظة مدروسة .يقوم تكوين أي محفظة مالية على أساس تنويع محتوى أصولها من أسهم وسندات ويعتبر هذا التنويع أسلوباً لمواجهة المخاطرة التي تواجه هذا الاستثمار و تحقيق درجة معينة من العائد .فمن المختصين من كان يرى أن مجرد زيادة عدد الأصول المكونة للمحفظة يضمن تحقيق عائد مرتفع درجة الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة، زيادة معها درجة المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأخيرة، و سمي هذا الأسلوب (أسلوب التنويع الكفاء) و عن طريقه يتوصل المستثمر إلى تكوين محفظة مالية مثالية عند درجة معينة من المخاطرة ومستوى من العائد الذي يقبل به هذا المستثمر، ومن هنا تبرز مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى والتي يحدد من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض مخاطرتها المرجحة إلى حدها الأدنى

تمهيد :

في الوقت الذي أثبتت فيه الصناعة المصرفية الإسلامية نجاحها ومساهمتها في تطوير نظرية الاقتصاد الإسلامي في الفترات الزمنية الأخيرة، ظهر تحدٍّ جديد يتمثل في إنشاء سوق مالية إسلامية تُؤسس وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وهذا من شأنه أن يجعل النظام المالي الإسلامي أكثر استقلالية عن النظام التقليدي، ومحققاً للمصادقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية.

فلسوق المالية التقليدية من حيث أصل فكرتها تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي، إلا أن هذه السوق هي في حالتها الراهنة، ليست النموذج المحقق لأهداف الاقتصاد الإسلامي وغاياته علاوة على أهداف أطراف المتعاملين في السوق المالي الإسلامي، بل إن السوق المالية التقليدية يترتب عليها العديد من الآثار التي تعيق التنمية، خاصة بعد التغيرات الهيكلية التي شهدتها بورصات الأوراق المالية من حيث التحرر المالي، والحد من القيود أمام الاستثمار الأجنبي، وحرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود، وانفتاح الأسواق بعضها على بعض مما سهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود وبين الأسواق، سيما وأن أسباب الأزمات وانهيار البورصات متعددة ومتداخلة، ترجع غالباً إلى أخطاء في سلوك المستثمرين والمؤسسات، حيث تشير التجارب العالمية والعربية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربة غير المشروعة، العقود الوهمية، الممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، الفشل في تنظيم السوق، ضعف الإفصاح والشفافية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال. كل هذه الأسباب وغيرها تدفع إلى إيجاد سوق مالية إسلامية كفاءة وذات ربحية اقتصادية، وهذا لا يتحقق إلا بتوفر مجموعة من الشروط والضوابط الشرعية، والقانونية، والاقتصادية، والفنية والمهنية التي تجعل من هذه السوق تجمع بين ما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية وبين الكفاءة المهنية.

المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية

والمتمثل في التشريع الإسلامي، وما أنتجه المفكرون المسلمون في النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي يلحظ بوضوح يقدم لمفهوم الكفاءة ما لم تقدمه أي من اللوائح والنظم التقليدية، فتطبيق قواعد التشريع الإسلامي على عمل السوق المالية يجعل تعاملاتها خالية من المضاربة غير المشروعة والغرر والغبن والاحتكار وغيرها من المحرمات التي تقلل من كفاءتها المهنية وربحياتها الاقتصادية. ولعل هذه الورقة تشكل نقطة بداية لدراسة هذه الشروط وتطويرها من الناحية الفنية والمهنية مع مراعاة الضوابط الشرعية المبنية على مفهومي المصلحة وانتفاء الضرر.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

تتنوع وتختلف تعريفات السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين حسب موضوعها ونوعها، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريف السوق المالية

الاصطلاحي الوضعي ويضعها في إطار شرعي إسلامي، و فيما يلي أهم التعاريف لهذه السوق:

“ للسوق المالية معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة آجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية. وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية⁽¹⁾ .

" هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية".

"سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة"⁽²⁾.

"سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعا وشراء لمختلف الأدوات

المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"⁽³⁾.

"ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من

طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة

ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تنمية الأموال في إطار شرعي"⁽⁴⁾.

(1) خطاب، كمال، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، السعودية: جامعة أم القرى، سنة 2005 ص: 2.

(2) السعد، أحمد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، عمان: دار الكتاب الثقافي، سنة 2008 ص: 19.

(3) أحمد، محيي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، ط 1، سنة 1995، ص: 24.

(4) موفق، بشر، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>

والمتمأل في هذه التعريفات يلحظ تنوع الاعتبارات التي انطلق منها أصحابها، فمن مهتم بتعريف أحد أنواع السوق المالي كسوق الأوراق المالية، في حين اعتنى آخرون بتعريف السوق عموماً، أو تخصيصه بالسوق المنظمة.

فإنه يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها: الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات و/أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات و/أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، و بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

المطلب الثاني: الخصائص المميزة للأسواق الأوراق المالية الإسلامية وعوامل ظهورها:

أولاً: خصائص الاسواق المالية الاسلامية

ومن هذا التعريف نجد أن السوق المالية الإسلامية تمتاز بخصائص معينة أهمها ما يلي⁽¹⁾:

- سوق تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية.
- أن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها.
- خالية من المضاربة غير المشروعة.
- توفر منافسة حرة وعادلة.

ومن خلال ذلك يمكن تحديد الخصائص المميزة للتصور الإسلامي للأسواق الأوراق المالية الإسلامية:

- ❖ إنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حضر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعملية المضاربة
- ❖ إنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأول من متابعة لضوابط الإصدار ولما في الثاني من ضوابط التداول
- ❖ إنها سوق تشكل أدوات الملكية السمة البارزة له
- ❖ إنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها.

وغير كل هذا فإنها تعبر متنفس إسلامي لأصحاب الفائض من الأموال من أفراد ومؤسسات ولما تحقق لهم من معنى لتثمير أموالهم

¹ بن الضيف محمد عدنان. أطروحة لنيل رسالة الماجستير، جامعة الجزائر دفعة 2011 ص 74 75

ثانيا : أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار هذه الاسواق المالية الإسلامية:

لم تكن ظاهرة المؤسسات الإسلامية منفصلة عن ظهور اتجاهات عامة تمثل احتياجات جديدة للمستثمرين ،وعوامل التي ساعدت على تلبية هذه الاحتياجات يمكن ان نميز أهم هذه العوامل باختصار فيمايلي⁽¹⁾:

Socially Responsible

✓ بروز ظاهرة ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار

Investing والتي تسمى باختصار **(SRI)** حيث ظهر الكثير من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض

فئات من الأسهم مثل أسهم شركات الأسلحة والطاقة النووية وتلك التي تلوث البيئة

✓ تزايد اهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الاعتماد كليا على استراتيجيات الإدارة

النشطة لأموالهم فمثلا تزايدت أصول صناديق المعاشات التي تربط بمؤشرات الأسهم في الوم أ من 682

بليون دولار إلى 810 دولار أي بنسبة 30% فيما بين عامي 1998- 1999

✓ مع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامي ساهمت

المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب من أهمها ihilal.com - ii-online.com - Islamic.com

أدى إلى انتشار موجة التمويل والاستثمار الإسلامي ودفع المؤسسات المالية العالمية إلى تطوير المنتجات

الإسلامية لتحقيق الأرباح

✓ الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب ففي الوم أ

يتراوح عددهم ما بين 6-12 مليون أمريكي متوسط دخلهم السنوي 44 ألف دولار

✓ ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي

✓ تزايد وانتشار الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم مثل

مشروع التمويل الإسلامي IFP والذي تطور من برنامج هارفارد لمعلومات التمويل الإسلامي . HIFIP

¹ دحنان ابراهيم النجار : آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية - المؤسسات المالية الإسلامية المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر - كلية الشريعة والقانون - جامعة الامارات العربية المتحدة ص 1376 - 1379

المطلب الثالث: أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساسا لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم، يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، فبينما كانت السوق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشرا هاما على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، أضحت اليوم مسرحا للعبث بأموال الناس لما أصبحت تحويه من صفقات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية. وهذه الأخيرة تسببت في أزمات مالية عالمية عدة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت انهيارات وتدايعات وتراكمات، عرفت بدايتها ولم يتم التعرف على نهاياتها. كل هذا يدعونا إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم ويلات أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي عالمي إسلامي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الانهيار.

وما صمود المصارف الإسلامية خلال هذه الأزمات إلا دليل واضح على نجاعة النظم المالية الإسلامية، إلا أن المصارف الإسلامية تعاني من ضآلة حجم استثماراتها طويلة ومتوسطة الأجل، وتركيزها على الاستثمارات قصيرة الأجل، مما لا يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة، ولذلك لابد من توفر سوق مالية إسلامية تساعد في عملية امتصاص وطرح السيولة المطلوبة حين الحاجة إليها. وظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ ما يقرب عقدين من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984*⁽¹⁾،

ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتكون بمثابة البديل عن السوق المالية التقليدية، فهذه الأخيرة بشكلها الحالي لا تخدم الاقتصاد، وليست بالنموذج المناسب للنظام المالي الإسلامي. وأكد العديد من علماء الاقتصاد الإسلامي على أن العالم الإسلامي يمتلك كافة المقومات التي تؤهله لإنشاء سوق مالية إسلامية، سواء كانت أموال أو أوراق مالية إسلامية من أسهم وصكوك إسلامية أو صناديق استثمار إسلامية، وهي جميعها موجودة ويتم تداولها في البورصات العالمية غير الإسلامية.

(1) ناصر، سليمان: السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، السنة السابعة، العدد 21، جامعة الأزهر، مصر، سنة (2003)، ص: 66-81.

وعليه فإن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي:

1. تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية.⁽¹⁾
2. تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية .
3. تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع ؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية .
4. تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.
5. إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومده بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.
6. تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة.
7. جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال.⁽²⁾

(1) مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74 (8/5) تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية ، من موقعه: www.fiqhacademy.org.sa
 (2) ناصر، سليمان : السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي مرجع سابق، ص: 66-81.

المطلب الرابع . التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية

تواجه هذه الأسواق مجموعة من التحديات تتمثل في⁽¹⁾:

1. عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.
2. هنالك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف لآخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد.
3. عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.
4. لا زالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً.
5. الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر، وإضافة لذلك انخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلباً على تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.
6. الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها إلى دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المجامع الفقهية وجماهير أهل العلم في هذا العصر.

¹ سليمان الموصللي: الأسواق المالية الإسلامية كلية الاقتصاد جامعة دمشق الموقع الإلكتروني: <http://www.google.com> PPT

المبحث الثاني مؤشر داوجونز التقليدي

المطلب الأول مفهوم مؤشر داوجونز التقليدي

يعد مؤشر داوجونز العالمي للأسواق الإسلامية أول معيار للأداء الاستثماري للأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتستخدم هذه المؤشرات التي تتضمنها عائلة مؤشرات داوجونز للأسواق الإسلامية كمعايير لقياس الأداء الاستثماري وتتوافر أيضاً للترخيص باستخدامها كأساس للمنتجات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك، وعبر فحص توافق الاستثمارات مع أحكام الشريعة، تساعد المؤشرات في خفض تكاليف الأبحاث والمحافظة الاستثمارية

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

ومن خلال هذه الاستخدامات أصبحت مؤشرات داوجونز للأسواق الإسلامية المجموعة الأكثر وضوحاً والأوسع استخداماً ضمن معايير القياس المتوافقة مع أحكام الشريعة في شتى أنحاء العالم⁽¹⁾

-بداية، أنشئت مؤشرات داوجونز العالمية عام 1896، وهي بكل بساطة مجموعة من أسعار الأسهم تعطي معدلاً بسعر واحد للأسهم المتداولة بالأسواق العالمية، وهناك العديد من أنواع المؤشرات لدى داوجونز وأغلبية مؤشراتنا متعلقة بالأسهم والأسواق العالمية، هناك مؤشرات للعقار والقطاعات الأخرى ولكننا لا نتعامل بها، نحن مختصون فقط بالأسهم والصكوك.

وفي ما يتعلق بالمؤشر الإسلامي نرى دائماً الأسواق بأي الاتجاهات ذاهبة وأعيننا على الأسواق الجديدة الناشئة، في بداية التسعينيات رأينا تدفقاً في الاستثمارات الإسلامية ولم يكن هناك مؤشرات مختصة بهذا القطاع، وجدنا أنها ستكون سوق ناجحة لنا لما لدى داوجونز من خبرة طويلة في هذا المجال

عام 1999 بدأ أول مؤشر إسلامي بالعالم وكان بداية إطلاق الصناديق الاستثمارية الإسلامية وخاصة في دول الخليج، ومنذ إطلاق هذا المؤشر العالمي ازداد نطاق عائلة مؤشرات داوجونز للأسواق الإسلامية لتضم مجموعة كبيرة من معايير تتبع الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، منها مؤشرات لـ 69 بلداً في الأسواق المتقدمة والناشئة.

كما تم تأسيس مجلس رقابة الشريعة لمؤشر داوجونز للأسواق الإسلامية «مجلس الشريعة» لإسداء النصح لمؤشرات داوجونز بشأن منهجية فحص الأوراق المالية لاشتمالها في مؤشرات داوجونز للأسواق الإسلامية، كذلك المسائل الأخرى ذات الصلة بتوافق مكونات ملائمة للمؤشرات مع أحكام

¹ طارق الرفاعي: التعرف على طبيعة مؤشر داوجونز الإسلامي. "؛ مجلة الوطن الاقتصادي مقال متاح على www.djindexes.com تاريخ الإطلاع 29 جويلية 2012

الشريعة الإسلامية. هذا ويضم مجلس الشريعة لمستقل 5 من كبار علماء الشريعة حول العالم، ويضمن التنوع الجغرافي لهؤلاء العلماء تقديم تفاسير متنوعة لقوانين التشريع

المطلب الثاني: استخدامات المؤشر :

لمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات⁽¹⁾

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naïve Diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي Financial Analysis) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية. وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة

¹ فريد راغب النجار: إدارة شركات-تداول الأوراق المالية، فنون الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية الاسكندرية، سنة 2009، د ط، ص 71

المطلب الثالث: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر⁽¹⁾

1. المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.
 2. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم،
 3. أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية
- ❖ وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي (**Bull Market**). أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي (**Bear Market**) ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه - وفقاً للمؤشر - على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (**Riskless Security**). أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود (**Bullish**) ، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذٍ يطلق عليه المضارب على الهبوط (**Bearish**).

¹ مؤشرات أسواق الأوراق المالية: تاريخ الإطلاع 31 ديسمبر 2001 متاح على الموقع الإلكتروني Stock Market Collections.doc/44_c9-4.pdf

المطلب الرابع : آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم

المؤشرات أرقام إحصائية تصف حركة السوق الذي تمثله، وتستخدم لتؤدي عددا من الوظائف الهامة للمتعاملين في الأسواق المالية. فهي تستخدم لتمثل المرجعية **benchmark** لتقييم أداء مديري المحافظ الاستثمارية على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هما: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر⁽¹⁾.

أولاً : ملائمة العينة:

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والانتساع والمصدر. فيما يتعلق بالحجم (Size)، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشمله المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الانتساع (Breadth) فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة. فيما يخص المصدر (Source) فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

ثانياً : الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وه نالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي:

✓ مدخل الوزن على أساس السعر: (Price Weighting) أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

✓ مدخل الأوزان المتساوية: (Equal Weighting) وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

✓ مدخل الأوزان حسب القيمة: (Value Weighting) أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي

¹ حنان إبراهيم النجار : آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، مرجع سبق ذكره ص ص 1383، 1385

في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي . فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة . هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

المبحث الثالث مؤشر داوجونز الإسلامي

المطلب الأول: تعريف مؤشر داوجونز

ومؤشر داو جونز الإسلامي هو مؤشر عالمي يحتوي على أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويعتمد على طريقة القيمة السوقية المعدلة بالأسهم الحرة القابلة للتداول لتحديد وزن السهم الواحد في المؤشر.

وتم البدء بنشر هذا المؤشر منذ 24 أيار (مايو) 1999، وجرى البدء باحتسابه منذ 31 كانون الأول (ديسمبر) 1995، بالقيمة الأساسية للمؤشر، وكانت 858 نقطة.

وتتم مراجعة الأسهم، التي يحتوي عليها مؤشر داو جونز الإسلامي في 68 بلدا حول العالم بشكل دوري، علما بأنه يضم حاليا حوالي 2350 سهما من 55 بلدا ويشكل أعلى مكون للشركة في المؤشر ما نسبته 2.73%، من القيمة السوقية للمؤشر البالغة حوالي 15.64 بليون دولار. وتشكل أعلى 5 بلدان من حيث القيمة السوقية في مؤشر داو جونز الإسلامي؛ كل من الولايات المتحدة باستحواذها على 50.86% من المؤشر، والمملكة المتحدة بنسبة 3.56%، وسويسرا بنسبة 5.26%، واليابان بنسبة 5.8%

• كانت المحاولة الأولى لتحديد الأسهم المتفقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا عام 1983 من قبل البنك الإسلامي الماليزي.

• بدأ العمل بمؤشر الأسهم الإسلامي في ماليزيا عام 1996 .

• تلاه مؤشر داوجونز الإسلامي عام 1996 ومؤشر كوالالمبور عام 1999 ثم مؤشر الفايانانشال تايمز عام 2001⁽¹⁾.

¹ جريدة الناشط الاقتصادي، لتداول الأوراق المالية بتاريخ 29 يوليو 2012 عن الموقع الإلكتروني www.arabfinance.com/default

المطلب الثاني : المؤشرات الدولية لسوق المال الإسلامية

المؤشرات هي أرقام قياسية تعد بطريقة إحصائية لقياس أداء الأسواق المالية يدخل في تكوينه عينة من أسهم الشركات التي عليها تعامل نشط، ويعد المؤشر يومياً بما يمكن المتعاملين من التعرف على أحوال الأسواق المالية ومدى تقدمها وذلك بمقارنة المؤشر لليوم الحالي مع الأيام السابقة، وأصبحت المؤشرات الآن جزءاً لا يتجزأ من أركان أو عناصر الأسواق المالية ، ونظراً لتنامي السوق المالية أو الإسلامية وانتشارها على مستوى العالم قامت مؤسسة داو جونز بالولايات المتحدة الأمريكية والتي تصدر عدداً من المؤشرات العالمية المعروفة باسمها بإصدار مؤشرات للسوق المالية والإسلامية تعرف بـ **Islamic Dow Jones Indexes** بلغت حتى الآن حوالي ستين مؤشراً موزعة مع أسواق العالم الترقيم التعامل فيها إسلامياً مثل:

مؤشر داو جونز الإسلامي الأمريكي – والياباني – والانجليزي – والاوربي – والكندى – والأسويوي – والماليزي، وهكذا ... كما تعد مؤشرات حسب النشاط الاقتصادي كما توجد مؤشرات داو جونز الإسلامية حسب القطاعات للتكنولوجيا، والاتصالات، والصناعة، والنفط والغاز، والخامات المالية.

تستخدم شركة داو جونز معايير محددة لاختيار الأسهم التي يتفق نشاطها مع الشريعة الإسلامية. حيث تقوم هذه المؤشرات على أخذ الأسهم التي تصدرها شركات لا تتعامل في أعمال أو مواقع تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل التعامل بأي شكل في الخمر أو الكحول و التبغ ولحوم الخنزير والبنوك التقليدية وشركات التأمين وشركات إنتاج الأسلحة والفنادق وشركات الطيران التي بها صالات قمار أو تقدم خمر والشركات التي تتعامل في الأدب والفن المكشوف، وهي ما يطلق عليها إجمالاً «أسهم الخطيئة» كما تشمل تلك المؤشرات الصكوك الإسلامية التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية، ومن الجدير بالذكر أن شركات المؤشر ليست من الدول الإسلامية فحسب، ولكنها من حوالي 30 دولة في العالم ومنها الولايات المتحدة الأمريكية (1).

¹ محمد عبد الحليم عمر : مؤشر داو جونز الإسلامي " الحل الأمثل للبنوك الإسلامية" متاح على الموقع الإلكتروني.

المطلب الثالث : أهمية وعوائق مؤشر داوجونز الإسلامي

تظهر أهمية مؤشر داوجونز الإسلامي كأى مؤشر اقتصادي من خلال النتائج التي يحققها على المستوى العالمي ونظرا لحساسية هذا المؤشر للتقلبات الاقتصادية والسياسية ما يجعله عرضة لبعض المعوقات (1)

أولا : أهمية المؤشر

وتبدو أهمية هذا المؤشر الإسلامي وغيره من المؤشرات المالية الإسلامية في أنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق المال الإسلامية؛ فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات فينانشيال تايمز، وستاندارد أند بورز، وداو جونز، وإم إس سي آي، وورلد إنديكس لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، وبالتالي يتسبب هذا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي؛ لذلك فاستخدام هذا المؤشر المالي الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتمشى مع مبادئ الشريعة.

كما يؤدي وجود المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج؛ ليطمئن استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر. ويعطي المؤشر أيضا ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت؛ إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية؛ حيث سيجعل لها ميزة تنافسية؛ لأن وجود مؤشر سوف ينشط من تلك الاستثمارات، وسيتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية، وتقديم خدماتها الاستثمارية لقاعدة عملائها.

ويمكن المؤشر المستثمر الإسلامي من أن توجد لديه محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة ضد الركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، بينما تؤمن توفير عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة مخفضة. إضافة لذلك فإن المؤشر يضم بصورة أساسية شركات من دول مجلس التعاون الخليجي، وهو مصمم بحيث يلبي متطلبات الأدوات الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار .

¹ حسا الدين محمد : مؤشر داوجونز الإسلامي ، تاريخ الإطلاع 30 جوان 2004 عن موقع الالكتروني : www.google.com

ثانيا : عوائق أمام المؤشر

غير أن هذا المؤشر تواجهه عوائق؛ منها تحديد الشركات التي تلتزم بمراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية والتي توفر السيولة اللازمة، إضافة إلى الحصول على المعلومات من الشركات، وكذلك الصناديق الإسلامية الاستثمارية الحالية لأغراض المتابعة. كما أن هناك عوائق تتعلق أيضا بمتابعة الحالات التي لا تلتزم فيها الشركة بمراعاة أحكام الشريعة الإسلامية، أو عندما تعاني من مشاكل في الأداء، أو إذا لم تعد تمثل القطاع الذي تعمل فيه أو حدوث التغييرات الرئيسية؛ مثل إشهار الإفلاس أو الاستملاك من قبل الغير، أو شرائها من جهات أخرى، أو إعادة رسميتها. كما قامت شركة داوجونز للمؤشرات المالية المزود الرائد للمؤشرات العالمية في 2009 بإضافة كل من الأرجنتين وكولومبيا وكرواتيا وموريشيوس ونيجيريا وبيرو والسعودية ولبنان وتونس وصربيا وأوكرانيا وبذلك يرتفع العدد الإجمالي التي انضمت إلى هذا المؤشر من 57 إلى 68 دولة. وانضمت كل من السعودية وتونس فوراً إلى مؤشر "داوجونز للسوق المالية الإسلامية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا الذي يقيس أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في كل من البحرين ومصر والكويت والمغرب وعمان وقطر والإمارات، كما تضم عائلة المؤشر أكثر من 100 مؤشر إقليمي وصناعي مستمدة كلها من مؤشر داوجونز العالمي للسوق المالية الإسلامية حيث يوجد أكثر من 150 جهة ذات أصول تبلغ 7 بلايين دولار مرخص لها تتبع مؤشرات " داوجونز للسوق المالية الإسلامية"

المطلب الرابع : الهيئة الشرعية المراقبة للسوق الإسلامي وأهم الدول الفاعلة فيه

قد جاء إنشاء المؤشر داوجونز الإسلامي ليعكس اهتمام الأفراد بجعل استثماراتهم ملتزمة بالقواعد الأخلاقية تبعا لعقائدهم فمنذ عدة سنوات تجنبت صناديق الاستثمار بعض فئات الأسهم مثل التبغ وتجارة السلاح كما تم استبعاد من مؤشر داوجونز لسوق المال الإسلامي تدرج تحت صناعات الكحوليات كما استبعدت المجالات الترفيحية مثل الملاهي وصالات القمار ، وقد أنشأ داوجونز مجلسا استشاريا من علماء الشريعة الإسلام حيث ساهم المجلس في عمليات الفرز والتصنيف لاختيار شركات المؤشر⁽¹⁾

أولا : الهيئة الشرعية المراقبة للسوق الإسلامي

حيث تم تأسيس مجلس رقابة الشريعة لمؤشر داوجونز للأسواق الإسلامية «مجلس الشريعة» لإسداء النصح لمؤشرات داوجونز بشأن منهجية فحص الأوراق المالية لاشتمالها في مؤشرات داوجونز للأسواق الإسلامية، كذلك المسائل الأخرى ذات الصلة بتوافق مكونات ملائمة للمؤشرات مع أحكام الشريعة الإسلامية. هذا ويضم مجلس الشريعة لمستقل 5 من كبار علماء الشريعة حول العالم، ويضمن التنوع الجغرافي لهؤلاء العلماء تقديم تفسيرات متنوعة لقوانين التشريع

¹ حنان ابراهيم النجار: آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية ، مرجع سبق ذكره ص 1380

فقد كوَّنت مؤسسة داو جونز مجلساً شرعياً لمراجعة أعمال الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر الإسلامي من الناحية الشرعية من عدد من علماء الشريعة المتخصصين الذين لهم خبرة طويلة وكبيرة في أعمال هيئات الرقابة الشرعية بالعديد من المؤسسات المالية و الإسلامية وهم⁽¹⁾:

د. عبد الستار أبو جودة سوريا د.محمد داود بكر-د.محمد القرى - د.يوسف طلال - الشيخ محمد تقي العثماني- الشيخ أحمد ماكو،القاضي محمد تقي عثمان (باكستان)، د.محمد الجاري (السعودية)، الشيخ نظام يعقوبي (البحرين)، الشيخ يوسف طلعت دي لورنزو (الولايات المتحدة)

ثانياً : الدول الفاعلة والمشاركة في مؤشر داوجونز الإسلامي

ومن أكبر الشركات الفاعلة في المؤشر نجد

***أكسون موبيل البترول والغاز ExxonMobil**: هي شركة أمريكية متعددة الجنسيات يقع المقر في أرفينج بولاية تكساس. كما أنها تمتلك المئات من فروع أصغر مثل النفط الامبراطوري المحدود (69.6%) في كندا توظف شركة اكسون موبيل أكثر من 82000 شخص في جميع أنحاء العالم مع ما يقرب من 4000 موظف في المقر و 27000 شخص في هيوستن تعد شركة اكسون موبيل قطر شركة فرعية من شركة إكسون موبيل ، التي تعد أضخم شركة لتجارة النفط والغاز الطبيعي في العالم.

* **فايزر صناعات دوائية**: هي شركة عالمية لتصنيع الأدوية وتتخذ من مدينة نيويورك من ولاية نيويورك مقراً رئيسياً. سميت هذه الشركة على اسم مؤسسها الصيدلي "شارلز فايزر" (1824-1906) ومالبت ان اندمجت شركة فايزر بمنافستها شركة الأوربية "فارماسا" في العام 2002

* **شركة مايكروسوفت تقنية المعلومات Microsoft Corporation**: شركة دولية تعمل في مجال تقنيات الحاسوب ، يبلغ دخلها السنوي 44مليار دولار ويعمل بها 71.533 في 102 دولة.تطور وتصنع وترخص مدى واسعا من البرمجيات للأجهزة الحاسوبية يقع المقر الرئيسي للشركة في ضاحية ريدمونت ،ستائيل، واشنطن الولايات المتحدة.

* **مجموعة فودافون خدمات اتصالات**: مجموعة فودافون العالمية هي شركة بريطانية متعددة الجنسيات متخصصة في تقديم خدمات شبكات الهواتف المحمولة يقع مقرها في نيوبيري بيركشاير بالمملكة المتحدة استنادا إلى الإيرادات والقيمة السوقية التي تصل إلى 71.2 £ مليار فإن شركة فودافون تعد أكبر شركة اتصالات في العالم فودافون تقدم خدماتها إلى 30دولة بالإضافة إلى شراكتها في شبكات في 40 دولة أخرى.تقدم المملكة المتحدة وهي بذلك ثالث أكبر موفر لهذه الخدمة في المملكة.

* **جونسون وجونسون صناعات دوائية Johnson & Johnson** : هي شركة أمريكية مساهمة متعددة الجنسيات، تأسست في 1886تنتج وتصنع وتعي الأجهزة الطبية والأدوية والسلع الاستهلاكية ذات أسهم عادية وهي إحدى مكونات مؤشر داو جونز الصناعي.

¹ محمد عبد الحليم عمر ، مؤشر داو جونز الإسلامي، مرجع سبق ذكر

