



المركز الجامعي نور البشير البيض

معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم التسيير

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي شعبة علوم تسيير

تخصص: إدارة مالية

الموضوع

دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية

–دراسة حالة محفظة استثمارية للسوق السعودية–

تحت إشراف الأستاذ(ة):

د/ معروف جيلالي

من إعداد الطلبة:

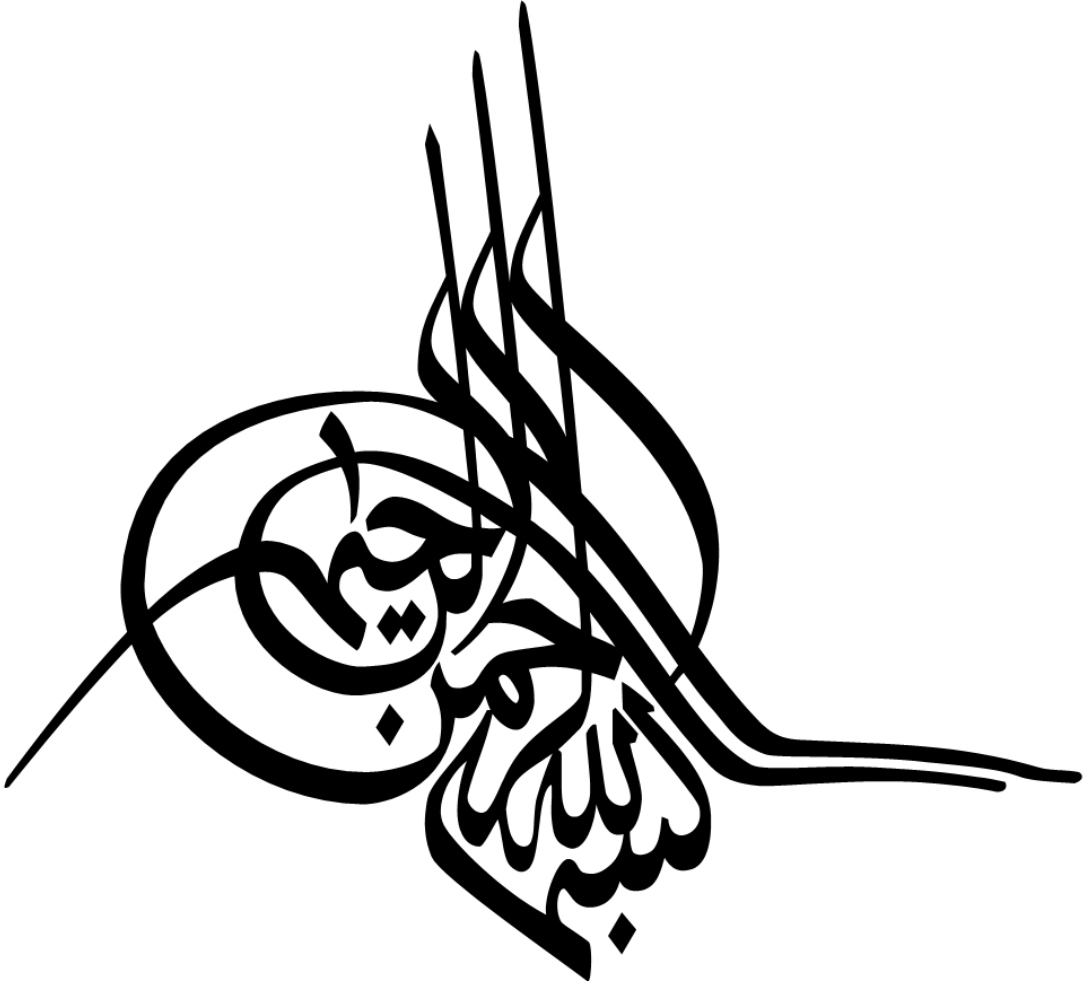
- هامل خنير

- بلمختار محمد أيمن

أمام لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
رئيسا	-	- د.
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر -أ-	- د. معروف جيلالي
ممتحنا	-	- د.

السنة الجامعية: 2022-2023



## شكر وعرفان

نحمد الله عز وجل الذي أهدانا الصبر والثبات وأمدنا بالقوة والعزم على مواصلة مشوارنا الدراسي وتوفيقه لنا في إنجاز هذا العمل، فنحمدك اللهم ونشكرك على نعمتك وفضلك ونسألك البر والتقوى، ومن العمل ما ترضى، وسلام على حبيبه وخليله الأمين عليه أذنى الصلاة والسلام.

وكما نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ الفاضل: «د. معروف جيلالي»

لتفضله بالإشراف على هذا البحث وسعة صدره وعلى حرصه أن يكون هذا العمل في صورة كاملة لا يشوبه أي نق، نسأل الله أن يجزيه عنا كل خير قبل الإشراف على هذا العمل البسيط وعلى المجهودات التي بذلها من أجلنا، والصانع والتوجيهات العظيمة التي كان يضعها نصب أعيننا وهي تتبع هذا البحث بكل اهتمام جعل الله ذلك في ميزان حسناته يوم الدين. كما نتقدم بخالص الشكر والتقدير للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على بذلهم من الجهد في قراءة مذكرتنا وعلى ما أبدوه من ملاحظات ومقترحات حولها.

ونتقدم بجزيل الشكر وخالص الامتنان إلى إدارة المركز الجامعي نور البشير - البيض -

وفيه الأخير نشكر كل من ساهم في إنجاز هذا العمل سواء من قريب أو بعيد ونسأل الله أن يوفقنا بما فيه من صلاح، وأن يسد خطانا على طريق الحق.



## إهداء

إلى من قال فيهم المولى عز وجل:

﴿ وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا ۚ إِنَّمَا يُبَلِّغُنَّ عِنْدَكَ الْكِبَرَ أَحَدُهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا فَلَا تَقُلْ لَهُمَا آفٌ وَلَا تُنْهَرُهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا ۝﴾

فخرا وشرفا نعتز بهما فوق الواجب نصدي ثمره هذا العمل المتواضع إلى بصحة القلب وهبة الرب  
وكمال الود، إلى التي تعبنا لأرتاح وسهرت لأنام وحلمت لأنال، إلى الشمس التي تضيء صباحي والقمر  
الذي يبين ليالي

### أمي المليون

إلى من جرع الكأس فارحا ليسقينا قطرة الحب، إلى من كلت أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة إلى من  
حصد الأشواق عند ربي ليصمد لي طريق العلم إلى القلب الكبير

### أبي العزيز

إلى سندننا وفوتنا وملاذنا بعد الله ..... إلى من آثروني على أنفسهم

### إخوتنا

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إل ريدان قلوبنا

### أهواتنا

إلى من أظهروا لنا أجمل ما في الحياة، وإلى كفاة الأهل والأقارب إلى جميع الأصدقاء وزملاء الدراسة.

خير

محمد أيمن

### الملخص:

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة وبناء المحافظ الاستثمارية ذلك لكون أن مؤشرات الأسواق المالية دائماً تعد محط اهتمام المتداولين في الأسواق المالية الدولية، فمؤشر السوق يعد تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة بين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو في سوق آخر باستعمال هذه المؤشرات مثل: شارب، ترينور، جنسن، وباعتبار أن المحافظ الاستثمارية توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمستحقات المالية بالتالي هي تشكل استراتيجية استثمارية لتقليل المخاطر بهدف الحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة.

وفي هذا الصدد تم في هذه الدراسة التطرق لاختيار دراسة بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من **2007-2015** لتقييمها باستعمال ثلاثة مؤشرات شارب، تينور، جنسن.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن المحفظة المالية تتأثر بعائد وخطر الأصل المضاف، بحيث عند انخفاض عائد المحفظة اخفض عائد الأصل المضاف عن عوائد الأصول المكونة لها، ويرتفع عائدها في الحالة المعاكسة، ويحدث نفس الشيء بالنسبة للمخاطر، وكما أن مؤشر شارب يعتبر من أهم المؤشرات التي قمنا بدراستها (شارب، تينور، جنسن) لقياس أداء المحافظ باعتباره يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية سواء المنظمة أو الغير منتظمة.

**الكلمات المفتاحية:** مؤشرات الأسواق المالية الدولية، المحفظة الاستثمارية، العائد، المخاطرة، السوق المالي السعودي.

**Abstract :**

This research aims to highlight the role of **international financial market indices** in managing and building **investment portfolios**, because financial market indices are always the focus of attention for traders in international financial markets. On the performance of the stock market, a specific economic sector, or a financial portfolio, with the possibility of comparing it with its counterparts in the same market or in another market, using these indicators such as “**Sharpe, Trenor, and Jensen**”, Considering that the investment portfolios are a combination of investment tools that include financial instruments such as stocks, bonds and financial derivatives, therefore, they constitute an investment strategy to reduce risks in order to obtain the largest possible **return** with the least **risk**.

In this regard, in this study, the selection of a study of some investment portfolios in the **Saudi financial market** during the period (2007-2015) was addressed for evaluation using three( **Sharp, Tenor and Jensen**) indicators.

This study concluded that the financial portfolio is affected by the return and risk of the added asset, so that when the return of the portfolio decreases, the return of the added asset is lower than the returns of its constituent assets, and its return increases in the opposite case, and the same thing happens with regard to risks, and just as the Sharpe index is considered one of the most important indicators that We have studied them (**Sharp, Tenor, Jensen**) to measure the performance of portfolios as it takes into account the total risks, whether regulated or unstructured.

**Keywords:** international financial market indicators, investment portfolio, return, risk, Saudi financial market.

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
-	البسملة
-	شكر وعرفان
-	إهداء
-	ملخص الدراسة
I-III	فهرس المحتويات
IV	قائمة الأشكال
VI	قائمة الجداول
VIII	قائمة الملاحق
أ - و	المقدمة
ب	تمهيد
ج	1- طرح الإشكالية والأسئلة البحثية
ج - د	2- الدراسات السابقة
هـ	3- فرضيات الدراسة
هـ	4- منهجية الدراسة
هـ	5- تصميم البحث
و	6- أهمية الدراسة
و	7- خطة مختصرة للدراسة
7	الفصل الأول: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية
8	تمهيد
9	المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
9	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

14	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية
18	المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية وطرق التسعير فيها
31	المطلب الرابع: أهم الأسواق المالية العربية
35	المبحث الثاني: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية
35	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
38	المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية
50	المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية
54	خلاصة الفصل الأول
55	الفصل الثاني: دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي
56	تمهيد
57	المبحث الأول: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية
57	المطلب الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية
59	المطلب الثاني: مفهوم وأهداف إدارة المحفظة الاستثمارية
61	المطلب الثالث: سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية
62	المطلب الرابع: نظرية المحفظة وقياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
71	المبحث الثاني: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى
71	المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى
71	المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى
77	المطلب الثالث: مساهمات مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية
92	خلاصة الفصل الثاني
96-93	خاتمة
104-97	قائمة المراجع
108-105	الملاحق

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
60	خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية	1
73	مجموعة محافظ الحد الكفاء	2
74	منحنيات السواء لمستثمر يبغض المخاطر	3
79	الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة	4

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
81-80	متطلبات الطرح والادراج في السوق الرئيسية	1
82-81	متطلبات الطرح والادراج في السوق الموازية	2
82	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع الشركات للسنوات (2009-2019).	3
83	إحصائيات السوق المالي السعودي من (2009 إلى 2019)	4
85	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات	5
86	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة	6
86	يوضح الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة	7
88	عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية محل الدراسة	8
89	تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج	9

## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
106	التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودي "2019"	1
107	قواعد الإدراج	2
108	قواعد طرح الأوراق المالية	3

## مقدمة

## مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة وذلك نظراً لما تتمتع به هذه الأسواق من أهمية بالغة فيما تقوم به، فهي تعد المحرك الأساسي لأغلب العمليات الاقتصادية، وقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى زيادة الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال من الموارد الاقتصادية النادرة، فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة (البنوك) أو نحو اقتصاد السوق المالي (البورصة)، فأسواق رأس المال تساهم في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز أي أنها تقوم بتجميع رؤوس الأموال من عامة الجمهور بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية وهي بذلك تساعد في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية.

توفر أسواق رأس المال قنوات ومداخل أساسية أمام المستثمرين في الأوراق المالية وكما تحقق لهم جملة من المنافع الاقتصادية والتي منها منفعة الحياة والتملك، فهي تتوفر على أدوات مالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية، أين تسمح للمستثمرين ولأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي، وفي نفس الوقت يمثل هذا حافزاً للمؤسسات المدرجة أسماؤها لمتابعة أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وبالتالي ربحيتها، فهذا كله له دوراً فعالاً في الحياة الاقتصادية لهذا تسعى الدولة في توفير البيئة الملائمة لهذا النوع من الأسواق الذي لا يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات المالية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، أين تبرز أهمية هذه المؤشرات في إعطاء صورة واقعية حية عن الوضعية السائدة في السوق والاقتصاد بصفة عامة، هذا ولأن هذه الأخيرة تتأثر بالسياسات المالية والنقدية السائدة، بالإضافة إلى أنها تعتبر أداة من أدوات تحليل السوق والتنبؤ بحركته مستقبلاً من جهة وأداة قياس المخاطر من جهة أخرى، حيث تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية.

ومن أبسط قواعد الاستثمار الناجح تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد، لذا يجب على المستثمر أن يتعلم كيف يديرها وكيف يبدأ التخطيط للاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية. فمحفظة الأوراق المالية تعتبر كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية والتمويلية، أين يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً يضمن له التخفيف من المخاطر، وبالتالي لتكوين محفظة الأوراق المالية لا بد من مراعاة عدة عوامل على رأسها العائد، الخطر والتنوع وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفوءة.

انطلاقاً مما سبق قمنا بإجراء دراستنا حول دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية وبعبار أن مؤشرات الأسواق المالية الدولية مقياساً فعالاً في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية، أجرينا دراستنا التحليلية على مجموعة من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي.

**1- طرح الإشكالية والتساؤلات الفرعية:** تمثل مؤشرات الأسواق المالية الدولية مستوى مرجعي للمستثمر في بناء وإدارة محافظه الاستثمارية، فهي تستخدم كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشرا وعددا من المؤشرات لتقييمه. ومن هنا تبرز ملاح إشكالية بحثنا في السؤال الرئيسي التالي:

### هل تساهم مؤشرات الأسواق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية؟

وحتى يتيسر لنا الإلمام أكثر بمختلف جوانب الموضوع، ارتأينا إلى تجزئة الإشكالية الأساسية إلى عدد من الأسئلة الفرعية نعرضها فيما يلي:

- كيف يتم حساب مؤشرات الأسواق المالية الدولية؟
- هل لكل المؤشرات طريقة حساب نفسها؟
- كيف يتم اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى؟
- ما مدى تأثير عدد الأصول المالية الداخلية في تكوين المحافظ المالية في السوق السعودي على عوائدها ومخاطرها؟
- ماهي المؤشرات الأنسب في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية؟

**2- الدراسات السابقة:** من أهم الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة هي التالي:

### - الدراسة الأولى: (قواجلية ، 2020)

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في إدارة المحافظ الاستثمارية وذلك من خلال التطرق إلى الجوانب النظرية لأسواق رأس المال الدولية ومؤشراتها، وكذلك الجوانب النظرية والعلمية لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ورصد دور المؤشرات في كل مرحلة منها، وقد تم إجراء هذه الدراسة ميدانيا في مؤسسة "كايبتول أكاديمي" بتونس العاصمة بحيث تم تلقي تدريب مبدئي على يد أساتذة متخصصين في المؤسسة فيما يتعلق بكيفية إدارة محفظة استثمارية وقد دامت مدة التبرص شهرا. وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن مؤشرات أسواق رأس المال الدولية دور فعال في مراحل إدارة المحفظة الاستثمارية وذلك أن معطيات المؤشرات سواء الوصفية أو الكمية تدخل في جميع التحليلات والمعادلات المعتمدة من طرف مدير المحفظة للحصول على المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى هذا على الصعيد النظري، أما عمليا فقد لاحظنا تقلص دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية نظرا لتطور الأبحاث واعتماد برامج الحاسوب.

### -الدراسة الثانية: (بن فريجة ، 2021)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة وكيفية بناء محفظة استثمارية بالاعتماد على استراتيجيات التنويع المحلي والدولي للحصول على محفظة مثلى في ظل الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق وما تفرضه العولمة المالية من تحديات أين تم دراسة فرص التنويع الاستثماري المتاحة في بورصة ماليزيا من خلال اختبار كفاءة السوق المالي الإسلامي والتقليدي عند مستوى ضعيف

ودرجة التكامل فيما بينهما للفترة الممتدة من 2017 إلى 2018، إضافة إلى ذلك اكتشاف فرص التنوع الدولي من خلال دراسة التحركات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية بين أربع دول (الأردن، المملكة العربية السعودية، مصر والمغرب) باستخدام طريقة تماسك الموجات لتوضيح مستوى ترابطها من عام 2014 إلى عام 2018. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن كفاءة مؤشرات بورصة ماليزيا عند المستوى الضعيف وأنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق مكاسب غير عادية بالاستفادة من البيانات التاريخية وكما أظهرت النتائج أن المؤشرات المدروسة غير متكاملة وبالتالي وجود فرص للتنوع الاستثماري على المدى الطويل.

#### -الدراسة الثالثة: (خرباش، 2012)

تطرت هذه الدراسة إلى متغير المحفظة الاستثمارية ، وقد هدفت إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، ودراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية وكما هدفت أيضا إلى إبراز أهمية التنوع الدولي في تدنئة مخاطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد، وعلى هذا الأساس تم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان والسعودية خلال سنة 2010. وقد خلصت الدراسة إلى أن كل من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذا معاملات الارتباط فيما بينها، بالإضافة إلى استراتيجية التنوع الدولي، تساهم في تدنئة المخاطر النظامية إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

#### -الدراسة الرابعة: (عبو ، عبو ربيعة، و بوفليح، 2017)

هدفت هذه الدراسة إلى الحكم على مدى جودة القيام باستخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها عند شروع المستثمر في تكوين المحفظة الاستثمارية وذلك بتطبيق مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية على بعض المحافظ المتواجدة بالسوق المالي السعودي، من خلال ابراز المفاهيم الأساسية حول المحفظة الاستثمارية، أهم أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على بعض المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي. وقد توصلت هذه الدراسة هناك عدة أساليب لقياس أداء المحافظ الاستثمارية من أهمها الأسلوب البسيط الذي يقتصر على معدل العائد على الاستثمار فقط وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يدعى بالأسلوب المزدوج والذي يشمل بدوره عدة مؤشرات: مؤشر شارب، ترينور، جنسن، العائد المعدل بالمخاطر.

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح لنا بأن الدراسات المتعلقة بموضوع دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية تؤكد على مساهمتها في إدارة وبناء المحافظ الاستثمارية وذلك من خلال أنها تقدم معطيات سواء أكانت وصفية أو كمية تدخل في جميع التحليلات والمعادلات المعتمدة من طرف مدير المحفظة للحصول على المحفظة الاستثمارية المثلى. وقد اعتمدت الدراسات على تحليل المعلومات المقدمة من قبل تلك المؤشرات لتقييم وإدارة المحافظ الاستثمارية، بحيث جاءت دراستنا مشابهة لها من حيث أنها تدرس مدى مساهمة مؤشرات الأسواق المالية في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية وذلك بالاعتماد على مجموعة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي، وكما اعتمدنا أيضا على أسلوب التحليل لعرض هذه الدراسة.

**3-فرضيات:** قصد الإجابة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المطروحة، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

**3-1:** الفرضية الرئيسية: تساهم مؤشرات الأسواق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية

**3-2:** الفرضيات الفرعية:

- يتم حساب مؤشرات الأسواق المالية الدولية بحساب نسبة التعاملات اليومية للأوراق المالية المتداولة في تلك السوق.

- لكل مؤشر طريقة حساب خاصة به.

- يتم اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى بناء على الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل الشركات الكبرى.

- يساهم عدد الأصول المالية في ارتفاع العوائد وزيادة مخاطر المحافظ وذلك حسب الخصائص التي يتميز بها الأصل المضاف.

- يعتبر مؤشر شارب أفضل مؤشر لتقييم أداء المحافظ.

**4-منهجية الدراسة:** وفقا للإشكالية المطروحة سلفا والفرضيات الموضوعية من خلالها وعلى ضوء طبيعة الدراسة والهدف

الذي نسعى إلى تحقيقه تم في بحثنا هذا الاعتماد على المنهج الوصفي كونه يتلاءم مع الجانب النظري للدراسة؛ والمنهج التحليلي

ويظهر هذا المنهج في الفصل الثاني عند التعليق على الجداول وتحليل البيانات التي تم الحصول عليها؛ والمنهج التاريخي والذي

يتضح من خلال تطور مراحل الأسواق المالية. أما بالنسبة لأدوات وأساليب جمع المعلومات والبيانات فقد تم الاعتماد على

المسح المكتبي من خلال الكتب والرسائل والأطروحات والدوريات والأبحاث والتقارير الورقية والالكترونية المتوفرة باللغة العربية.

**5-تصميم البحث:** وفيه تم التركيز على ستة أبعاد رئيسية للدراسة وتمثل في:

**5-1:** أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي نلخصها فيما يلي:

- قياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية.

- استخدام معامل  $\beta$  لرسم سياسة المحفظة الاستثمارية.

- تجنب مخاطر المحفظة الاستثمارية مع تحديد السياسات التي تتبعها المحفظة الاستثمارية للحد منها.

- محاولة تقييم أداء بعض أنواع المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي.

- إظهار دور مؤشرات أسواق رأس المال الدولية في كل مرحلة من مراحل إدارة المحفظة الاستثمارية.

**5-2:** مدى تدخل الباحث: تتميز الدراسة باستقلالية الباحث وحيادته عن موضوع الدراسة لذا جاءت الدراسة

موضوعية.

**5-3:** التخطيط للدراسة: تعد دراستنا هذه دراسة تحليلية وذلك لكون أنه تم تحليل بيانات لمؤشرات أسواق مالية ودورها

في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية والتي قد شملت مجموعة من المحافظ المالية الاستثمارية في السوق المالي السعودي.

## 5-4: حدود الدراسة:

**5-4-1: الحدود المكانية:** من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم التطرق لدراسة الإطار النظري للسوق المالي ومؤشراته بمفهومه الواسع والتركيز في الجانب التطبيقي على دراسة بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي.

**5-4-2: الحدود الزمنية:** تم دراسة الفترة من 2007-2015 نتيجة عدم توفر البيانات المتعلقة بالعائد على بعض المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي في الفترة من 2015-2023.

**6-أهمية البحث:** تظهر أهمية الدراسة في كونها تقوم بدراسة تحليلية لمؤشرات السوق المالي، من خلال تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه في التنبؤ بحركة أسعار السوق، وكذا تسليط الضوء على المحفظة الاستثمارية وذلك نظراً لأهميتها البالغة في السوق المالي، بحيث تعتبر من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثاً، مع أهمية معامل  $\beta$  في السوق المالي، إضافة إلى المساعدة التي تقدمها المؤشرات في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية في السوق المالي السعودي.

**7-خطة مختصرة:** بهدف الإجابة عن التساؤل الرئيسي والوصول إلى الأهداف المرجوة من البحث وفق منهجية تتلاءم مع طبيعة الموضوع تم تقسيم الدراسة إلى فصلين الأول يتعلق بالجانب النظري أما الثاني دراسة تحليلية.

**-الفصل الأول:** يعتبر كفصل تمهيدي يدرس الإطار النظري والمفاهيمي لمحاور الدراسة التي تضم كل من الأسواق المالية والتقنيات الأساسية لها، ويهدف ذلك قسم هذا الفصل إلى مبحثين الأول مرتبط بسوق الأوراق المالية بحيث تناولنا فيه الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، وبعدها نعرض تنظيمها وكذا الأطراف المتدخلة فيه ومختلف عملياته وكما تطرقنا أيضاً إلى أنواع الأوامر وطرق التسعير التي تتم فيها، وأخيراً تعرضنا إلى أهم الأسواق المالية العربية. أما المبحث الثاني فقد خصصناه للتقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية أين سنتعرف من خلاله على كفاءة سوق الأوراق المالية وعلى أدواته ومن ثم نتعرض إلى مؤشرات قياس حالتها.

**-الفصل الثاني:** يتضمن الجانب التطبيقي المعنون بـ «دراسة حالة السوق المالي السعودي» تحليل مؤشرات المحافظ المالية الاستثمارية المدروسة الخاصة بالسوق المالي السعودي فكانت من (2007-2015)، بحيث تضمن مبحثين بحيث في المبحث الأول تم التطرق إلى الدراسة النظرية لإدارة المحفظة الاستثمارية من خلال عرض مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية، وكذا مفهوم وأهداف إدارة المحفظة الاستثمارية ومن ثم سياسات إدارتها، ثم عرضنا نظرية المحفظة وقياس عائدها ومخاطرها، أما المبحث الثاني فقد تناولنا فيه بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال التطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى وكيفية بناءها من خلال عرض مختلف مبادئها وكيفية اختيارها، ونماذج تقييم أدائها. وكما تطرقنا لمساهمات مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال عرض الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي، ومن ثم عرض المحافظ المالية الاستثمارية التي سيتم دراستها في ذلك السوق، ومن ثم قياس العائد والمخاطرة الخاصة بها، ومن ثم تقييم أدائها وفقاً لنموذج شارب، تينور، جنسن.

الفصل الأول: مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية  
الدولية

### تمهيد:

إن التطور الذي شهدته أسواق الأوراق المالية جعلها أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد وسمة رئيسية للاقتصاديات المتطورة، وذلك لما تلعبه من دور فعال ومؤشرا لدرجة تطورها. لكن حتى تتمكن من تأدية هذا الدور يجب أن تتمتع هذه الأسواق بمستوى من الكفاءة.

فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي. ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات وطرق خاصة للتعامل وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها الكفاءة.

والدول العربية كغيرها من دول العالم تسعى إلى تطوير أسواقها المالية وذلك باتباع مجموعة من الإصلاحات بهدف مواكبة الأسواق المالية العالمية المتطورة. فالأوراق المالية العربية تعد آلية هامة من آليات تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من البلدان التي لديها فائض مالي إلى البلدان التي تعاني من عجز في مواردها المالية، وبالتالي فإن تنمية الأسواق المالية العربية واستثمارها داخل الوطن العربي سيشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية العربية المشتركة وتعزيز التكامل الاقتصادي العربي. وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر سيتم تفصيلها في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

➤ المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية.

➤ المبحث الثاني: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

يعتبر السوق المالي حقل الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسية متمثلة في الأدوات والمؤسسات المتخصصة، فهذه الأخيرة تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية تسير إلى الآلية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

### المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

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

### الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي برز ظهور أسواق الأوراق المالية، أين أخذت بيوت التجارة والصيرفة الإيطالية المهجرة إلى بلجيكا وإنشاء المراكز التجارية في أشهر المدن آنذاك وهي مدينة (بروج) البلجيكية، وكنتيجة للازدهار التجاري أنشئت عام 1300م بورصة في مدينة (بروج)، وبعد ذلك أنشئت بورصة أخرى تمثلت في بورصة آنفرس في مدينة (أنتويرب) البلجيكية. (البراي، 2001، صفحة 31)

وقد مرت الأسواق المالية في نشوؤها بجملة من المراحل وهي:

**المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير جدا من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وبالتالي شهدت مستويات المعيشة لدى الأفراد ارتفاعا نسبيا مما زاد إقبالهم على استثمار مدخراتهم في مشروعات سواء كانت تجارية، زراعية، عقارية...، كما كان النشاط الفردي في هذه المرحلة يحظى بزيادة في الإنتاج وارتفاع في المدخول إضافة إلى ذلك اتساع المعاملات وكبرها.

**المرحلة الثانية:** عرفت هذه المرحلة بداية ظهور بنك مركزي يحكم باقي البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة في المرحلة الأولى تتمتع بحرية مطلقة أما في هذه المرحلة فكانت تزاو عملها التقليدي، أين ازداد قبول خصم الكمبيالات لديها وزيادة دورها في الائتمان وفقا لقواعد يصدرها البنك المركزي، وكما عملت هذه البنوك على مد نشاطها خارج الحدود إلا أنها لا تستطيع منح القروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد في هذه المرحلة. (الهندي و الناشر، 2000، صفحة 26)

**المرحلة الثالثة:** شهدت هذه المرحلة ظهور البنوك المتخصصة ودورها في تقديم قروض متوسطة الأجل، والمتمثلة في البنوك الصناعية والزراعية، العقارية، وبنوك التنمية والاستثمارات... إلخ، بالإضافة إلى قيامها بعمليات اصدار سندات متوسطة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال والإيفاء بمختلف حاجات التمويل للمشاريع المختلفة. أما البنك المركزي فكان يعمل على اصدار سندات الخزينة. (رسمية، 2005، صفحة 10)

**المرحلة الرابعة:** من أبرز ما ظهر في هذه المرحلة الأسواق المالية المحلية وكذا الاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدار سندات الخزينة من فئة متوسطة وطويلة الأجل إضافة إلى ذلك زيادة نشاط الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي وكذا بداية لظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدم يتطلب وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه. (السيسي، 2003، صفحة 8)

المرحلة الخامسة: تمثلت هذه المرحلة في مرحلة اندماج الأسواق المالية الدولية، أين تكمل كل سوق الأخرى وذلك من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها. (السيسي، 2003، صفحة 8)

### الفرع الثاني: مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد الركائز على تحقيق النمو الاقتصادي. ومن خلال هذا سنتعرف على تعريفها ونذكر أهم خصائصها.

#### أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد وردت العديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: آلية يتم فيها تداول الأصول المالية بيعا وشراء من خلال تحويل المواد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية ذات العجز المالي، وأسواق الأوراق المالية لها فوائد تعود على مصدري الأوراق المالية المقترضين ومشتري الأوراق المالية المستثمرين. (أندراوس، 2008، صفحة 20)

كما تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: «السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كالأسهم والسندات بيعا وشراء ويتحدد السعر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف باليات العرض والطلب».

(بوضياف، 2020، صفحة 3)

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها: «سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل». (رمضان و شموط، 2015، صفحة 82)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف سوق الأوراق المالية بأنها: عبارة عن نظام يتم فيه الجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية من نفس النوع أو أصول مالية معينة بحيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل تلك السوق وذلك إما عن طريق السماسرة أو عن طريق شركات معينة عاملة في هذا المجال، أين سيساعد ذلك في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها لمختلف المجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

#### ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية جملة من الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى يذكرها الدكتور جمال جويدان الجمل فيما يلي:

(الجمل، 2002، صفحة 56)

❖ تتميز هذه السوق بخاصة التنظيم الجيد مقارنة مع الأسواق الأخرى، وذلك لكونها تحكمها مجموعة شروط وقبود قانونية في عملية تداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك أن المتعاملون فيها يكونون من الوكلاء المختصين، لذلك نجد في غالبية الدول

## الفصل الأول : مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

إدارات مستقلة تتمتع بصلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتعمل على توفير المعلومات الضرورية للمتعاملين فيها.

❖ من أجل ضمان توفير السيولة اللازمة، تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية وذلك لغرض تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل.

❖ يكون التداول في هذه السوق ضمن إطار ملائم ومنافسة تامة إلى أن يتم تحديد الأسعار العادلة وفقا للعرض والطلب.

❖ التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية يتم من خلال تدخل وسطاء ذو خبرة في الشؤون المالية.

❖ تتميز سوق الأوراق المالية بمخاطرة المرونة، وبإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات أين تمنحها هذه الأخيرة خاصية بأن تكون أسواق واسعة مقارنة بأسواق السلع لأنه يتم فيها إجراء صفقات كبيرة يتسع نطاقها إلى مختلف أنحاء العالم ويكون ذلك في نفس الوقت.

❖ يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية توفر المعلومات السوقية وكذا اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وكما نميز أيضا مجموعة من الخصائص نذكر منها: (بوكساني ، 2006 ، صفحة 46)

❖ يتم في سوق الأوراق المالية التداول بالأوراق المالية طويلة الأجل، وذلك لما لها من أهمية بالغة خاصة من ناحية تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى تمويل يسدد ضمن آجال طويلة.

❖ يكون الاستثمار في سوق الأوراق المالية أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك لكون الأدوات الاستثمارية فيه مثل سندات طويلة الاجل تحمل عدة مخاطر منها السعرية والسوقية والتنظيمية...، وكذا الأسهم بالرغم من أنها تدر عائدا أكبر نسبيا، إلا أنه ينتج عنها مخاطر أكبر.

❖ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يدر عائدا مرتفع نسبيا، وبالتالي يكون اهتمام المستثمرين في هذه السوق متجه نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

### الفرع الثالث: أهمية وأنواع سوق الأوراق المالية

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور مختلف الأوجه الذي تقوم به، أين تؤثر على مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وتتأثر به. وكما تلعب دورا بالغا للأهمية في جذب الفائض في رأس المال الغير موظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتعمل على تحويله من مال خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية. وتميز عدة أنواع وذلك بحسب معايير تصنيفها.

### أولا: أهمية سوق الأوراق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية بأهمية بالغة في الاقتصاد وقد تجلت هذه الأهمية فيما يلي:

❖ إن وجود سوق أوراق مالية يقوم على الفعالية يؤدي ذلك إلى توفير سيولة أكبر للأصول المالية قصيرة الأجل ومنه ينعكس على انخفاض التكلفة للتمويل قصير الأجل، مما يدفع إلى زيادة الطاقة الإنتاجية.

❖ تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم المصادر للتمويل طويل الأجل وهذا ما يعزز من النشاط الاقتصادي في رفع مستوى الدخل

(الوطني، (الموسوي، 2011 ، صفحة 68)

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

❖ تعد بارومتر الحالة الاقتصادية، أين تعمل على تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية تقوم على أساس من المعرفة والعدالة وبهذا أصبحت أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات من خلال أسعار أسهمها بحيث إذا انخفضت دل ذلك على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وبالتالي وجب القيام بإجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها بهدف تحسين مركزها.

❖ تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية. (الصيرفي، 2008، صفحة 87)

❖ تنظيم عمليات الإصدار للأوراق المالية ومراقبتها وذلك بما يضمن سلامة التعامل والسرعة.

❖ زيادة نمو معدل الاستثمار في الاقتصاد الوطني وذلك عن طريق المساهمة في تعبئة الموارد المالية. (الموسوي، 2011، صفحة

(69)

❖ تعمل سوق الأوراق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية أين تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. (زيدان و بومدين، 2006،

صفحة 11)

### ثانيا: أنواع سوق الأوراق المالية

تصنف سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وذلك بحسب عدة معايير هي: معيار طبيعة التعامل، معيار التنظيم، معيار مدة التعاقد، معيار جنسية المتعاملين في السوق.

#### أ. معيار طبيعة التعامل:

تقسم سوق الأوراق المالية وفقا لهذا المعيار إلى: سوق أولية وأخرى سوق ثانوية.

أ-1- سوق الأوراق المالية الأولية (سوق الإصدار): تختص هذه السوق بإصدار الأوراق المالية، بحيث يكون بائع هذه الأوراق هو مصدرها الأصلي. ويكون التعامل في هذه الأسواق مع الإصدارات الجديدة بإحدى الطرق التالية:

❖ الاكتتاب بواسطة المصارف الاستثمارية.

❖ الاكتتاب العام الذي يقوم من خلاله المستثمرين بشراء أدوات جديدة مباشرة ويكون الدفع في هذه السوق للجهة المصدرة.

(قواجلية ، 2020 ، صفحة 4)

أ-2- سوق الأوراق المالية الثانوية (سوق التداول أو البورصة): يتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية (سوق الإصدار) التي تكون مكتتبة، ويكون تداولها بيعا وشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر. ولهذه السوق أثر رجعي كبير على السوق الأولية أين تجعل كل من الأسهم والسندات أكثر سيولة إضافة إلى ذلك أنها تخلق السيولة اللازمة لاستثمارات جديدة. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 5)

#### ب. معيار التنظيم:

تميز بين نوعين من سوق الأوراق المالية طبقا لهذا المعيار: السوق المنظمة والسوق الغير منظمة.

ب-1: سوق الأوراق المالية المنظم: تسمى هذه الأسواق المنظمة ببورصة الأوراق المالية، والبورصة عبارة عن مكان مادي ملموس يقوم على إجراءات وشروط تنظم العضوية، القيد، التسجيل، التشغيل، التداول وتوقيت محدد بالقانون، وتكون الأوراق

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

المالية المتداولة فيه ضمن شروط التداول ومحاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر. مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE)، بورصة لندن، بورصة طوكيو. (قواجلية ، صفحة 5)

**ب-2: سوق الأوراق المالية الغير منظم:** هي عبارة عن أسواق ليس لها موقع جغرافي محدد، وتتم من خلال شبكة اتصالات قوية كالخطوط التلفونية أو أطراف الحاسب الآلي وتكون مرتبطة بين السماسرة والتجار والمستثمرين، بحيث يقوم المستثمر بإجراء اتصالاته بالتجار والسماسرة ليختار بينهم من يقدم له السعر الأفضل، بالإضافة إلى ذلك يتم التعامل فيها بالأوراق الغير مسجلة بالرغم من مقدرة أطرافها على التعامل بالأوراق المالية المسجلة من خلال بيوت السمسرة. (قواجلية ، صفحة 5)

وتسمى المعاملات في الأسواق الغير منظمة بالمعاملات تحت الطاولة (OTC) **Over The Counter**. وهي منتشرة بشكل واسع في وقتنا الحالي وذلك نظرا لما توفره أجهزة الحاسوب من إمكانيات الاتصال والعرض وتسجيل وخرن لهذه السوق، ومن بين أهم هذه الأسواق نذكر ناسداك. الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الإلكتروني.

### (NASDQ) National Association Of Securities Dealers quotation system

وضمن إطار أسواق رأس المال الدولية غير المنظمة تميز أنواع أخرى: وهي السوق الثالثة والسوق الرابعة. (الداغر، 2005، صفحة 245)

**ب-2-1-السوق الثالثة:** هي نوع من أنواع الأسواق المالية الغير منظمة، أين تتكون من بيوت السمسرة والتي هي غير أعضاء في السوق المنظمة حتى وإن كان لهم الحق العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة تكون دائما على استعداد لشراء وبيع الورقة المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أو كبيرة. ويتمثل جمهور العملاء في هذه السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية. (عطية، 2015، صفحة 13)

**ب-2-2-السوق الرابعة:** «عبارة عن المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء اللذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وتتكلف أقل نظرا لانخفاض أتعاب انهاء الصفقات». (باي، 2008، الصفحات 81-82)

ج. حسب معيار مدة التعاقد:

حسب هذا المعيار تميز نوعين من أسواق الأوراق المالية أين نجد سوق حاضرة، والسوق المستقبلية الآجلة.

**ج-1: سوق الأوراق المالية الحاضرة:** «هي السوق التي يتم فيها التنفيذ الفوري للصفقات بحيث تمنح 03 أيام لإتمام الصفقة». (قواجلية ، 2020، صفحة 6)

**ج-2: سوق الأوراق المالية الآجلة:** وكما تعرف بأسواق المشتقات المالية أين يتم في هذه الأسواق الاتفاق على صفقة في الحاضر والتنفيذ يكون آجلا، تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدوات سوق الأوراق المالية. (معروف، 2003، صفحة 65)

### د. حسب معيار جنسية المتعاملين في السوق

نميز نوعين من سوق الأوراق المالية حسب هذا المعيار سوق محلي وآخر دولي.

**د-1: سوق الأوراق المالية المحلي:** تسمى هذه التسمية على تلك الأسواق التي يكون التعامل بيها وشراء بين مواطني البلد الموجودة فيه السوق، أين تكون الشركات المصدرة للأوراق المالية والمشتريين لتلك الأوراق هم محليين فقط.

**د-2: سوق الأوراق المالية الدولي:** وهي تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية لمنشآت وهيئات لدول أخرى، كما تعرف أيضا على أنها السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعا في الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت محلية وأجنبية. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 7)

### المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية

يكون التعامل في سوق الأوراق المالية ضمن إطار قانوني فعال مسطر تحت تشريعات وتنظيمات توضح المعاملات التي تحدث بين الأطراف المتدخلة فيها والهيئات المنظمة لها، بحيث كلما كانت هذه السوق أكثر تنظيما انعكس ذلك بالإيجاب على كفاءتها ونجاحها، ومن خلال هذا الصدد سنتعرف على من يدير سوق الأوراق المالية ومن هم الأطراف المتدخلون فيها.

### الفرع الأول: إدارة سوق الأوراق المالية

يدير سوق الأوراق المالية كسوق مالي منظم وفقا لعدد من التقسيمات التنظيمية والإدارية وتمثل فيما يلي:

#### أولاً: لجنة البورصة

تتم هذه اللجنة بضمان السير الحسن للعمل وذلك من خلال تطبيق إجراءات وقواعد خاصة بالتداول في هذه السوق، بحيث لها سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، كما لها مكتب متكون من رئيس ونائب وأمين صندوق. أما فيما يخص أعضاءها فعددهم يختلف من سوق إلى آخر.

#### ثانياً: الجمعية العامة

يتم عقد هذه الجمعية سنويا بعد كل ثمانية أيام على الأقل من إبلاغ الحساب السنوي للأعضاء، مهمتها المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات، وكذا إبداء الآراء في كل المسائل التي تشمل البورصة، وخصوصا تلك التي تتعلق باللوائح الداخلية. وهي تتكون من أعضاء البورصة المنظمين والعاملين.

#### ثالثاً: هيئة التحكيم

إن الهدف من تشكيل هذه الهيئة الفصل في جميع النزاعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء لكن شرط أن يتفق كلا الطرفين على التحكيم وأن تكون قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 9)

#### رابعاً: مجلس التأديب

هذا المجلس مختص في الفصل في المخالفات التي تحدث لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها، وكذا جميع المسائل التي تضمن حسن سير العمل والنظام في البورصة. والعقوبات تدرج فيه من الإنذار والغرامة إلى غاية الوقف أو الشطب.

خامسا: مندوب الحكومة

تقوم الحكومة بالإشراف على جميع البورصات، وذلك من خلال تعيين مندوب للحضور إلى الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة والمجلس التأديبي وكذا هيئة التحكيم واللجان الفرعية المختلفة وإلا ستكون كل قراراتها غير صحيحة. وللمندوب أمر الاعتراض على كل قرارات الأجهزة السابقة إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة وللوائحها أو للصالح العام. (الصيرفي، 2008، صفحة 87)

الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

هنالك العديد من الجهات التي تتعامل في سوق الأوراق المالية والتي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بهدف الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل، إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات العجز في الاقتصاد من خلال هذه السوق وفي هذا الصدد سوف نتعرف على أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

أولاً: طالبوا رؤوس الأموال

يتمثل أهم طالبوا رؤوس الأموال فيما يلي: (بلعيد، 2014، صفحة 13)

أ.الدولة: تعد الحكومات من أهم المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية خاصة في أسواق السندات، بإصدار الحكومات يعد من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، فاستعمالها يكون بهدف تغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.

ب.الشركات: وتتمثل في مختلف الشركات الصناعية، التجارية، الزراعية أو الخدمية سواء أكانت تابعة للقطاع العام أو الخاص، فهي تلجأ للأسواق المالية لغرض تمويل المشاريع الجديدة أو التوسع مثل (التوسع في المشاريع القائمة) وذلك من خلال زيادة رأس المال عن طريق قبول مساهمين جدد أو عن طريق إصدار سندات أو كليهما معا وذلك بحسب أسلوب التمويل المتبع.

ثانياً: عارضوا رؤوس الأموال

تستثمر هذه الفئة من الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية، الفوائض المالية الخاصة بها لهدف الحصول على عائد مالي، ويمكن حصرها فيما يلي:

أ.الجمهور: ويشمل الأفراد الذين يقومون بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وذلك إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق استعمال أحد الصناديق الجماعية للاستثمار، وهدفهم من الاستثمار في هذه السوق تحقيق الأرباح. (محفوظ، 2002، صفحة 29)

ب.المستثمرين: تعد هذه الفئة من أهم موردي البورصة برؤوس الأموال في المدى الطويل وذلك نظرا لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية، بحيث لهم دورا فعلا في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وكذا تقديم أرباح معتبرة للمدخرين من الأفراد. وبالتالي للمستثمرين أثر مالي كبير في جميع الاقتصاديات. (بلعيد، 2014، صفحة 14) وتشمل هذه الفئة الجماعات التالية:

## الفصل الأول : مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

**ب-1-صناديق التقاعد:** عبارة عن صناديق تتمتع باستقلال مالي وإداري، فهي مؤسسات استثمارية تختص بالاستثمارات التابعة للقطاع العام لغرض إقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية، بحيث تقوم هذه المؤسسات بجمع مبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل وفيما بعد تدفعها على شكل دفعات. فلصناديق التقاعد دور فعال في تعزيز أداء أسواق الأوراق المالية بحيث توفر لها هذه الأسواق فرص استثمارية وزيادة لعوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار سهولة البيع والشراء فيها، أين تقوم هذه الصناديق عادة بشراء أسهم الشركات الجيدة من قطاعات مختلفة وذلك بناء على تحليلات مالية واستثمارية متعمقة ومتخصصة وتتعدد استثمارات هذه الصناديق في أسواق الأوراق المالية بين استثمارات قصيرة وطويلة الأجل. (بوضياف، 2020، صفحة 13)

**ب-2-شركات التأمين:** هي عبارة عن شركات مساهمة عامة لها أموال ضخمة، غايتها توزيع الخطر على أكبر عدد ممكن من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة تكون مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في سوقي رأس المال وسوق النقد. (بلعيد، 2014، صفحة 15)

**ب-3-شركات الاستثمار:** هي عبارة عن شركات تتلقى أموال لمستثمرين من فئات مختلفة، أين تعمل على استثمارها على شكل تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة. أما فيما يخص نصيب كل مستثمر فهو يتحدد وفقا لعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله. (بوضياف، 2020، صفحة 13)

**ج.البنوك:** تعد البنوك من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ذلك نظرا لما تقدمه من خدمات متميزة في هذا المجال وكذا التطورات التي عرفتها الصناعة المصرفية والتي هي ناتجة عن العولمة المالية، وقد اتجهت البنوك إلى أعمال جديدة كاستحداثها لقسم الأوراق المالية وتمثل مهامها فيما يلي: (عطون، 2003، صفحة 246)

- ✓ تشجيع الأفراد والشركات على شراء الأدوات المالية.
- ✓ تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
- ✓ تسويق وتصريف الأدوات المالية المصدره خاصة في الدول التي لا تتوفر فيها بنوك ونوادي الاستثمار كالدول النامية.
- ✓ تقديم الاستشارات المالية للمستثمرين والمؤسسات المصدره للأوراق المالية.
- ✓ تسيير المحافظ المالية ومراقبة حسابات العملاء المتعلقة بالاستثمارات في الأوراق المالية.

### ثالثا: الوسطاء الماليون

**يعرف الوسيط المالي:** «بأنه الشخص المرخص بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، يقوم بأعمال محددة تؤهله لممارسة الوساطة بين جمهور المستثمرين لوحدة الفائض التي تسعى إلى توظيف مدخراتها والجهات المصدره للأوراق المالية، مقابل عمولة محددة يتقاضها نظير الخدمات التي يقدمها من خلال تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بالعملاء وكذلك لقاء تغطية وتسويق الإصدارات» (بوضياف، 2020، صفحة 14)

والوسيط شخص طبيعي أو معنوي ويقوم بمجموعة من الأعمال يمكن حصرها بشكل عام في ثلاثة أنواع وهي: (سلطان، 2015، صفحة 11)

#### أ. أعمال السمسرة:

السمسار «هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة Brokerage) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة». (شريك ، 2018 ، صفحة 17).

عندما يصدر العميل الأمر لسمساره يبدأ هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي الذي يحكم البورصة. ومن هنا نستنتج أن للسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية هذا من جهة ومن جهة أخرى يعمل على تنفيذها، فهو يكون على علم بكل شؤون الأوراق المالية. بحيث يقوم بعقد عمليات البيع والشراء لحساب عملائه في البورصة والتي تكون في المواعيد الرسمية، وكما يعد مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية يقوم بإتمامها. وكما ينحصر عمله أيضا في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا مقابل عمولة متفق عليها وغالبا ما تكون نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه حتى وإن كانت الصفقة التي يتمها على يديه فهو لا يعتبر ممثلا لكل من الطرفين وإنما يقرب بينهما فقط. (حوحو، 2015، صفحة 16)

لغرض حماية المتعاملين والمصلحة العامة اشترط توفر مجموعة من القواعد في السمسار نذكر أهمها فيما يلي: (سلطان، 2015، صفحة 11)

- ❖ أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي، وألا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جنابة أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا قد كان رد إليه اعتباره.
  - ❖ ألا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة، وألا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضوا بمجلس إحدى الشركات.
- ب- صانعو السوق:

ويتم تسميتهم أيضا بالمتخصصين (Specialists)، فكل منهم يكون متخصص في التعامل في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية، ولكن لا يمكن أن يتعامل أكثر من متخصص واحد في ورقة مالية واحدة، لأنه هو فقط من يطلع على دفتر الأوامر الخاص بتلك الورقة التي يتعامل فيها، وكما يقوم المتخصص بدفع رسم عضويته من أمواله الخاصة. فنشاطه يجمع بين صورتين الأولى السمسرة والثانية الاتجار، بحيث يشبه السمسار في تنفيذه معاملات لسماسة آخرين مقابل عمولة وذلك في السوق الثانوي في شقه المنظم ويسمى (المتخصص) ومن جهة أخرى يشبه التاجر من حيث أنه يتاجر لحسابه الخاص بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح وذلك في الشق الغير منظم من السوق الثانوي ويسمى (بالتاجر). ولكن رغم ذلك فإن قواعد البورصة تقتضي بأن الأولوية في التنفيذ تكون لأوامر السماسرة على أوامر المتخصصين التي ينفذونها لحسابهم الخاص وكما يجب ألا يبيع المتخصص طالما كانت في دفتاره أوامر مقيدة (شريك ، 2018 ، الصفحات 19-20)

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

يعمل المتخصص أو صانع السوق بطريقة تهدف إلى تحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، أين يؤدي خدمات على

درجة من الأهمية للبورصة نذكر أهمها فيما يلي: (سلطان، 2015، صفحة 12)

❖ المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه وذلك لمصلحة السوق المالي، بحيث يلعب دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد للأسعار، وكما يعتمد إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لتخفيض الأسعار نسبيا ويجذب مشتريين جدد. وفي حالة الارتفاع الحاد للأسعار يلعب صانع السوق دور البائع، وكما يرفع هامش الربح لترفع الأسعار نوعا ما ويتمكنون من مواجهة الطلب المتزايد.

❖ توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

### ج- المتعهدون بتغطية الإصدارات المالية:

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان ذلك في صورة أسهم أو سندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يتم القيام بهذا العمل، وفي حالة إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها إلى حسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار. (رمضان، 2005، صفحة 142)

إضافة إلى ثلاثة أصناف من الوسطاء السابقة الذكر (السماسرة، صانعو السوق، المتعهدون بتغطية الإصدارات المالية)،

يوجد صنف آخر من الوسطاء وهم: (شريك ، 2018، الصفحات 20-21)

د-تجار الأوراق المالية: وهم الذين يتعاملون بالأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويتمثل دخلهم في الفرق بين سعر البيع وسعر

الشراء وينقسم تجار الأوراق المالية إلى:

❖ تجار الصالة أو المقصورة: ويسمون بالمضاربون (Speculators) أو التجار المسجلون (Register traders). يدفعون رسوم العضوية من أمواهم الخاصة، شأنهم في ذلك شأن السماسر الموكل (أو سمسرة الصالة)، ولكن هم يعملون لحسابهم الخاص فقط فهم لا يتلقون الأوامر من المستثمرين والمتعاملين كالسماسرة الوكلاء، وكما أنهم لا ينفذون الأوامر نيابة عن السمسرة، كما هو شأن سمسرة الصالة، لكنهم يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص مباشرة ودون وسيط.

❖ تجار الطلبات الصغيرة: وهم الوسطاء الأعضاء في بورصة الأوراق المالية، والذين يضاربون ويتوسطون في بيع وشراء كميات كسرية (أقل من 100) من الأوراق المالية.

### المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية وطرق التسعير فيها

يتطلب التعامل في سوق الأوراق المالية توفر مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تحكم وتنظم تصرفات المتعاملين فيه وذلك بهدف تسهيل إبرام الصفقات الناجحة وتنظيم تجارة الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها يعتبران مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين مختلف الأطراف المعنية. ومن خلال هذا المطلب سنتعرف على أهم عمليات سوق الأوراق المالية وأهم الأوامر الخاصة بها إضافة إلى ذلك طرق التسعير المتداولة فيها.

## الفرع الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات فورية (حاضرة) وأخرى آجلة، وتكون نقطة الانطلاق في عمليات البورصة بإصدار العميل الأمر للوسيط الذي يختاره.

### أولاً: العمليات العاجلة (الفورية):

وتتمثل في المعاملات التي تسلم فيها الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها يكون بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة قصيرة، ففي هذا النوع من المعاملات يقوم صاحب الأسهم (المالك) الذي يرغب بالبيع بتسليم الأسهم إلى الوسيط وذلك إما عند إصداره الأمر، فيتم تنفيذ وإبرام الصفقة وهذا ما تشترطه بعض أسواق الأسهم، أو إما يكون ذلك بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، ففي كلتا الحالتين تعمل إدارة السوق على تطبيق كل الترتيبات والتعديلات اللازمة لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري ليقوم هذا الأخير بتسليمها إلى المشتري ويقوم هو بتسليم ثمنها. (شطناوي، 2009، صفحة 122).

هذا النوع من العمليات يحتاج دائماً إلى كم هائل من الأموال السائلة، فلماذا عموماً لا يتم اللجوء إلى هذا النوع من العمليات في شراء الأوراق المالية عند المضاربين المحترفين أما بالنسبة إلى المتعاملين العاديين (الخواص) يعتمدونه في شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة وذلك لتوفر جملة من الأسباب نعرضها فيما يلي: (شريط ، 2012، صفحة 103)

❖ الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك الفترة.

❖ قصد المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن حالة السوق للحصول على العوائد الناتجة من عملية البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة، وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق، ويشترط أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات العاجلة جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي: (بوضياف، 2020، صفحة 16)

✓ صلاحية الأمر.

✓ بيان نوع المعامل وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب إجراءها.

✓ تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن تتم العملية بمقتضاه.

✓ كمية الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة.

### ثانياً: العمليات الآجلة

هي عبارة عن العمليات التي تعقد أو تتم بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، ويتفق فيها طرفا العقد (البائع والمشتري) على تأجيل الثمن والمثمن (أي تأجيل الوفاء بالثمن إذا كان مشترياً والأوراق المالية إذا كان بائعاً) إلى وقت محدد مستقبلاً ومتفق عليه مسبقاً يطلق عليه يوم التصفية أو التسوية يلزم فيه العاقدان على تسوية (أو تنفيذ) العملية بالتسليم والتسلم ، أو بمجرد دفع الفرق بين السعرين (سعر يوم التعاقد والسعر في يوم التصفية) وقد يتفقان على تأجيل موعد التنفيذ إلى أجل آخر وكيفية التعويض بشروط خاصة فيمت بينهما. (العدوي، 2002، الصفحات 65-66)

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

ولهذا نجد أنظمة السوق تشترط على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي إلى غاية أن تبرم الصفقة نهائيا ويختلف

التأمين المالي بحسب العمليات المتفق عليها. (السيسي ، 2014 ، صفحة 129)

وتنقسم العمليات الآجلة إلى ما يلي:

### أ-العمليات الآجلة القطعية:

يتم تنفيذ هذه العمليات في وقت محدد يسمى ب "موعد التسوية"، أين يجب أن يلتزم طرفا العقد (البائع والمشتري) بدفع ثمن حالي أو مستقبلي للأوراق المالية الخاصة بالصفقة المبرومة هذا فيما يخص المشتري، أما بالنسبة للبائع فعليه أن يتولى تسليم الأوراق المالية عند وصول الأجل. وكما يجب أيضا أن تحدد واجبات كل طرف في العقد وذلك من خلال تحديد نوع الأوراق المالية (صفتها) وكذا الحد الأدنى لكميتها، وسعر التعاقد...، ففي هذه العمليات لا يمكن التراجع عن تنفيذ العقد في كل الأحوال. فالعمليات القطعية في غالب الأحيان تعرض أحد أطراف العقد إلى الخسارة، وهناك وضعية واحدة فقط لا يقع فيها الطرفان المتعاقدان في الخسارة وهي في حالة ما إذا كان السعر يوم التصفية مساويا لسعر التعاقد. (شريط ، 2012،

صفحة 104)

ونشير إلى أن تصفية العمليات الآجلة يمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية: (شريط ، 2012 ، الصفحات 104-

105)

❖ تصفية العملية وذلك بأن يأخذ المشتري الأوراق ويقوم بتسديد ما عليه من حقوق.

❖ تسديد الفارق عندما يقوم المشتري أو البائع بعمليات مضادة.

❖ عملية المراجحة وذلك في حالة عدم تحقق ما كان يريده المشتري أو البائع وبغية تسوية وضعيته يقوم بتحويله على التصفية المقبلة.

### ب-العمليات الآجلة بشرط:

هذا النوع من العمليات لا يتم تقسيمه إلا إذا حان الأجل، ولا يتم في هذا النوع من العمليات تحديد واجبات طرفي

العقد أين يترك لهم المجال واسعا عند تصفية العملية.

وتنقسم العمليات الآجلة بشرط إلى عدة أنواع هامة نذكر منها ما يلي: (بوضياف، 2020 ، صفحة 17)

ب-1: العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي تلك المعاملات التي تمكن طرفي التعاقد من تنفيذ الصفقة في موعد التصفية،

فعدم تنفيذها مقابل دفع تعويض يتم تحديده عند إبرام العقد، واليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم واحد يعرف بيوم "جواب

الشرط". أين يتم إما تسليم الأوراق ودفع الثمن، هذا إذا تمت الصفقة، وفي حلة ما امتنع المشتري عن إتمام الصفقة فإنه يتوجب

عليه دفع التعويض الذي تم الاتفاق عليه في العقد، وفي جميع الحالات البائع هنا ما عليه إلا بقبول القرار الذي يتخذه المشتري.

ب-2: العمليات الآجلة بشرط الزيادة: هذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة في تاريخ التصفية أو إلغاء

العقد بطلب من أحد الطرفين لكن شرط أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار.

**ب-3:** العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: هذه الصيغة مكونة من عملية مزاججة لنوعين من الأوامر على صفة واحدة والتي هي صفة الشراء آليا وبشرط. وكما تتميز هذه العمليات بأنه للمتعاقدين حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية وإضافة إلى ذلك فإن هذه العمليات تركز على سعرين فللمتعامل حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

### ج-المراجحة والوضعية:

هناك من البائعين والمشتريين من يريد تأجيل موعد تسوية صفقاتهم وذلك إلى غاية موعد التصفية المقبل. ومن أسباب هذا التأجيل أن المتعاملين قد يشعرون بأنهم ليسوا قادرين على تنفيذ الصفقات المبرمة ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف ما تم التنبؤ به. وطلب تأجيل التصفية إلى موعد آخر يأخذ نوعين رئيسيين: (شريط ، 2012، صفحة 106)

**ج-1:** المراجحة: إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تنفيذها من طرف المستثمرين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من قبل البائعين، في هذه الحالة تتدخل البورصة من خلال الممولين الذين يقبلون بتقديم الأموال اللازمة للمستثمرين الذي يمكنه تأجيل وضعيته حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة "عمولة" من قبل المشتري إلى الممولين وتدعى فائدة "العمولة" بالمراجحة.

**ج-2:** الوضعية: وهي عكس المراجحة، فإذا كان عدد الأوراق المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق كثيرا عدد الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من طرف المستثمرين، في هذه الحالة تحتاج البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين، مقابل عمولة يحصلون عليها تسمى بالوضعية.

### الفرع الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية

في سوق الأوراق المالية يكون التعامل عن طريق إصدار الأوامر، فكل عملية في السوق تتم بتلقي الوسيط لأوامر بالبيع أو الشراء. ومن خلال هذا سنحاول التعرف على مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية ومختلف أنواعها.

### أولا: مفهوم الأوامر في سوق الأوراق المالية

«يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء كي يبيع أو يشتري في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة». (زيد، 2015، صفحة

(29)

-يجب تحديد أوامر البورصة بكل وضوح وذلك تجنبنا لكل التباس في المستقبل مثل: (الحمزة، 2010، صفحة 79)

❖ تبيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.

❖ كمية السندات المطلوبة وكذا السعر الذي يريد صاحب الأمر أن تجري الصفقة بموجبه.

❖ وجوب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة وبيان نوعها (أسهم أو سندات) وكذا إن كانت حصصا أو حقوقا.

❖ تحديد نوع الأسهم (أسهم رأسمال، أسهم تمتع، أسهم عادية، أسهم ممتازة، أسهم قديمة أو جديدة).

❖ وجوب ذكر سعر الفائدة وسنة الإصدار وحقوق التمتع المنبثقة عن الصك فيما يخص السندات.

ثانيا: أنواع الأوامر بسوق الأوراق المالية

تتنوع الأوامر الصادرة عن المتعاملين في السوق سواء أكانت أوامر بيع أو شراء وفقا لمجموعة من الاعتبارات نذكر منها ما يلي:

أ-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

«ويقصد بما الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يجده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه». (قواجلية ، 2020، صفحة 15)، وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين المواقف التالية:

أ-1: أوامر السوق:

وهو أن يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية بأفضل سعر يتم على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، فهذا الأمر يدل على أن المستثمر يريد الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، بحيث في حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأعلى سعر والعكس بالنسبة لأمر البيع بسعر السوق. وهذا النوع من الأمر يطبق عندما يكون المستثمر يريد تنفيذ العملية بسرعة، فمن مزاياه ضمان التنفيذ والسرعة، ومن عيوبه عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقا. (حنفي، 2003، صفحة 48)

أ-2: الأوامر المحددة:

في هذا النوع من الأوامر يقوم العميل بوضع سعر محدد لتنفيذ الصفقة، وهنا الوسيط ما عليه سوى الانتظار لاغتنام الفرصة المناسبة والتي تكون عند وصول سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه وهذا في حالة أمر الشراء، وأعلى منه في حالة البيع، وغالبا ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر، وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ. يقوم الوسيط عادة بتسجيل الأمر عند المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة وهذا بدلا من انتظاره أن يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، أين يمثل هذا المتخصص الوسيط وهو من يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد. (بن عزوز ، 2012، صفحة 127)

-الميزة الأساسية لهذا النوع من الأوامر أنه عكس أمر السوق بحيث: (زيد، 2015، صفحة 30)

❖ يكون المستثمر بدراية على وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيتم دفعها إذا كان الأمر شراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان الأمر بيعا.

-من عيوب هذا النوع من الأوامر: (زيد، 2015، صفحة 30)

❖ قد لا يصل سعر السوق إلى السعر المحدد ومنه الصفقة لا تنفذ حتى وإن كان الفرق بين هذين الأخيرين ضئيلا.

❖ إذا كان سعر السوق مساوي للسعر المحدد فإن قاعدة الأمر الأول الوارد أولا قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن وهذا خاصة إذا كان ترتيبه متأخرا.

❖ إذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريبا من سعر السوق فمن الأفضل له إصدار أمر السوق، وذلك لأن عيوب الأوامر المحدد قد تفوق المزايا التي يجنيها من ورائه في مثل هذه الحالات.

ب-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

الفصل الزمني هو المحدد الأساسي لهذا النوع من الأوامر بحيث تميز فيه بين:

ب-1: أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:

ب-1-1: الأمر الذي مدته يوم: يعنى بالأمر الذي تصل مدته يوم، أنه ذلك الأمر الذي يبقى ساري المفعول لما تبقى من ساعات اليوم، فهو يعتبر من أوامر السوق أين لا يحدد سعر معين للتنفيذ وعادة ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة أن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة مالية معينة.

❖ ومن أهم ما يؤثر في هذا النوع من الأوامر كل من الظروف الاقتصادية وظروف السوق إضافة إلى ظروف الشركة، لأنها دائما معرضة للتغير بين لحظة وأخرى، وهذا ما قد يكون يلائم المستثمر في ذلك اليوم أو قد لا يلائمه. (بوضياف، 2020، صفحة 20)

ب-1-2: الأمر الذي مدته أسبوع: وهو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه.

ب-1-3: الأمر الذي مدته شهر: ويقصد به ذلك الأمر الذي ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه.

❖ كما تجدر الإشارة إلى أن الأمر يمكن أن يتحدد بفترة أكبر من ذلك (شهرين فأكثر) لتتحول إلى أمر مفتوح. (زيد، 2015، صفحة 31)

ب-2: الأوامر المفتوحة:

يعنى بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يبقى ساريا مفعوله إلى غاية تنفيذه أو يقوم المستثمر بإصدار قرار إلغائه. فهذا النوع من الأوامر مرتبط نوعين من المخاطر أولها مخاطر النسيان وثانيها مخاطر تغير المعلومات، بحيث تؤثر الأولى عليه من ناحية أنه يمكن للمستثمر من أن ينسى بأنه قد أصدر أمرا مفتوحا وذلك نظرا لطول المدة التي انقضت على إصداره، وحتى إن قام الوسيط بتبنيه بوجد الأمر فقد يكون غير ملائم لتنفيذه. أما بالنسبة لمخاطر المعلومات فتؤثر عليه من ناحية أنه قد تصل معلومات إلى السوق مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، ففي هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة التي أشرنا إليها سابقا ولكن بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة. وإذا وصل للسوق معلومات حول انخفاض القيمة السوقية للورقة، فعندها ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة. (هندي، 2002، صفحة 125)

ج-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

من بين هذه الأوامر نجد ما يلي:

ج-1: الأمر المحدد خلال فترة زمنية: ويعنى بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ إلا أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة (يوما أو شهرا أو أكثر). (حسين، 2007، صفحة 89)

ج-2: الأمر المفتوح في حدود سعر معين: ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد وقتا معيناً للتنفيذ إلا أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه. (بن عزوز ، 2012، صفحة 129)

د-الأوامر الخاصة:

من أهم هذه الأوامر نجد ما يلي:

د-1: أوامر الإيقاف:

وهي تلك الأوامر المحددة المتبوعة بالإيقاف، وإشارة قف هنا مضمونها اقتراب المخاطر والتي سببها التقلبات في الأسعار، وضمن هذه الأوامر نجد: (حسين، 2007، صفحة 90)

د-1-1: أمر الإيقاف المتعلق بالبيع: إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد له أو انخفض منه، على الوسيط تنفيذ أمر البيع.

د-1-2: أمر الإيقاف المتعلق بالشراء: إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، على الوسيط أن يقوم بشراؤه.

د-2: أوامر الإيقاف المحددة:

الغاية من استخدام هذا النوع من الأوامر التغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. ففي حالة أوامر الإيقاف المحددة يعمل المستثمر على تحديد سعرين: أولهما سعر الإيقاف، وثانيهما السعر المحدد. فعندما يتم التعامل بالسهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعده فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، وهنا يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط. وإذا تم الوصول إلى سعر الإيقاف فإنه من المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف وإن كان من غير المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف المحدد. (الحناوي، مصطفى، و العبد، 2007، الصفحات 43-44)

د-3: أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يعني بهذا النوع من الأوامر أن يترك الحق للوسيط في إبرام الصفقة وذلك حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية الوسيط هنا مطلقة من حيث اختياره للورقة محل التعامل وكذا السعر، بالإضافة إلى ما إذا كانت الصفقة يباعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتتخصص حرية الوسيط فيها على توقيت التنفيذ والسعر الذي تتم على أساسه الصفقة. (بن عزوز، 2012، صفحة 130)

❖ هذا النوع من الأوامر مقتصر على العملاء الذين لهم ثقة تامة وكاملة في كفاءة وأمانة الوسيط اللذين يتعاملون معهم وقدرته على التحكم.

❖ أهم ما يميز هذا النوع من الأوامر أن يكون الوسيط يتمتع بمرونة عالية مما تمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص السانحة دون انتظار الأوامر المحددة من المستثمر. إضافة إلى ذلك يعمل العميل بهذا النوع من الأوامر خاصة عندما يكون في إجازة ولا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظه الأوراق المالية.

❖ من عيوب هذا النوع من الأوامر أنه يزيد من عبئ العميل إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

ثالثاً: الخصوصيات المرفقة في الأوامر

ترفق الأوامر سابقة الذكر بخصوصيات تهدف إلى توضيح العملية محل الأمر، ومن بين تلك الخصوصيات نذكر ما يلي:

أ-مدة التنفيذ:

هذه الخصوصية مهمة جدا بالنسبة للمستثمر، بحيث تجعل منه يثبت على وثيقة الأمر المدة التي يرغب فيها تنفيذ الأمر، فمثلا يمكن أن يطلب من الوسيط أن ينفذ الأمر بالشراء أو البيع في نفس اليوم الذي صدر فيه الأمر لأنه يرى أن هذا اليوم هو الملائم للتعامل في الورقة المعنية. وكما يمكن أن يأمر بتنفيذ الصفقة خلال الأسبوع الذي حرر فيه الأمر أو في نهاية الشهر، وكما يمكن أن يكون مفتوحا ويبقى صالحا إلى غاية أن يتم تنفيذه أو يلغى من طرف المستثمر. (النجار، 2009، صفحة 121)

ب-عدد الأوراق:

يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها وفقا لعدة طرق مستعينا ببعض الخصوصيات منها: (بن عزوز ، 2012، صفحة 131)

ب-1: الكل أو اللاشيء: هذه الخصوصية تجبر الوسيط على بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كاملا، وإن لم يستطع يقوم بإلغاء الأمر نهائيا، فلا يتم تنفيذه جزئيا.

ب-2: عدد الأوراق في كل حصة: يقوم المستثمر بتطبيق هذه الخصوصية عند رغبته في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة مع كمية الأوراق الكلية التي يريد شرائها أو بيعها، هذا من جهة ومن جهة أخرى أن تكون متناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة.

❖ من مميزات هذه الخصوصية أنها تمنع حدوث اختلالات في التوازن خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة.

ب-3: عدد الأوراق خلال عدد من الحصص: هذه الخصوصية عكس خصوصية "عدد الأوراق في كل حصة"، بحيث لا تحدد العدد الواجب تداوله عند كل حصة، بينما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلية التي يجب على الوسيط شرائها أو بيعها خلال عدد محدد من الحصص.

ج-ترتيب العمليات:

يتطلب ترتيب عمليات البيع والشراء المتزامنة والمتتالية تحديد بعض الخصوصيات نذكر منها: (النجار، 2009، صفحة 122)

ج-1: الربط: بإمكان المستثمر تسليم أمرا يحمل شرط الارتباط أي أن هذا الأمر مرتبط بأمرين: الأول أمر بالشراء والثاني أمر بالبيع لمتوجين ماليين مختلفين يرغب في تنفيذهما في نفس الحصة، ويمكن أن يتم ذلك في بورصتين مختلفتين لغرض للاستفادة من فرق السعر (وينتج عنه إما ربح أو خسارة).

ج-2: التسلسل: في هذه الخصوصية يمكن للمستثمر أن يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء قبل البيع مثلا أو بالعكس. وهنا أيضا الأمر يكون متعلق بورتين مختلفتين.

د-المبلغ الكلي للصفقة: هذا النوع من الخصوصيات يستعمل كتعبير عن الأوامر التي يحدد فيها المستثمر رؤوس الأموال المستثمرة في منتج مالي معين أين يتم تحرير الأمر بالصيغة التالية: استعمل المبلغ (س) في شراء الورقة المالية (ص) بما في ذلك المصاريف، باستثناء المصاريف المترتبة عن الصفقة، وبذلك فإن هذه الخصوصية لا تحدد عدد الأوراق المراد شرائها والذي يظهر بمجرد معرفة سعر الورقة والمصاريف وإنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه.

رابعاً: تلقي وتنفيذ الأوامر والتأكد من تسويتها

يتلقى الوسيط الأوامر من قبل المستثمر ليقوم بتنفيذها عن طريق المفاوضة، ومن ثم يقوم بالتأكد من أهم إجراء وهو تسوية العملية التي قام بها، وذلك كما يلي:

أ- تلقي وتنفيذ الأوامر: يتلقى الوسيط أوامر الشراء أو البيع من قبل عملائه الذين قاموا بفتح حساب لديه ويكون ذلك وفقاً لطريقتين: إما كتابياً أو هاتفياً، وفي كلا الحالتين يجب تأكيد الأمر بوثيقة "أمر البيع أو الشراء" والتي يتم ملؤها لهذا الغرض من طرف الوسيط وبعدها تقدم للعميل من أجل إمضاءها، لهدف تفادي الوقوع في خطر الخطأ إلى أكبر حد ممكن. (عبد الوهاب،

2008، صفحة 129)

❖ وتشتمل أوامر البيع أو الشراء على المعلومات التالية: (بوضياف، 2020، صفحة 22)

- اسم العميل.

- رقم الحساب.

- عدد الأصول المالية.

- العنوان.

- نوع الأصل المالي.

- السعر الوحدوي.

- معدل الفائدة (بالنسبة للسندات).

- العمولات والمصاريف.

- تاريخ إصدار الأمر.

- تاريخ التسوية والتسليم.

- القيمة الإجمالية للعملية.

- القيمة الصافية.

- نوع الأمر.

❖ عندما يتلقى الوسيط الأوامر يسعى مباشرة إلى تطبيقها وذلك في أفضل شروط عن طريق أحد أهم وظائفه الأساسية ألا وهي المفاوضة وفي إطار ذلك تميز فيها ثلاثة طرق هي:

أ-1: المفاوضة بالهاتف:

يقوم الوسيط المكلف بإجراء اتصال هاتفي بوسيط أو وسطاء آخرين وذلك إما لغرض الحصول على الكمية المرغوب شراؤها أو اقتراح الكمية المراد بيعها، أين تتم مفاوضة بين الطرفين حول الأسعار إلى غاية الوصول إلى السعر الأمثل (توازي) بينهما، ومن إجراءات الحماية التي يتم اتخاذها في هذا النوع من المفاوضة التسجيل الأوتوماتيكي للمكاملة وتاريخ العملية. (بن عزوز ،

2012، صفحة 133)

أ-2: المفاوضة الالكترونية:

في هذا النوع من المفاوضة يتم استخدام الاعلام الآلي، أين يقوم الوسيط باستعمال حاسوب آلي ينشر على شاشته مختلف أسعار وكميات القيم المعروضة للبيع والشراء، وبمجرد أن يتلقى الوسيط الأمر بإدخال الكمية والسعر للقيمة المحددة بالشراء أو البيع، يتم تنفيذ الأمر أوتوماتيكيا وتتم هذه العملية إذا وجدت طرفا مقابلا لها على الشاشة. (بن عزوز ، 2012، صفحة 133)

أ-3: المفاوضة في مقصورة البورصة:

تتم عملية المفاوضة هذه على مستوى مقصورة البورصة ذاتها وذلك بطريقة المناادة أين تقوم الأطراف المختصة بالمؤسسة ببعث الأوامر المتلقاة من العملاء إلى المفاوض المتواجد في مقصورة البورصة وذلك للمفاوضة مع الوسطاء الآخرين مستخدمين في ذلك إشارات فقط، أين تعكس كل إشارة من هذه الإشارات المستخدمة في هذا المجال معنى خاص ووحيد. ولغرض ضمان السير الحسن لهذا النوع من المفاوضات والعمل على فض النزاعات التي تحدث بسبب خطأ تفسير بعض الإشارات عمدت البورصات إلى إجراء خاص وهو استخدام نظام التصدير بالكاميرا لكل جلسات المفاوضة.

❖ وعند تنفيذ الأوامر المبعوثة يقوم مساعد المفاوض بتبليغ تنفيذها إلى المؤسسة بحيث تعني أطراف أخرى باتخاذ الإجراءات اللازمة من أجل إتمام هذه العملية. (بن عزوز ، 2012، صفحة 134)

ب-التأكد من تنفيذ الأوامر وتسوية العمليات:

بعد تنفيذ الوسيط للأوامر المتلقاة، عليه بالتأكد من هذه العملية وكما عليه العمل على تسويتها والتي تعد كآخر مرحلة يقوم بها وذلك كما يلي:

ب-1: تأكيد تنفيذ الأوامر:

بعد كل أمر منفذ سواء أكان بيع أم شراء في مختلف العمليات البورصية الوسيط ملزم بتأكيدها إلى أصحابها وذلك عن طريق إرساله بما يعرف في هذا المجال بـ " إشعار التنفيذ"، إلى العنوان الذي يكون مسجلا في وثيقة فتح الحساب ويكون إرساله في نفس اليوم من تنفيذ العملية أو اليوم المفتوح الموالي. (بوضياف، 2020، صفحة 23)

❖ وبصفة عامة يحتوي إشعار التنفيذ على مجموعة من المعلومات نذكرها فيما يلي: (بن عزوز ، 2012، الصفحات 134-135)

-تعيين القيمة المالية أو الأصل المالي.

-نوع العملية (شراء أو بيع).

-عدد القيم.

-السعر الوحدوي.

-السعر الإجمالي.

-العمولات والمصاريف.

-صافي الدفع.

-تاريخ تنفيذ العملية.

-تاريخ التسديد أو التسليم.

ب-2: التسوية والتسليم:

هذه العملية تعد آخر مرحلة يتم فيها إتمام تنفيذ كافة الأوامر، أين يقوم الوسيط فيها بمهمة تتبع تسديد المبالغ مقابل الحصول على القيم وتحويلها باسم العميل، أو بالعكس التسليم ومن ثم تحويل القيم باسم حاملها الجديد للحصول على رؤوس الأموال اللازمة. فتتبع هذا الإجراء غرضه التأكد من أن عمليتي التسليم والتسديد تمتا في الآجال المقررة. (بن عزوز ، 2012، صفحة 135)

### الفرع الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية المختلفة وفقا لتفاعل قوى العرض والطلب، أين تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تحت إشراف لجان متخصصة في سوق الأوراق المالية وبمساعدة من الوسطاء الماليين. ومن خلال هذا سنتعرض لأهم تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية.

#### أولاً: مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية

سعر سوق الأوراق المالية وبالتحديد البورصة هو القيمة التي يبلغها صك أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض والطلب. (زيد، 2015، صفحة 33)

#### ثانياً: طرق التسعير في البورصة

يكون تحديد أسعار الأوراق المالية وفق طرق معينة يتم اتباعها في معظم البورصات العالمية وفيما يلي عرض لها:

##### أ-التسعيرة الدورية:

في هذه التسعيرة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء مباشرة، وإنما تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. وتتميز عدة طرق للتسعير الدوري هي:

##### أ-1: التسعير بالمناداة:

تتم هذه التسعيرة عن طريق اجتماع جميع ممثلي العروض والطلبات في المصفق، أين ينادون بأعلى أصواتهم عن مختلف العروض والطلبات التي بحوزتهم. ونظرا للفوضى والضحيج الناتج عند تطبيق هذه الطريقة يلجأ المفاوضون هنا إلى إرفاق طلباتهم الشفهية بإشارة باليد، والتي هي وضع الساعد بشكل أفقي باتجاه الجسم في حالة الشراء وفي الاتجاه العمودي في حالة البيع. وفي غالب الأحيان ما يجتمع الوسطاء فيما بينهم قبل انطلاق جلسة البورصة وهذا لغرض معرفة مختلف العروض والطلبات الفعلية، ولكن الكثير منهم لا يفصح عن نيته كي لا يتم استغلاله من طرف الآخرين وإنما يكتفي بأن يذكر السند الذي يريده ومن غير أن يعلن أيضا ما إذا هو بائع أم مشتري. وفي حالة ما إذا اتفق وسيطان على سعر محدد يهمس كل منهما في أذن

وسيط ثالث ليعلمه إذا كان عرض البيع وطلب الشراء متطابقين أبرمت الصفقة بينهما. (الحمزة، 2010، الصفحات 71-72)

#### أ-2: التسعير بالدرج:

هذه التسعيرة طريقة كتابية سهلة وبسيطة، تطبق في حال ما إذا كان التبادل في الأوراق المالية بكميات قليلة، أين يتم فيها تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة توضع في درج موجود في البورصة، بحيث يخصص لكل ورقة درج يحتوي على اسم الورقة المالية وكذا أين تتمركز كل المعاملات من عروض وطلبات، ويكون هذا الدرغ موضوع تحت تصرف وسيط مالي. (بوضياف، 2020، صفحة 25) ، عند بداية كل حصة بورصية يقوم الموظف التابع للوسيط بتجميع كل الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرغ الخاص بها، إضافة إلى ذلك الأوامر المتبقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويتم تحديد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي.

❖ أهم ما يميز هذه التسعيرة أنها تتم بطريقة كتابية تتميز بالسرعة والسهولة، إضافة إلى ذلك أنه يتم التعامل بها خاصة في الأوراق المالية ذات السيولة القليلة والمتواجدة بالسوق الثانوية. (زيد، 2015، صفحة 34)

#### أ-3: التسعير بالصندوق:

يتم استخدام هذه الطريقة نظراً لتعدد وكثرة عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة، أين يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ومن ثم تعمل لجنة البورصة إلى تحديد الأسعار وذلك من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات. (البراي، 2001، صفحة 67)

#### أ-4: التسعير بالمقابلة:

تقع هذه التسعيرة بين الطريقة الشفوية والكتابية، أين يتم التسجيل في سجل خاص لكل ورقة مالية عروض البيع وطلبات الشراء المختلفة، فالغرض من هذه السجلات أنها تسمح بمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وكذا حدود الأسعار المعروضة. ونجاح هذه التقنية مرتبط بشخصين هما: الأول المسعر (موظف في البورصة) والثاني الخبير (مندوب أحد الوسطاء)، بحيث يقوم المسعر بملاً السجل بحسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة. (بن عزوز ، 2012، الصفحات 119-120)

#### ب-التسعيرة المستمرة:

في ظل هذه التسعيرة تتم عمليات التبادل في أي وقت خلال الجلسات التي يتم عقدها، وذلك بالتقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر محدد، ويتم فيها معالجة مختلف الأوامر والعمليات باستعمال الاعلام الآلي (الحاسوب) والذي بدوره يمكن من تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر وفي أي وقت، وهذا ما يسمح بتجنب فترة انتظار أطول لتسعير الأوامر الجديدة بالإضافة إلى إمكانية المتابعة السريعة لتطورات السوق.

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

❖ هذه الطريقة تجري مختلف العمليات بكل شفافية، إلا أن التغيرات في الأسعار وتوجهاتها في جلسة واحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق المالية الصغيرة، وتفاديا لعدم الوقوع في هذا الاشكال فإنه يحتفظ بتسعيرة الافتتاح للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق. (بن عزوز ، 2012 ، صفحة 120)

❖ تمر هذه التسعيرة بمرحلتين أساسيتين هما: (بن عزوز ، 2012 ، صفحة 121)

ب-1: مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: ويتم فيها قيام المتفاوضون بإدخال كل الأوامر التي تم الحصول عليها في آخر جلسة في البورصة من نظام الاعلام الآلي وإلى غاية هنا لا يتم أي تبادل.

ب-2: مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تبدأ عملية التبادل بسعر الافتتاح الذي يحقق التوازن بين العرض والطلب، بحيث يصبح سعرا للتبادل وعنده يتم تنفيذ أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من سعر الافتتاح أو مساوي له، أما بالنسبة لأوامر البيع المحدد تنفيذها يكون سعرها أدنى من سعر الافتتاح أو مساوي له.

❖ تتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة والتي تنفذها وفق قاعدة " أول أمر داخل أول أمر منفذ"، أين إذا أدخل أمر محدد لسعر معين وقد كانت هناك أوامر تم إدخالها من قبل وبنفس السعر فإنه يتم تنفيذ تلك الأوامر المحددة مسبقا، ومنه عملية تنفيذ الأوامر المحددة تتم بالأولوية، وأما الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند افتتاح الجلسة، أين يتم تنفيذها بعد الافتتاح فهي تكون خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء وسعر أفضل طلب فيما يتعلق بالبيع. (بن عزوز ، 2012 ، صفحة 121)

### ج-التسعيرة الرسمية:

هي عبارة عن وثيقة أصلية تنشرها لجان التسعيرة في البورصة، وذلك في كل جلسة والهدف منها إعلان السعر أو الأسعار التي يتم بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة. وتحتوي هذه التسعيرة على المعلومات التالية: (الحمزة، 2010،

### الصفحات 73-74)

✓ عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة.

✓ عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التداول.

✓ اسم الورقة المالية.

✓ الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد بالنسبة للأوراق المالية.

✓ أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.

✓ السعر السابق للأوراق المالية.

## المطلب الرابع: أهم الأسواق المالية العربية

إن أسواق الأوراق المالية العربية تعد حديثة العهد مقارنة بأسواق الأوراق المالية الأوروبية والأمريكية، وفيما يلي سوف نعرض أهم أسواق الأوراق المالية العربية.

### أولاً: سوق الأوراق المالية البحريني

في عام 1989/06/17م، تم التداول الرسمي للأوراق المالية في هذه السوق؛ و في منتصف التسعينات أعلن عن تحويلها لسوق دولية بحيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، إضافة إلى ذلك تم السماح لغير موظفي دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق البحرينية التي يتم تنفيذها والتي تتضمن العديد من المشاريع الهامة ومن بينها أنظمة التداول والتسويات ونقلها إلى أنظمة إلكترونية ، وكذا ربط أنظمة عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة إلكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق. وقد استمر العمل بهذا النظام حتى عام 1999م، وكما قد عرف نظام التداول للأوراق المالية في سوق البحرين بنظام المزايدة المكتوبة الذي يشترط على الوسيط كتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقاها من المستثمر على لوحات التداول في قاعة التداول، ومن ثم يتم إتمام الصفقات عند تماثل أو تساوي أسعار العرض والطلب. (بن اعمر، 2013، صفحة 146)

ومن بين أولويات السوق البحرينية للأوراق المالية ما يلي: (بن اعمر، 2013، صفحة 146)

- ❖ تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.
  - ❖ زيادة وتنوع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مراكز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
  - ❖ الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالميا وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.
- ثانياً: سوق الأوراق المالية السعودي:

لقد مرت نشأة سوق الأوراق المالية السعودية بمجموعة من المراحل هي:

### المرحلة الأولى: من (1954م إلى غاية أوائل الثمانينات)

- ✓ تأسيس شركات سعودية مساهمة سنة 1934م، أين قد تم تأسيس الشركة العربية لسيارات "كاول" شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، ومن ثم تليها شركة "الاسمنت العربية" التي تأسست عام 1954 م.
- ✓ في سنة 1975 م كانت هنالك نحو 14 شركة مساهمة حيث أنها شركة برأس مال 1.8 مليون ريال، وعند أواخر السبعينيات تم إنشاء سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، ظهرت بعض المؤسسات الغير قانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، وظلت السوق المالية السعودية غير رسمية إلى غاية أوائل الثمانينات. (بن محياوي، 2015، الصفحات

المرحلة الثانية (من أوائل الثمانينات إلى غاية 2003 م)

ومن أهم خصائص هذه المرحلة نذكر ما يلي:

- ✓ تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م.
- ✓ صدر عام 1983م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة. (بوكساني ، 2006، صفحة 213)
- ✓ بالرغم من عدم وجود سوق رسمية إلا أنه قد صدر في وقت لاحق المرسوم الملكي رقم: 8/1230 في 17-01-1403 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية اعتباراً من 01-03-1405 الموافق لـ: 23-11-1984 م ، إذ تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (SSRE) في 28-05-1984، تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، أين تقوم هذه الشركة بإدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة وتمثل أسهمها المتداولة 80% من إجمالي حجم التداول في السوق.

- ✓ في أكتوبر من عام 2001 م تم إطلاق نظام الكتروني (التداول) الذي أحدث ففرة نوعية وذلك بإدخال تقنية جديدة. (بن محياوي، 2015، الصفحات 89-90)
- المرحلة الثالثة: (من 2003 إلى غاية 2005)

- ✓ تأسست هيئة السوق المالية في 31-07-2003م بموجب (نظام السوق المالية) الصادر بمرسوم ملكي رقم 30 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال اصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق. (بن محياوي، 2015، صفحة 90)
- ✓ يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط.
- ✓ باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004 م.

وقد تمثلت مهام هيئة السوق المالية السعودي فيما يلي:

- ✓ تنظيم المشاركين بين وسطاء مستثمرين ومصدري أوراق مالية.
- ✓ تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية.
- ✓ تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية.
- ✓ وضع آليات المتابعة والتقاضي والتنفيذ. (بوكساني ، 2006، صفحة 214) ، إضافة إلى ذلك فإن شروط الإدراج في هذا السوق هي: (بن اعمر، 2013، صفحة 147)

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

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

وفي 19-03-2007م تم تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم السوق المالية السعودية، ويأتي القرار تنفيذاً للمادة 20

من نظام سوق المالية الذي يقتضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة. (بن محياوي، 2015، صفحة

ثالثا: سوق الأوراق المالية الكويتي

في أوت 1972م تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، أين يقوم العاملون بها بتجميع ما يتم تداوله يوميا من أسهم ومن ثم إصدار أعدادها المتداولة وأسعارها وكذا عدد صفقاتها في النشرة اليومية. وفي شهر نوفمبر من عام 1976م أصدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، وفي شهر أبريل من عام 1977م تم افتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية (بوكساني ، 2006 ، صفحة 216)، و قد استمر التداول بهذا النظام إلى غاية سنة 1983م؛ وفي شهر أوت من هذا الأخير، أصدر المرسوم الأميري الخامس بإعادة تنظيم السوق وذلك في شكل هيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للدولة. (الجميل ، 2002 ، صفحة 125)

ينظم سوق الأوراق المالية الكويتي نشاطاته مباشرة وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ في 11/05/1403هـ الموافق لـ 18/04/1983 م، هذا السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة وكما له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي. ويعنى بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم كل من الأسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية كانت أو غير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق. وكما تبين اللائحة الداخلية للسوق والقواعد والأحكام التي تنظم قيد قبول هذه الأوراق، بحيث يتم إصدار هذه اللائحة خلال ثلاثة أشهر من تاريخ بدء العمل بهذا المرسوم وذلك بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، وإلى غاية أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه؛ وهذه اللائحة الداخلية توضح بوجه خاص السلطات لكل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها. (بوكساني ، 2006 ، صفحة 217).

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من: (بوكساني ، 2006 ، صفحة 217)

- ✓ مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل.
  - ✓ عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
  - ✓ عضو يمثل بنك الكويت المركزي.
  - ✓ اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
  - ✓ أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون من بينهم أحد الوسطاء.
- تمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة كما يلي: (يسري، 2008 ، صفحة

(112)

- ✓ تشجيع الادخار وتوجيهه للاستثمار فيما يعود بالنفع على الاقتصاد.
- ✓ تطوير أداء السوق الكويتي عن طريق الاستفادة من الأسواق العالمية.
- ✓ التنسيق مع مختلف الفعاليات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار المالي للدولة.

رابعا: البورصة المصرية:

ترجع نشأة البورصة المصرية إلى نهاية القرن التاسع عشر، أين بدأ نشاطها سنة 1888م بالإسكندرية، وفي سنة 1903 م بالقاهرة. بحيث تمركزت في المرتبة الخامسة من بين أكثر أنشط البورصات في العالم في أربعينيات القرن العشرين، ومن ثم تراجع نشاطها بعد سن قوانين تأمين الشركات المساهمة في بداية الستينيات، وبعدها لتعود للنشاط من جديد في ظل آليات السوق والخصخصة. فعند تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي سنة 1991 م بدعم من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بدأت الحكومة المصرية إتباع هذا البرنامج وإعادة الهيكلة والتوجه نحو سياسة اقتصادية ليبرالية، وتبسيط اللوائح والإجراءات والخصخصة، وقد كان لصدور التشريعات الضرورية تأثير إيجابي على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، فصدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992م أضاف الكثير إلى الإطار القانوني المنظم لعمل البورصة. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 60)

عند دراسة مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الفترة من 1990م-2001م لوحظ ارتفاع في القيمة الرأسمالية للسوق وذلك من 8.8 بليون جنيه سنة 1991م إلى 119.8 بليون جنيه سنة 2000م، ومن ثم انخفضت إلى 110.3 بليون جنيه في يونيو 2001م، أما فيما يخص عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية فقد ارتفعت من 627 شركة سنة 1991م إلى 1070 شركة في يونيو 2001م، أما حجم وقيمة الأسهم المتداولة فقد عرفت ارتفاعا بشكل ملحوظ. وفي نهاية سنة 2002 م بلغت القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية 26.1 بليون دولار، أي ما نسبته 29% من الناتج المحلي الإجمالي وبذلك اعتبرت أكبر ثاني سوق أوراق مالية في الشرق الأوسط من حيث حجم التداول بعد السوق السعودية. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 60)

ورغم ارتفاع مؤشرات أداء البورصة المصرية إلا أن التداول قد كان يتركز في عدد قليل فقط من الشركات. وفي نهاية سنة 2003م كانت 1079 شركة مقيدة في البورصة المصرية وبالتالي 36% من القيمة الرأسمالية كانت تأتي من نشاط الشركات الكبرى، وما نسبته 90% كان من حجم المعاملات في البورصة وتقوم به 18 شركة. وفي يوليو 2002 صدرت قواعد جديدة للقيد في البورصة وتطبيق قواعد حوكمة الشركات. وفي نهاية 2003م تم شطب 99 شركة لعدم توافيقها مع قواعد القيد الجديدة. (قواجلية ، 2020 ، الصفحات 60-61)

## المبحث الثاني: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية

يعمل سوق الأوراق المالية ضمن إطار ميكانيزم خاص به، أين يشتمل على جوانب عدة مسؤولة عن تطوره ومن أهم هذه الجوانب نجد كفاءة سوق الأوراق المالية وكذا المؤشرات التي هي الأخرى لها دور كبير في تطور السوق وتحرير سوق الأوراق المالية من خلال العولمة المالية. ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم الكفاءة وأهم أنواعها وأهدافها إضافة إلى ذكر بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية، ولكن بالرغم من كل ذلك لسوق الأوراق المالية العربية معوقات تحول دون تطورها وهو ما سنتطرق إليه، مع ذكر أهم طرق تفعيلها.

### المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

يؤكد جميع الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية بوجود أن تتصف هذه السوق بالكفاءة وتأسيسا على ذلك يكون هدف تحقيق كفاءة السوق مبنيا على سلم أولويات السلطات الاقتصادية. وعليه من خلال هذا سنتناول في هذا المطلب شرحا وتحليلا لموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية بداية بالمفهوم والمتطلبات إلى غاية الصور المختلفة للسوق الكفاء والعلاقة فيما بينها.

### الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يوجد العديد من التعاريف الموضحة لمفهوم الكفاءة نذكر منها ما يلي:

- يرى كل من فاما "FAMA" ولوري وبريلي أن: «السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديمه للأوراق المالية». (الدعيمي، 2009، صفحة 201)

- «يعكس مفهوم كفاءة أسواق المال العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواها». (صديقي، 2012، صفحة 5)

-ويمكن تعريفها أيضا: «تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات المعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق». (بوضيف، 2020، صفحة 61)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها: "السوق التي تنعكس من خلاله مختلف المعلومات والقرارات الإدارية التي تخص أسعار الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق سواء إيجابا أو سلبا، صعودا أو هبوطا وذلك عند تلقيها لتلك المعلومات أي دون وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إليها وبين التوصل لنتائج محددة لسعر الأوراق المالية، ويكون السوق المالي ذا درجة عالية من الكفاءة إذا كان العائد المتوقع من الورقة المالية المتداولة فيه يتساوى مع العائد الخالي من المخاطرة مضافا إليه نسبة معينة والتي تمثل علاوة المخاطرة ونسبة أخرى تمثل المخاطر الاقتصادية".

## الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

تقسم كفاءة أسواق رأس المال إلى نوعين هما:

### أولاً: الكفاءة الكاملة

«يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.» (مفتاح و معارفي، 2009-2010، صفحة 183) وبالتالي تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية: (حسين، 2007، صفحة 32)

- ✓ أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبدون تكاليف.
- ✓ عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- ✓ للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدونها من الأسهم دون شروط وبسهولة ويسر.
- ✓ وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- ✓ اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

### ثانياً: الكفاءة الاقتصادية

في ظل هذه الكفاءة هنالك فاصل زمني بين ورود المعلومات إلى السوق وبين انعكاسها في أسعار الأسهم، أي أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أكبر أو أقل من قيمته الحقيقية حتى لو كان ذلك لبعض الوقت على الأقل ، وبالتالي هنا تكون حركة تغير سعر السهم بطيئة بعض الشيء ، ولكن بسبب تكاليف المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين السوقية والحقيقية للسهم كبيراً لدرجة أنه يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من ورائها خاصة في المدى الطويل .وتستند الكفاءة الاقتصادية على فرضية سعي المستثمر لتعظيم منافعه وأرباحه ولأجل ذلك فإنه يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين للحصول على البيانات والمعلومات التي تساعد على تحقيق أهدافه ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية ، وبالتالي توقع وجود انحراف بين القيمة السوقية والحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت. (شريك ، 2018 ، صفحة 67)

### الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

من أجل أن يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن يتوفر في سوق الأوراق المالية ما يلي:

أ. كفاءة التسعير: ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية ، أي أن المعلومات الجديدة يتم إيصالها إلى المتعاملين في السوق بسرعة فائقة دون أي فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة إضافة إلى ذلك أن المعلومات تصل إلى كافة المتعاملين بدون عناء أو أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة (قواجلية ، 2020 ، صفحة 26)، وبالتالي هنا تكون الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات .ومنه يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب عليهم أن يحققوا أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين. (براق و بن صوشة، صفحة 94)

ب. **كفاءة التشغيل:** وتسمى بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن ما بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتيح صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح فعال فيها. فكما يلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فمن أجل أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام الصفقة عند قيمتها الدنيا، فهذا ما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يتم بيع الورقة به وحتى وإن كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث على المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف لإبرام الصفقة. (بوضياف، 2020، صفحة 62)

ت. **عدالة السوق:** بمعنى أن يتيح السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات من المتعاملين.

ث. **درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين:** ويعنى بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن بين تلك المخاطر نذكر (الغش والتدليس وكذا إفلاس السماسرة الذين يحتفظون عملاءهم لديهم بالأوراق المالية الخاصة بهم). (مجيد، 2008، صفحة 12)

### الفرع الرابع: صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية

تأخذ صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية عدة أشكال وذلك من خلال سعة المعلومات وشمولها، وهذا ما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، ويمكن تصنيف كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات بالاعتماد على فرضية وفرة المعلومات وكلفتها.

أ. **فرضية الصيغة الضعيفة:** وتشير هذه الفرضية إلى استحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتمادا على المعلومات التاريخية، فهي تركز على أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات المتاحة في الماضي (المعلومات التاريخية) الخاصة بالأوراق المالية كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، ويكون ذلك مرتبط بقواعد التحليل الفني، وفي ظل هذه الفرضية فإن أي محاولة للتنبؤ بالأسعار يكون ذلك مرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هو الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة وكما أنه من خلال هذه الفرضية تكون الاختلافات بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها الحقيقية واسعة. (قواجلية، 2020، صفحة 27)، ويعرف مفهوم الكفاءة عند المستوى الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار أين أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي وبالتالي هنا لا يوجد ترابط بين سعر أمس وسعر اليوم وسعر الغد. (بوضياف، 2020، صفحة 63)

ب. **فرضية الصيغة المتوسطة:** تركز هذه الفرضية على أن أسعار الأسهم في السوق تعكس، بالإضافة إلى البيانات والمعلومات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأوراق المالية في الماضي وكافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور والتي تتمثل في الآتي:

(أندراوس، 2008، صفحة 108)

- ✓ الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي.
- ✓ الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على الصعيد الوطني.
- ✓ ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.
- ✓ ظروف الشركة الداخلية.

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

✓ التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

وفي إطار الشكل المتوسط للسوق الكفؤ يتوقع بأن تستجيب أسعار السهم لما هو متاح من المعلومات المتوفرة، غير أن الاستجابة قد لا تكون في البداية صحيحة لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، ومع مضي وقت قصير يتوفر التحليل النهائي لها لينعكس أثرها على أسعار الأسهم ضمن حدود ذلك المستوى مما هو متوفر منها. ولكن لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات والوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغيرا على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل. (بوضياف، 2020، صفحة 64)

ت. **فرضية الصيغة القوية:** تبعا لهذه الفرضية فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس بصفة كاملة كل المعلومات المتوفرة سواء العامة أو الخاصة (الداخلية) فهذه الأخيرة يصعب استخدامها لتحقيق عوائد غير عادية، وذلك لكون أن المعلومات تنعكس بصورة مستمرة من قبل السوق. (بن محياوي، 2015، صفحة 62) فالسوق المالي يوفر وفق هذه الفرضية جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين سواء أكان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر خاصة بما فيها المعلومات التاريخية من أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة، بمعنى آخر أن جميع المعلومات موجودة ولا تتوفر فرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية أي أن القيمة المتوقعة للأرباح الغير عادية ستنشأ في هذه الحالة لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها ، وبالتالي تنتفي الحاجة للمحللين الماليين، لكن هذه الفرضية لا تنفي تماما من ناحية واقعية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم الغير عادية على التنبؤ والتحليل لكن مع ذلك فإن تلك الأرباح تتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة. (خصاونة، 2011، صفحة 174)

### المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية فهي عبارة صك يعطي لحامله حق الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا تجاه جهة الإصدار. وتكون هذه الأوراق المالية إما أصول وتكون في شكل أسهم وسندات، أو حقوق وتتمثل في المشتقات المالية.

### الفرع الأول: الأسهم

تعد الأسهم من الأدوات المحركة لسوق الأوراق المالية، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة فيه، وعليه سنتطرق إلى مفهومها وأهم خصائصها وحقوق حملتها وأنواعها.

### أولا: تعريف الأسهم

«صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح واختيار مجلس الإدارة». (زيد، 2015، صفحة 09)

ثانيا: خصائص الأسهم

تمتع الأسهم بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

✓ **الأسهم متساوية القيمة:** ويقصد بهذه الخاصية أنه عندما تقوم شركة مساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإن هذه الأخيرة تكون متساوية القيمة، وكما لا يجوز إصدارها عن نفس الشركة وذلك بقيم مختلفة، أين هذا الشرط يسقط في إصدار الأوراق المالية الأخرى كإصدار سندات مختلفة القيمة في آن واحد بينما لا يمكن ذلك في الأسهم العادية. ولكن في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة يمكن للشركة أن تقوم بإصدارها بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية. (بن عزوز ، 2012، صفحة 29)

✓ **خاصية قابلية التداول:** من خلال هذه الخاصية يحظى السهم بمرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، أين يمكن التنازل عنه عن طريق الطرق التجارية دون إتباع طرق الحوالة، فخاصية التداول وحتى وإن كانت تتوفر استثناءا في بعض الأوراق المالية فهي تعد صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة. ولكن القوانين التجارية تلزم بشروط خاصة على عملية التداول لغرض الحد من عمليات المضاربة الغير مشروعة بالأسهم كعدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا بأسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة محددة من أرباحها على المساهمين. (بوضياف، 2020، صفحة 30)

✓ **الأسهم غير قابلة للتجزئة:** تركز هذه الخاصية على عدم إمكانية تعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة، مثال كأن تقول ملكية سهم إلى أكثر من شخص وذلك نتيجة إرث أو هبة أو وصية... الخ، وعليه فإن هذه التجزئة لا تكون فعالة في مواجهة الشركة ولية يجب أن يتم بيع السهم أو أقسام قيمته وإجراء صلح تعود بموجبه ملكية السهم إلى شخص واحد، ينتدب بالوكالة الشرعية ليصبح هو الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة واعتبار باقي الشركاء في السهم مسؤولين بالتضامن- في حدود قيمة السهم- عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية. وكما تسهل هذه الخاصية مباشرة الحقوق مثل حق التصويت في الجمعية العمومية وكافة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها. (قط، 2016، صفحة 80)

✓ **خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم:** تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، أين تكون مسؤوليته مقتصرة على ديون الشركة في حدود ما يملكه من نسبة في الأسهم وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما تكون مسؤوليته غير محدودة أين تصل إلى أمواله الشخصية. (بن عزوز ، 2012، صفحة 29)

✓ **ليس له تاريخ استحقاق:** وذلك لكونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.

✓ **عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين الربح والخسارة:** وذلك من خلال الظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة. (زيد، 2015، صفحة 10)

ثالثا: حقوق حملة الأسهم

تمنح الأسهم لحملتها جملة من الحقوق وذلك بقدر مساهمتهم في رأسمال الشركة، ومن أهم هذه الحقوق نذكر ما يلي: (قط، 2016، صفحة 80)

✓ الحق في تقسيم الربح المتحصل عليه من نشاط الشركة بعد استثناء قيمة الاحتياطي القانوني من صافي الأرباح، كما يمكن أن تقوم شركة المساهمة بتوزيع أرباح على المساهمين تفوق الربح الفعلي للشركة وذلك من خلال السحب من احتياطي دعم الأرباح بهدف ترغيب الآخرين في الاكتتاب في أسهم الشركة.

✓ حقه في توجيه ومراقبة نشاط الشركة من خلال حق التصويت في الجمعية العمومية، حق مراقبة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.

✓ حقه في حصوله على نصيبه من موجودات الشركة عند التصفية وذلك بمقدار حصته في الشركة وذلك بعد ترتيب أصحاب الحقوق حسب الأولوية في استرجاع أموالهم كأصحاب الديون وأصحاب الأسهم الممتازة أين تكون في المرتبة الأولى من أصحاب الأسهم العادية.

✓ حق البقاء في الشركة وحق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.

✓ حق التنازل عن الأسهم والتصرف بها بالبيع أو الهبة وغيرها من التصرفات القانونية.

رابعا: أنواع الأسهم

يوجد العديد من المعايير التي توضع كأساس لتقسيم الأسهم وذلك كما يلي:

أ. من حيث الشكل: نميز فيها:

✓ أسهم اسمية: «وهي التي تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في سجلات الشركة، وتداول بطريقة التسجيل أي تقييد اسم مشتري الأسهم في سجل المساهمين». (المهني، 2006، صفحة 43)

✓ أسهم لحاملها: «وهي التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب الحيازة المادية، ويحصل التنازل عن السهم بتسليمه من يد إلى يد أخرى». (زيد، 2015، صفحة 11)

✓ أسهم لأمر: «هذا النوع من الإصدار يتم فيه ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر أو الإذن والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة الشهادة دون الحاجة للرجوع إلى الشركة». (المهني، 2006، صفحة 43)

ب. من حيث طبيعة الحصة المساهم بها: نميز فيها ما يلي:

✓ الأسهم العينية: «هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة، إذ أن البعض قد قدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الأسهم، ويتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الأسهم النقدية».

(بوزيد، 2007، صفحة 22) ويشترط فيها ما يلي: (قط، 2016، صفحة 82)

• الوفاء بتقدمها كاملة.

• تقرير الحصة العينية تقريرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.

• عدم تداولها قبل مضي سنتين.

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

✓ **الأسهم النقدية:** «هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة». (بن عزوز ، 2012، صفحة 30)

✓ **الأسهم المجانية:** «تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية». (بوضياف، 2020، صفحة 35)

✓ **الأسهم المختلطة:** «وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا». (بوكساني ، 2006، صفحة 57)

ث. من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتميز فيها:

**1- الأسهم العادية:** وثيقة مالية تصدر من طرف شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها، ويتم طرحها للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح بتداولها في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، وبالتالي فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها تبقى آخر ما يجري تسديده. (بوضياف، 2020، صفحة 32)

ومن بين أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية نجد: (زيد، 2015، الصفحات 10-11)

- ✓ الحق في الأرباح الموزعة.
  - ✓ حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة المصدرة للأسهم.
  - ✓ حق الأولوية في الاكتتاب.
  - ✓ حق المساهم في موجودات الشركة بعد التصفية.
- كما تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الأنواع نذكر منها ما يلي:

**1-1: الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة:** عندما يتم تداول الأسهم العادية، يفضل المستثمرون الأسهم التي تكون خاصة بالشركات التي تحقق دائما أرباحا عالية والتي يتم توزيعها بشكل منتظم، ويقومون باجتناح أسهم الشركات التي تعاني من انخفاض في الأرباح الصافية ولكن التوجه قد يكون بالعكس في حالة التركيز على سعر السهم في السوق. (بوضياف، 2020، صفحة 33)

**1-2: الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة:** عندما يتم تقييم سهم معين بقيمة أقل من قيمته الطبيعية فإنه يحقق عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة له. ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والمتباطئة خلال فترة زمنية معينة فإنه يمكن للمستثمر أن ينتقي أكثر الفرص الاستثمارية ربحية. (بوضياف، 2020، صفحة 33)

**2- الأسهم الممتازة:** وهي تلك التي تقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون حيث تحدد له نسبة توزيعات معروفة مقدمة لحامل هذا السهم ولكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها. (بوضياف، 2020، الصفحات 33-34)

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

ويتمتع حملة هذه الأسهم بحقوق أعلى من أصحاب حملة الأسهم العادية ونذكر من بين أهم هذه الحق ما يلي: (المغربي، 2017، صفحة 81)

- ✓ تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل توزيعها بالتساوي على المساهمين.
- ✓ منح أصحاب هذه الأسهم نسبة أرباح أعلى من نسبة أرباح أصحاب الأسهم العادية.
- ✓ لهم الأولوية عند تصفية موجودات الشركة.
- ✓ منح أصحاب هذه الأسهم عدد أعلى من أصوات أصحاب الأسهم العادية في الجمعية العامة للمساهمين.
- ✓ لهم الحق في تحويل أسهم إلى أسهم عادية ولا شك أن هذا الحق يكون بتكلفة حيث يباع هذا السهم بأعلى من مثيله في السوق.

✓ منح أصحاب هذه الأسهم أولوية في الترشح لعضوية مجلس الإدارة.  
ومن بين الأنواع الجديدة التي تم استحداثها في الأسهم العادية نجد:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** في العادة ترتبط الأسهم العادية بتوزيعات الأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما فيما يخص هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط فيها بقسم إنتاجي معين. (بوكساني ، 2006 ، صفحة 60)
- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** حسب التشريع الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل أن يتم حساب الضريبة، ومنه يمكن اعتبار هذه التوزيعات كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي. (بوضياف، 2020 ، صفحة 35)
- **الأسهم العادية المضمونة:** لقد تم ظهور هذا النوع من الأسهم عام 1984م في أمريكا، أين تقوم هذه الأسهم بإعطاء الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، في حين إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار، بحيث يتم تعويض حاملها عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين. (بوكساني ، 2006 ، صفحة 60)

ومن بين الأنواع الجديدة التي تم استحداثها في الأسهم الممتازة نجد:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** ترتبط هذه التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة، أين يتم إجراء تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على سندات الخزينة، وقد حدد مجال تغيير نسبة التوزيعات بين 5,7% إلى 5,15% من القيمة الاسمية للسهم. (بن عزوز ، 2012 ، صفحة 35)
- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** وهي التي تعطي لصاحبها حق التصويت كتعويض لحملة الأسهم العادية عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي. (بوضياف، 2020 ، صفحة 36)
- **أسهم التمتع:** يتم منح هذا النوع من الأسهم من طرف الشركة م عندما يتم استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياتها، كتعويض للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح لهم أسهم التمتع لكيلا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تحول لصاحبها حقوقا والتي من بينها التصويت أو الأرباح أو غير ذلك. (بوكساني ، 2006 ، صفحة 60)

## الفرع الثاني: السندات

تعد السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل التي تلجأ لها الشركات لتلبية احتياجاتها، وعليه سنتطرق إلى تعريفها، خصائصها، أنواعها.

### أولاً: تعريف السندات

**تعرف على أنها:** التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند)، فهي تعد فائدة تدفع خلال عدد محدد من السنوات إلى غاية تسديد القرض في وقت مستقبلي يمثل موعد استحقاقه أو حتى قبل هذا الموعد إذا كان ذلك وارداً في نص الاكتتاب بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية. (عبد الجواد و الشديفات، 2006، صفحة 06)

### ثانياً: خصائص السندات

للسندات خصائص متعددة نذكر منها ما يلي: (الداوي، 2012، صفحة 36)

- ✓ يعد قرض السندات قرض جماعي، أين تقوم الشركة بالتعاقد مع مجموعة من المقرضين فتقوم بإصدار المبلغ الإجمالي للقرض عدد من السندات متساوي في القيمة.
  - ✓ يعتبر السند صك قابل للتداول، بحيث إذا كان اسمياً فإن تداوله يكون قد تم تقييده في سجلات الشركة، أما إذا كان لحامله فإنه يتم تداوله إما بالبيع أو الشراء أو التنازل وذلك في حالة إن أراد المستثمر التخلص منه قبل تاريخ استحقاقه.
  - ✓ لا يقوم حامل السند بالاشتراك في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لأي من قراراتها تأثير على شأن حامل السند، فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد ولا أن تقوم بتغيير موعد استحقاق الفوائد.
  - ✓ السند أداة دين لذا يمنح لحامل السند الأولوية في تصفية حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها قبل حاملي الأسهم في حالة الإفلاس أو تصفية الشركة.
  - ✓ قرض السند طويل الأجل تتراوح مدته غالباً ما بين سنة و30 سنة، مصرح به في عقد الإصدار ويعتبر عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة، وكذلك سعره السوقي. (زيد، 2015، صفحة 14)
- كما نميز خصائص أخرى نذكرها كما يلي:

✓ **خاصية الاستدعاء:** وتعني هذه الخاصية أنه يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشتترط إمكانية قيامها باسترجاع هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وذلك إما في وقت يتم تحديده مستقبلاً أو سينوه إلى ذلك قبل فترة معينة كشهر واحد مثلاً، وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام، فإنه ستترب على قرار الاستدعاء هذا خسارة مالية، أين سيحرم المحتفظ بالسند من أي تغير إيجابي قد يحدث في قيمته خاصة عند انخفاض سعر الفائدة. (معروف، 2003، صفحة 111)

✓ **خاصية التحول إلى أسهم:** تركز هذه الخاصية بالسماح لحاملي السندات من الاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن الحصول عليها من جراء عمليات التحويل هذه، كما أنها تعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة وتحفز المستثمرين على

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

شراءها وبالتالي زيادة حجم الطلب عليها، وكذا من جهة أخرى تقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعينية خاصة عند زيادة قيم هذه السندات. (معروف، 2003، صفحة 111)

✓ **خاصية التسديد الجزئي (السنوي):** هذه الخاصية ترمي إلى تعهد الجهات المصدرة للسندات باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا قبل الموعد النهائي لإطفاء القيم التالية، وذلك تحفيزا من المستثمرين، وعليه فإن الخاصية تعد بمثابة ضمان للمستثمرين فتعمق ثقتهم بهذه الأداة. ولكن رغم ذلك ينبثق جانب سلبي لهذه الخاصية وذلك لأن التسديد الجزئي يحمل خصما على الفوائد المستحقة، أي تكون العوائد التي سيلقهاها المستثمرون أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة. (زيد، 2015، الصفحات 14-15)

### ثالثا: حقوق حملة السندات

يتمتع حملة السندات بمجموعة من الحقوق نجملها فيما يلي: (الحاج و الخطيب، 2012، صفحة 131)

- ✓ عند التصفية لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمة السند قبل حملة الأسهم.
- ✓ لمالك السند فائدة ثابتة، مهما كانت أوضاع الشركة المصدرة للسند من ربح أو خسارة، يستوفيهما في المواعيد المتفق عليها عند الاكتتاب في هذه السندات.
- ✓ الحق في استرداد القيمة الاسمية في الموعد المتفق عليه مسبقا دون تأخير أو استهلاك للسندات.
- ✓ الحق في إنشاء هيئة لحاملي السندات، تحضر الجمعيات العامة للشركة، ويحق لهذه الهيئة اتخاذ التدابير التحفظية لحماية حقوق حملة السندات.

### رابعا: أنواع السندات

تعدد السندات حسب ميزات وخصائصها عن بعضها البعض وعليه نذكر ما يلي:

أ. **حسب الجهة المصدرة:** ويتم تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

1. **سندات حكومية:** «هي صكوك متساوية القيمة تمثل دينا في ذمة الحكومة، ويتم تداولها بالطرق التجارية، وتكون دائمة أو مستهلكة، وعادة ما تقوم وزارة المالية ممثلة في الخزينة العمومية بإصدار هذه السندات وتسمى بسندات الخزينة». (بوضياف، 2020، صفحة 40)، وقد كان هدف الحكومة من وراء إصدارها: (قط، 2016، صفحة 100)

✓ تمويل العمليات الاقتصادية.

✓ تمويل عجز الميزانية.

✓ مواجهة التضخم.

ويتم إصدار هذه السندات عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق طرحها في البورصة تدريجيا كما يمكن الاستعانة بالبنوك لبيعها، هذه لسندات تتميز بدرجة عالية من السيولة ولا تخضع للضرائب وكما تتميز بكونها خالية من المخاطر وعليه تنقسم إلى:

(المغربي، 2017، صفحة 91)

1.1. **أذونات الخزينة وسندات الخزينة:** أذونات الخزينة أداة دين قصيرة الأجل تهدف الحكومة من وراء إصدارها إلى تمويل العجز المؤقت في الميزانية العامة، في حين سندات الخزينة تعد أداة دين طويلة الاجل وتتمتع بكون أن العائد عليها معنى

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

من الضريبة مع عدم تعرضها للمخاطر، وبالرغم من ذلك إلا أنها معرضة لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة السوقية وكما تتميز بكونها أهما قابلة للتداول أما أدونات الخزينة فهي غير قابلة للتداول.

أ.1.2. **صكوك المديونية وشهادات الاستثمار**: صكوك المديونية سندات تصدرها الحكومة على موارد إضافية لتغطية العجز

في ميزانيتها، في حين شهادات الاستثمار تعد سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة وتقسّم إلى ثلاثة مجموعات هي:

✓ **المجموعة 1**: عبارة عن سندات مدتها عشر سنوات، لا يتم فيها استرداد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انقضاء المدة، أين يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية مضاف إليها التراكم من الفوائد المتفق عليها في نهاية المدة.

✓ **المجموعة 2**: هي سندات تمنح لصاحبها فوائد المستحقة كل سنة أو ستة أشهر وذلك بحسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

✓ **المجموعة 3**: تتمثل في شهادات ذات جوائز يتم عليها إجراء عمليات سحب دورية وذلك بهدف إعطاء جوائز للشهادات الفائزة معتمدين في ذلك على اليناصيب، ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

أ.2. **سندات الهيئات المحلية والمؤسسات والدوائر الرسمية**: يتم إصدار هذه السندات لأغراض استثمارية وذلك خصوصا في مشاريع البنية التحتية وهذا النوع من السندات مثل السندات الحكومية طويلة الأجل فهما في الغالب يتميزان بنفس الخصائص كالضمانات الرسمية والاعفاءات الضريبية وخصوصا الفوائد وعليه تميز نوعين منها: سندات إجبارية عامة، سندات العوائد (بوضياف، 2020، صفحة 41)

أ.3. **سندات صادرة عن المؤسسات الأهلية**: يتم إصدار هذه السندات عن طريق المؤسسات المالية أو شركات المساهمة التي تعمل في القطاع الخاص، ومن أمثلتها السندات العادية والسندات المضمونة بعقار، وأهم ما يميزها إصدارها بمعدلات فائدة مرتفعة على السندات الحكومية، ولكن ما يعاب عليها أن حاملها يتعرض لمخاطر أكثر من حامل السندات الحكومية. (شريط ، 2012، صفحة 126)

ب. حسب شكل إصدار السندات: تميز فيها ما يلي:

ب.1. **السندات لحامله**: عندما يتم إصدار السند باسم المستثمر يكون هنا لحامله، وفي هذه الحالة لا يوجد سجل للملكية عند جهة الإصدار، ويتم انتقال ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون هنا لحامل السند الحق في حصوله على فائدة السند عند استحقاقها، وكما يمكن له تداوله بيعا وشراء أو بالتنازل. وعند تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم صاحب السند للبنك المختص بالكوبون لتحصيل قيمة الفائدة ويطلق على هذا النوع بسندات الكوبون. (بوضياف، 2020، صفحة 41)

ب.2. **السند الاسمي أو المسجل**: ويكون السند اسما أو مسجلا، كل سند حامل لاسم مالكة بالإضافة إلى وجود سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، وتكون هذه السندات مسجلة تسجيلا كاملا إذا اشتملت على الدين الأصلي وفائدته فلا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك. وإما أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا وهذا النوع من التسجيل يكون مقتصرًا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتقدم كما هو الحال في السندات لحامله على شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة. (شريط ، 2012، صفحة 126)

ت. حسب تاريخ استحقاقها: وتقسم حسب هذا المعيار إلى:

ت.1. **سندات قصيرة الأجل:** وهي تلك السندات التي لا تتجاوز آجالها سنة وحدة وهذا النوع من السندات يعد أداة تمويلية قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد وتتمتع هذه السندات بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطر فيها فلها يتم إصدارها بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

ت.2. **سندات متوسطة الأجل:** هي تلك السندات التي يزيد آجالها عن سنة ولا يتجاوز السبع سنوات، فهي تعد أداة تمويلية متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة فيها أعلى من السندات قصيرة الأجل. (بوضياف، 2020، صفحة 42)

ت.3. **سندات طويلة الأجل:** وهي تلك السندات التي يزيد آجالها عن السبع سنوات، فهي تعتبر أداة تمويلية طويلة الأجل لهذا يتم تداولها في سوق رأس المال ويتم إصدارها بمعدلات فائدة عالية في العادة. (معروف، 2003، صفحة 114)

ث. حسب الضمان: حسب هذا المعيار نميز نوعين هما:

ث.1. **السندات المضمونة:** يغطي هذا السند برهن على أصول معينة مثل العقارات، أين يجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل هذه السندات أعلى منها وذلك بهدف ضمانها. وفي حالة ما إذا لم تقدر الشركة على دفع قيمة هذه السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فغنه يتم دفع قيم السندات من قيمة العقار الذي تم رهنه بعد تصفيته، وفي العادة يكون بنا يسمى بالبنك الأمين يكون هو الضامن في دفع قيمة السندات في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على ذلك. (الزرري و غازي، 2001، الصفحات 164-165)

ث.2. **السندات الغير مضمونة:** تصدر هذه السندات من طرف الشركات بدون ضمانات وهذا ما قد يسبب لحاملها مخاطر كبيرة فلها في العادة ما تصدر بمعدلات فائدة عالية من غيرها وهنا الضمان الوحيد لحاملي هذا النوع من السندات هو سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين فيها. (بوضياف، 2020، صفحة 43)

ج. حسب العوائد: من خلال هذا المعيار نميز أنواع كثيرة نتيجة ابتكار الهندسة المالية لها ونذكر أهمها:

ج.1. **سندات ذات فائدة ثابتة:** تتضمن هذه السندات قيمة كوبيون ثابت طويل الأجل لها والذي تكون متفق عليها مسبقا وذلك في شروط الإصدار أين يتم سداد هذه الفوائد عند تاريخ محدد من كل سنة، وكما أن نوعية هذه السندات تضمن لحاملها عائدا ثابت وهي رغبة كل المستثمرين في حين تتأثر هذه السندات بأية تغيرات تحدث على أسعار الفائدة في السوق في الأجل القصيرة وذلك نظرا للعلاقة العكسية بين أسعار السندات السوقية وسعر الفائدة السوقية. (قط، 2016، صفحة 104)

ج.2. **سندات ذات معدل فائدة متغيرة:** في بداية الثمانينات ولمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة نتج عنه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وفي العادة يتم تحديد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ومن ثم يعاد النظر فيها كل ستة أشهر وذلك لغرض تعديله ليكون متماشيا مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وفي السندات ذات سعر الفائدة القائم يتم ربطه بسعر فائدة على أصل مالي آخر يكون قصير الأجل يتسم بحساسية للتغيير في أسعار الفائدة السوقية سواء كان التغيير بفعل التضخم أو تغيير في سعر الفائدة الحقيقي. (بوضياف، 2020، صفحة 43)

ج.3. **سندات المشاركة:** هذا النوع من السندات يعطي للمستثمر الحق في أرباح الشركة بالإضافة إلى الفوائد الدورية، وكما يتم إصدار هذه السندات من طرف الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف بسبب أنها لا تستطيع الحصول على أموال لتبقى مستمرة. أصحاب الأسهم العادية يعارضون إصدار مثل هذا النوع من السندات لعدم انخفاض مقدار الأرباح الموزعة فيه. (الزرري و غازي، 2001، صفحة 166)

ج.4. **سندات رديئة (منخفضة الجودة):** تم استحداث هذه السندات في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها. عن طريق إصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق وفي العادة ما يترتب عن ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوظا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع لتعويض تلك المخاطر. (زيد، 2015، صفحة 19)

د. **حسب قابلية الاستدعاء:** نميز نوعين من السندات هما:

د.1. **سندات قابلة للاستدعاء:** هذه السندات تكون تحت شرط الاستدعاء ويتم إصدارها بعلاوة استدعاء، والغرض منها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن أن يستغل من طرف المصدر ضد مصلحة المستثمر إذا ارتفعت أسعار السندات في السوق. شرط الاستدعاء هذا وكذا طول مهلة الحماية يلعبان دورا كبيرا في تحديد معدل الفائدة للسند فهي تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الغير قابلة للاستدعاء بحيث كلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء نقص معدل الفائدة والعكس بالعكس. (شريط ، 2012 ، صفحة 128)

د.2. **سندات غير قابلة للاستدعاء:** لحامل هذه السندات الحق في الاحتفاظ بها إلى غاية انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة لها استدعاؤها للإضفاء ولأي سبب من الأسباب كان إلا إذا نقص قابلية استدعاؤها بصراحة في عقد الإصدار. (بوضياف، 2020 ، صفحة 44)

#### الفرع الثالث: المشتقات المالية

إن التحرير المتسارع لأسواق المالية العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال والتنافس بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها، لابتكار أحدث الأدوات والمنتجات المالية وطرحها في الأسواق. وعليه سنتطرق إلى أهم هذه الأدوات ألا وهي المشتقات المالية.

#### أولا: مفهوم المشتقات المالية

**تعرف على أنها:** «عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها أغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية». (شقيري، 2015، صفحة 165)

ثانيا: أهمية استخدام المشتقات المالية

للمشتقات المالية أهمية بالغة تتمثل فيما يلي: (حبار و مريم، 2010، صفحة 25)

- ✓ أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.
- ✓ إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية.
- ✓ تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- ✓ سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- ✓ زيادة السيولة.
- ✓ تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

ثالثا: أنواع المشتقات المالية

توجد عدة أنواع لكن نذكر أهمها فيما يلي:

- أ. العقود الآجلة: «هي اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري للعقد والآخر بائعا له يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من الأصل (سلعة أو ورقة مالية أو عملة أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم) بتاريخ في المستقبل في مكان محدد وبسعر محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد». (الدوري و عقل، 2012، صفحة 215)
- ب. العقود المستقبلية: «عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منتظمة لتؤكد تعهد بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين وفي وقت ومكان محددين بالمستقبل وتجرى كافة التوقعات السوقية وقت التسليم». (معروف، 2003، صفحة 152)
- ت. عقود الخيارات: «اتفاقية تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية (سلع مختلفة) أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار أو سعر التسليم». (معروف، 2003، صفحة 158)
- ث. عقود المبادلات: «هي التزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم التبادل للأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق». (زيد، 2015، صفحة 23)

### المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة الأسهم التي يتم تداولها فيه وعادة ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدف قياسها.

### الفرع الأول: تعريف المؤشرات

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وقد شهدت هذه الأخيرة تطورا كبيرا جعلها تستعمل كأداة من الأدوات المالية في الأسواق المالية مثلها مثل الأوراق المالية العادية الأخرى وعليه يمكن أن نعرفها كما يلي:

**تعرف على أنها:** «قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشرات وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء أعلى أو أسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها». (الحناوي و العبد، 2005، صفحة 251)

**وكما تعرف بأنها:** «قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعرف المؤشر نسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات... الخ ارتفاعا أو انخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمرين معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سعر معين بالنسبة للسوق ككل». (بوضيف، 2020، صفحة 66)

**وكما يمكن أن نعرفها:** «أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات». (حنفي ع.، 2000، صفحة 70)

### الفرع الثاني: أهمية المؤشرات

تبرز أهمية المؤشرات في سوق الأوراق المالية فيما يلي: (معروف، 2003، الصفحات 198-199)

✓ تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.  
✓ استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.

✓ تقدير درجة حساسية أسواق الأوراق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقنيات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.

✓ الاعتماد على مؤشرات أسواق الأوراق المالية كأساس لمراقبة النشاطات الغير مشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية (SEC)، وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في عام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثالث: أسس بناء المؤشرات

وتتمثل هذه الأسس فيما يلي:

أ. **تحديد العينة:** والمتمثلة في المؤشر، إذ يجب أن يكون معنويا أي يكون جزء كبير من الأسهم في سوق الأوراق المالية وكلما زاد هذا الجزء كلما كان المؤشر المحسوب على هذه العينة ممثلا للسوق ويمكن الثقة فيه، إذ يفضل استخدام كل الأسهم المقيدة في السوق المتداولة فيه، إلا إذا كان بعض هذه الأسهم يعاني من مشكلات معينة خاصة مشكلة عدم التعامل بهذه الأسهم أو إن كانت أسعارها لا تمثل القيمة الحقيقية لها وإلا سيعطى لهذا المؤشر في هذه الحالة القيمة الخاطئة، وينبغي أن يراعى في حجم العينة ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع، المصدر.

**1-الحجم:** من الطبيعي أنه كلما ازداد عدد أوراق العينة كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة وهو مبدأ إحصائي معروف. (معروف، 2003، صفحة 199)

**2-الاتساع:** عند اختيار عينة لبناء مؤشر سوقي لابد أن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات المتمثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلا هذا السوق، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع. (قط، 2016، الصفحات 43-44)

**3-المصدر:** وهو مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية المكونة للعينة التي يبنى بها المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي يتم فيه تداول الأوراق المالية. (بوضياف، 2020، صفحة 68)

ب. **الطريقة الحسابية لحساب المؤشر:** يتم حساب قيمة مؤشرات الأسواق المالية بالاعتماد على ثلاثة طرق حسابية: هي طريقة الأرقام القياسية، طريقة المتوسط الحسابي، طريقة المتوسط الهندسي وذلك كما يلي: (قواجلية، 2020، الصفحات 72-73)

**1-طريقة المتوسط الحسابي:** تحسب قيمة المؤشر طبقا لهذه الطريقة كما يلي:

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

بحيث:

**VI** : قيمة المؤشر.

**Pi** : سعر الورقة المالية.

**N** : عدد الأوراق المالية.

**2-طريقة المتوسط الهندسي:** يتم حساب قيمة المؤشر تبعا لهذه العلاقة:

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

حيث:

**VI** : قيمة المؤشر .

**Pi** : سعر الورقة المالية.

**N** : عدد الأوراق المالية.

3-طريقة الأرقام القياسية: وتكون وفقا للعلاقة التالية:

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

بحيث:

**VI** : قيمة المؤشر الحالية.

**p<sub>it</sub>** : سعر السهم في الفترة الحالية.

**p<sub>i0</sub>** : سعر السهم في الفترة الأساس.

**Q<sub>i</sub>** : عدد وحدات الأسهم من كل شركة مكونة للمؤشر في الفترة الحالية.

**VI<sub>0</sub>** : قيمة المؤشر الافتتاحية.

جـ. تحديد الأوزان النسبية (الترجيح) لمفردات العينة: بعد أن يتم اختيار العينة التي تمثل المؤشر يجب الانتقال من الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر أين يقف في مقدمتها تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق. وكما يجب أن نجنب المؤشر المكون من التحيز، وبالتالي فإن ترجيح أسهم العينة يمثل تحديد الوزن النسبي أو القيمة النسبية للورقة ضمن مجموعة محفظة المؤشر (العينة)، أي أن الترجيح يمثل الوزن النسبي أو القيمة النسبية للورقة ضمن مجموعة أوراق المؤشر التي جري اختيارها. أين نميز أربع مداخل رئيسية لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل مجموعة الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر وهي: (قواجلية ، 2020، صفحة 73؛77؛78؛79)

1-الترجيح على أساس السعر: يركز هذا المدخل على سعر الورقة المالية أين تعد المعبر الرئيسي عن مساهمة الشركة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن الوزن النسبي للورقة المالية إلى إجمالي المحفظة يمثل سعرها السوقى إلى مجموع أسعار الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

2-الترجيح على أساس القيمة: يركز هذا الأسلوب على ترجيح أسهم شركة ضمننت في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية ( السعر x الكمية = القيمة)، وهنا هي تتجاوز إشكالية الترجيح بمفرده، أين أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للشركة صاحبة الأسهم المدرجة في المؤشر، لهذا الشركات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها. ويحسب المؤشر الموزون بالقيمة بطريقة الأرقام القياسية وفقا للعلاقة التالية:

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

حيث أن:

القيمة الافتتاحية للمؤشر: تتحدد بطريقة تقديرية بحتة.

القيمة السوقية: عدد الأسهم \* سعر السهم.

**3-الترجيح على أساس الأوزان المتساوية:** يقوم هذا الأسلوب على تقديم أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مكونة للمؤشر في فترة الأساس وذلك رغبة في إلغاء التحيز السعري وهذا ما سيعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق. (الداغر، 2005، صفحة 311)، ويمكن اتباع هذا الأسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية تمثل مقلوب سعر الورقة المالية ( $f=1/p$ )، وتسمى بالمعامل «Factor»، من أجل أن تكون القيم متساوية. بحيث أن الكمية الوهمية إذا ضرب في السعر الأصلي تكون النتيجة واحد صحيح، وبهذا فغن هذا الأسلوب يعطي أوزانا متساوية للأوراق المالية المكونة للمؤشر بالرغم من تباين الأهمية النسبية للشركات التي تمثلها هذه الأوراق المالية، ولكن هذا التساوي في سنة الأساس سيختفي بعد ذلك عند حدوث تغيرات عاكسا لتغيرات السوق. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 78)

**4-الترجيح على أساس الأسعار النسبية:** يركز هذا الأسلوب في الترجيح على فكرة إيجاد السعر النسبي لكل ورقة مالية داخل المؤشر، وذلك من خلال قسمة سعر الورقة المالية في الفترة الأحدث على سعرها في الفترة الأقدم. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 79)، ويتم تحديد قيمة المؤشر من خلال ضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر التي تحدد في أول الأمر تقديريا، ومن ثم يتم تعديلها في كل مرة لمعرفة التغير في حالة السوق. (الداغر، 2005 ، صفحة 312) ومن العوامل المؤثرة في مؤشرات الأسواق المالية نذكر ما يلي: (بوضياف، 2020 ، صفحة 69)

- ✓ مدى دقة وشفافية الأخبار في سوق الأوراق المالية.
- ✓ قدرة المتعاملين على استخدام الاشاعات للتأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- ✓ التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
- ✓ طبيعة المنافسة والمضاربة في سوق الأوراق المالية خاصة وأن الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة.

#### الفرع الرابع: أهم المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية الدولية

تقوم البورصة في شتى أنحاء العالم بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، وعليه في هذا الصدد سنركز على أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية وعلى طرق تفعيلها.

#### ➤ أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية

ونذكر منها الأهم والفعالة والتي تتمثل فيما يلي: (قط، 2016 ، الصفحات 53-54)

1. **مؤشر سوق عمان للأوراق المالية:** يعتمد سوق عمان رقما قياسيا لأسعار الأسهم، ويبنى على أساس اختيار عدد من الأسهم لتمثيل السوق، وتنتشر الأرقام في نهاية وبداية كل شهر من أشهر السنة، حيث قام سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم عام 1980م وتم اختيار عينة تتكون من (38) شركة وأعطى قيمة أساس للرقم القياسي (100) نقطة، ثم بدأ السوق عام 1992م باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد عام 1991م كفترة

## الفصل الأول : .....مدخل إلى مؤشرات الأسواق المالية الدولية

أساس ب (100) نقطة، حيث ضم هذا المؤشر الجديد (50) شركة ثم أصبحت (100) شركة عام 2007م مع الإشارة إلى تغير قيمة الأساس للمؤشر عام 2004م حيث أعطى (1000) نقطة.

2. مؤشر (CASE30) ومؤشر (EGX70) في مصر: في 2 جانفي 1998م بدأ العمل بمؤشر (CASE30) في بورصة القاهرة والإسكندرية بقيمة أساس بلغت (1000) نقطة، ويضم المؤشر أعلى (30) شركة من حيث السيولة النشاط، ويعد مؤشر (CASE30) مؤشرا للأسعار حيث يقيس العائد على الاستثمار من خلال التغير في القيمة السوقية للسهم فقط. أما مؤشر (EGX70) فهو مؤشر جديد والذي أطلقته البورصة المصرية في فيفري 2009 ويقيس المؤشر أداء 70 % من أنشطة الشركات في السوق وغير المدرجة بالفعل في مؤشر (CASE30)

3. مؤشر بنك أبو ظبي الوطني: مؤشر مرجح يضم (52) شركة مدرجة فب ككل من سوق أبو ظبي، ودبي للأسواق المالية، هذه الشركات تمثل 75 % من السوق الكلس للإمارات والرأسمال السوقي قيمته 22 مليار دولار موزعة على القطاعات التالية:

-18% للمؤسسة المالية والمصرفية.

-12% شركة التأمين.

-22% شركة الخدمات.

4. مؤشر البحرين المالي: هو مؤشر مرجح يتألف من (24) شركة وينقسم على ستة مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات التالية: البنوك الفنادق، السياحة والتأمين، الاستثمار والخدمات وقد بدأ هذا المؤشر عام 1989م بقيمة ستة بليون دولار.

5. مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية: وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية لأسعار (35) شركة مدرجة في سوق الكويت من مجموع (90) شركة رأسمالها الإجمالي ما يقارب 25 مليار دولار وتمثل القطاعات التالية: شركات، بنوك وشركات في قطاع الاستثمار والتأمين والقطاع العقاري والصناعة والأغذية وبعض الشركات الغير كويتية.

6. المؤشر العام للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية: تقوم مؤسسة ساما للنقد السعودي باحتساب المؤشر العام للأوراق المالية إذ يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودية ويضم هذا المؤشر (76) شركة في قطاعات مختلفة.

### خلاصة الفصل الأول:

تعد سوق الأوراق المالية سوقاً رسمية ومستمرة، تعمل ضمن إطار مواعيد محددة ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل وذلك بيعة وشراء وإما قد تكون منظمة فتقوم بإتمام صفقاتها في مكان جغرافي واحد يسمى بالبورصة، وإما غير منظمة فتكون من خلال اجراء اتصال بين مجموعة من التجار والسماسة عبر استعمال الحاسوب، وبالإضافة إلى ذلك قد تكون هذه الأسواق إما محلية فتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، وإما تكون عالمية فتكون هذه الأخيرة متسعة لوجود مستثمرين أجانب ويتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.

تقسم سوق الأوراق المالية حسب عدة معايير وذلك إلى حسب معيار التعامل إلى سوقين الأول السوق الأولي والثاني السوق الثانوي، أما حسب معيار التنظيم فيقسم إلى سوق منظم وآخر غير منظم، وأما فيما يخص معيار مدة التعاقد فتصنف إلى أسواق حاضرة وأخرى آجلة، وحسب معيار جنسية المتعاملين في السوق فتقسم إلى سوق محلي وآخر دولي.

تتم في سوق الأوراق المالية أربعة عمليات أساسية تتمثل في: إصدار وتداول الأوامر، تحديد أسعار الأوراق المالية والتسوية والمقاصة.

باعتبار سوق الأوراق المالية أحد أهم المؤسسات الاقتصادية في أي بلد متطور في العالم يهتم بتنمية اقتصاده وبالتالي فإن معظم دول العالم تجود بها أسواق مالية أين تميز من بينها الأسواق المالية العربية مثل: السوق السعودي، السوق الكويتي، السوق البحريني، بورصة مصر وديي.

إن جميع الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية تأكد على وجوب كفاءة السوق، لأن السوق الكفاء ينعكس من خلاله المعلومات والبيانات وكذا كافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق إما إيجاباً أو سلباً أو صعوداً وهبوطاً عند تلقيها لتلك المعلومات ويتم تحقيق ذلك من خلال كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل عدالة السوق ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين. بحيث ميزنا ثلاث أنواع كفاءة ضعيفة، متوسطة، قوية.

تعد الأوراق المالية السلعة (الأصل) الذي يتم تداوله في سوق الأوراق المالية والتي تميز من بينها أدوات ملكية وتمثل في الأسهم وأخرى أدوات دين وتمثل في السندات وأدوات الحقوق والتي تتمثل في المشتقات المالية (الخيارات، عقود المبادلة، عقود آجلة، عقود مستقبلية).

تعد مؤشرات الأسواق المالية الدولية قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية، وكما لها عدة استخدامات من أهمها متابعة أداء المحفظة الاستثمارية، الحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بحركة أسعار الأسهم.

يتم في بناء مؤشرات الأسواق المالية الدولية اعتماد ثلاث أسس رئيسية هي: أولاً: عينة ملائمة (الأوراق المالية المستخدمة) والذي من المهم أن يتم مراعاة حجمها واتساعها، مصدرها، ثانياً: تحديد واضح للأوزان المفردة داخل المؤشر بحيث تميز أربعة مداخل أساسية لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية: الترجيح على أساس السعر، القيمة، الأوزان المتساوية، الأسعار النسبية، ثالثاً: طريقة واضحة لحساب قيمة المؤشر حيث توجد ثلاث طرق حسابية: الأرقام القياسية، المتوسط الحسابي والمتوسط الهندسي.

الفصل الثاني: دراسة حالة محفظة استثمارية السوق

السعودي

تمهيد:

بعد تطرقنا في الفصل الأول لأهم المفاهيم النظرية حول سوق الأوراق المالية والتقنيات الأساسية لها من كفاءتها ومتطلباتها وأدواتها وكذا مؤشرات قياس حالتها في الأسواق المالية العربية، ولغرض التأكد من مدى تأثير مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية سنحاول في هذا الفصل إسقاط أهم النقاط الأساسية التي تعرضنا إليها في الجانب النظري على الجانب التطبيقي، أين كان موضع اختيارنا لمحافظ استثمارية للسوق المالية السعودية، معتمدين في ذلك على بيانات ومعلومات مستخرجة من التقارير السنوية للسوق المالية السعودية . ولالإلمام بهذا الفصل تم تقسيمه إلى مبحثين جاءت كالآتي:

- المبحث الأول: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية
- المبحث الثاني: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى

## المبحث الأول: ماهية إدارة المحفظة الاستثمارية

يعد الاستثمار المالي من أضخم الاستثمارات التي يتوجه إليها معظم الناس حول العالم وذلك لما تحويه من مكاسب ضخمة، ولكنه يبقى مثيله مثل باقي الاستثمارات وذلك لما تحويه من مخاطر قد تؤدي بصاحبها للإفلاس وتفاديا للمخاطر الكبيرة التي يشتمل عليها عالم الاستثمار المالي، نجد أن معظم المستثمرون الماليون مؤخرا يتجهون للمحافظ المالية ومنها إلى المحافظ المالية الدولية.

### المطلب الأول: مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية

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

### الفرع الأول: نشأة المحفظة الاستثمارية

إن أول من كتب على المحافظ الاستثمارية عام 1952م، الباحث الأمريكي ماركويتز (MARKWITS) ثم جاء بعده العديد من الباحثين المحللين أمثال كورن (CORN) وشارب (SHARPE)، وقد ظهرت هذه الدراسات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وذلك خلال خمسينات وستينات القرن الماضي. أين قد ظهر خلال هذه الفترة في الولايات المتحدة الأمريكية عدد كبير من البنوك والشركات المالية التي هدفها الرئيسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يمكنهم استثمارها وذلك من أجل إعادة استثمار هذه الأموال استثمارا صحيحا لتحقيق دخل جيد للبنك والمدخر على حد سواء. وقد كان هناك عدد كبير من المدخرين ومبالغ كبيرة من المدخرات، أين قد وقع على عاتق هاته البنوك استغلال هذه الأموال استغلالا أمثل، وكما قد ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني، صندوق الضمان الاجتماعي، صناديق توفير البريد وغيرها من الصناديق الاستثمارية. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 89)

ولكن عدد كبير من إدارات البنوك والشركات المالية الغير المتخصصة اغترت وقامت بتجميع مبالغ كبيرة من المدخرات وبما أنها غير متخصصة في إدارة المحافظ المالية ولا تطبق الأسس العلمية لها فإنها فعلا فشلت في إدارتها وخرج عدد كبير من الشركات من السوق وبقيت الشركات التي تدار بواسطة مدراء متخصصين يطبقون نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم، مما دعا الباحثين والمتخصصين إلى التركيز على إدارة المحافظ. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 89)

هذه الدراسات لازالت في حاجة إلى باحثين جيدين ينظمون ما سبق عمله قصد القيام بدراسة كافة الجوانب التي لم يتم التطرق لها من قبل الباحثين الآخرين، إضافة إلى ذلك أنه كلما تقدم الزمن يزيد الادخار وبالتالي تزيد الشركات الاستثمارية والبنوك وصناديق التوفير، وعليه يجب إيجاد طرق فعالة لاستغلال هذه الأموال استغلالا أمثل يعتمد على طرق علمية صحيحة. (قواجلية ، 2020 ، الصفحات 89-90)

وبعد انقضاء أكثر من 25 سنة من الأبحاث التي أجراها العالم الأمريكي ماركويتز، أضحت إدارة المحافظ من أهم المواضيع الخاصة بالإدارة المالية، وأصبحت جل كليات الاقتصاد في العالم تدرس مادة إدارة المحافظ جنبا إلى جنب مع مادتي

الاستثمار والأسواق المالية، وكلها تحتم بالاستثمار في الأوراق المالية المختلفة وكذا معظم المجالات المالية العلمية زاد عدد الباحثين حول إدارة ونظريات المحافظ المالية. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 90)

### الفرع الثاني: مفهوم المحفظة الاستثمارية

كما تم توضيحه في معاجم اللغة حول كلمة محفظة فهي تعني بها في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يم فيه حفظ قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى، فمن هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية للدلالة على نفس المعنى، ومن خلال هذا الصدد نقدم بعض التعاريف المتداولة للمحفظة الاستثمارية.

#### التعريف الأول:

تعرف محفظة الاستثمار على أنها: «المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة، أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية». (العامري، 2010 ، صفحة 26)

#### التعريف الثاني:

الحافظ الاستثمارية هي: «توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية الأسهم والسندات والمشتقات والصراف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن والسلع وكل مالا يوجه للانتفاع الترفيهي أو الاستهلاك الشخصي بل يكرس للاستثمار بهدف تنمية القيمة السوقية له وتحقيق التوظيف الأمثل والحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة». (علوان، 2009 ، صفحة 184)

#### التعريف الثالث:

وتعرف المحفظة الاستثمارية على أنها: «مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة، والذي إما يكون مالكةا أو مؤجر فقط». (عطية م.، 2011 ، صفحة 409)

ومن خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن أن نعرف المحفظة الاستثمارية أنها: عبارة عن مجموعة من الأدوات الاستثمارية إما تكون أدوات مالية كالأسهم والسندات أو أدوات حقيقية والمتمثلة في العقارات والمعادن النفيسة كالذهب والفضة. ويتم إدارة هذه الأدوات من قبل مدير المحفظة، والهدف من المحفظة الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة.

#### الفرع الثالث: أهداف المحفظة الاستثمارية

إن تشكيل محفظة استثمارية يعد استراتيجية استثمارية مهمة لتقليل المخاطر، وهناك عدة أهداف تدفع بالمستثمر لإنشائها نذكر منها ما يلي:

✓ تعمل على المساعدة في الحفاظ على رأس المال الأصلي بالتنوع في الأوراق المالية والتي بدورها تعمل على تنوع درجة المخاطرة والعائد.

✓ استقرار التدفقات النقدية.

✓ النمو في رأس المال. (قواجلية ، 2020 ، صفحة 92)

✓ تعمل على تحقيق مستوى مقبول من السيولة بحيث تكون الأوراق المالية لشركات كبرى وهذا ما يسهل تسويق هذه الأوراق عند الحاجة. (الداغر، 2005 ، صفحة 204)

#### الفرع الرابع: أنواع المحفظة الاستثمارية

إن تنوع المحافظ الاستثمارية يكون بحسب مكوناتها التي تتحدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو أهداف المحفظة والتي من المنطقي أن هذه الأخيرة تكون مختلفة وبالتالي ينتج عدة أنواع من المحافظ الاستثمارية بناء على اختلاف ما تحتويه من أوراق مالية، ومن أهم أنواع هذه المحافظ نجد ما يلي: (آل شيب، 2009، الصفحات 294-295)

✓ **محفظة الدخل (محفظة العائد):** هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة من المخاطر والحصول على دخل جاري بحيث هذا النوع من المحافظ يضم عددا من الأوراق المالية تولد دخلا مستقرا نسبيا كالأسهم الممتازة، أسهم الشركات الكبيرة، السندات الحكومية وسندات الشركات العريقة، وبالتالي فإن معظم الذين يفضلون هذا النوع هم صغار المستثمرين والمستثمرين المحافظين.

✓ **محفظة النمو (محفظة الربح):** هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تحقيق نمو مستمر في العائد، لهذا تكون الأدوات المختارة ذات مخاطر عالية وتشمل الأسهم العادية مختلفة الشكل والإيراد والمخاطر المرتفعة نسبيا، إن التعامل بهذه الأسهم يشترط إدارة نشطة ومتحركة تتطلب المتابعة والمراقبة باستمرار، كما أن هذا النوع من المحافظ يهتم بالأرباح الرأسمالية.

✓ **المحفظة المختلطة:** هذا النوع من المحافظ يكون مزيجا بين الأدوات ذات المخاطر المرتفعة وذات المخاطر المنخفضة وتهدف إلى إيجاد إيرادات جارية ورأسمالية في نفس الوقت.

#### المطلب الثاني: مفهوم وأهداف إدارة المحفظة الاستثمارية

يكرس الباحثون والمحللون الماليون ومعظم المستثمرين العاديين جهودهم بشكل مستمر ومتواصل في إيجاد سبل جديدة للوصول إلى تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر إلى أقل درجة ممكنة، فمن خلال هذا تم ابتكار طرق وأساليب جديدة لتسيير ما يملكونه من أصول مالية بطرق مثلى وفعالة.

#### الفرع الأول: مفهوم إدارة المحفظة الاستثمارية

تتنوع مفاهيم إدارة المحفظة الاستثمارية ولكن تصب كلها في مضمون واحد نذكر منها ما يلي:

**تعرف إدارة المحفظة الاستثمارية على أنها:** تلك الأنشطة التي توظف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي ترجمة لأهداف المستثمر، أين أن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية زيادة رأس المال للمحفظة وتحديد أهداف المحفظة من خلال عملية الاستثمار وحصر الأوراق المالية التي تستثمر بها الأموال لتكوين تشكيلة من هذه الأخيرة تحقق أكبر عائد ممكن بأقل درجة ممكنة. (آل شيب ، 2010 ، صفحة 37)

ويتم تحديد خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية من قبل كل باحث أو مدير محفظة كل بحسب رأيه وكل بحسب ما يناسبه غير أنه تم الاتفاق على نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية والذي يتكون من خمسة عناصر رئيسية ألا وهي:

(المومني، 2009، صفحة 44)

✓ تخطيط المحفظة (PORTFOLIO PLANNING)

✓ تحليل الاستثمارات (INVESTMENT ANALYSIS)

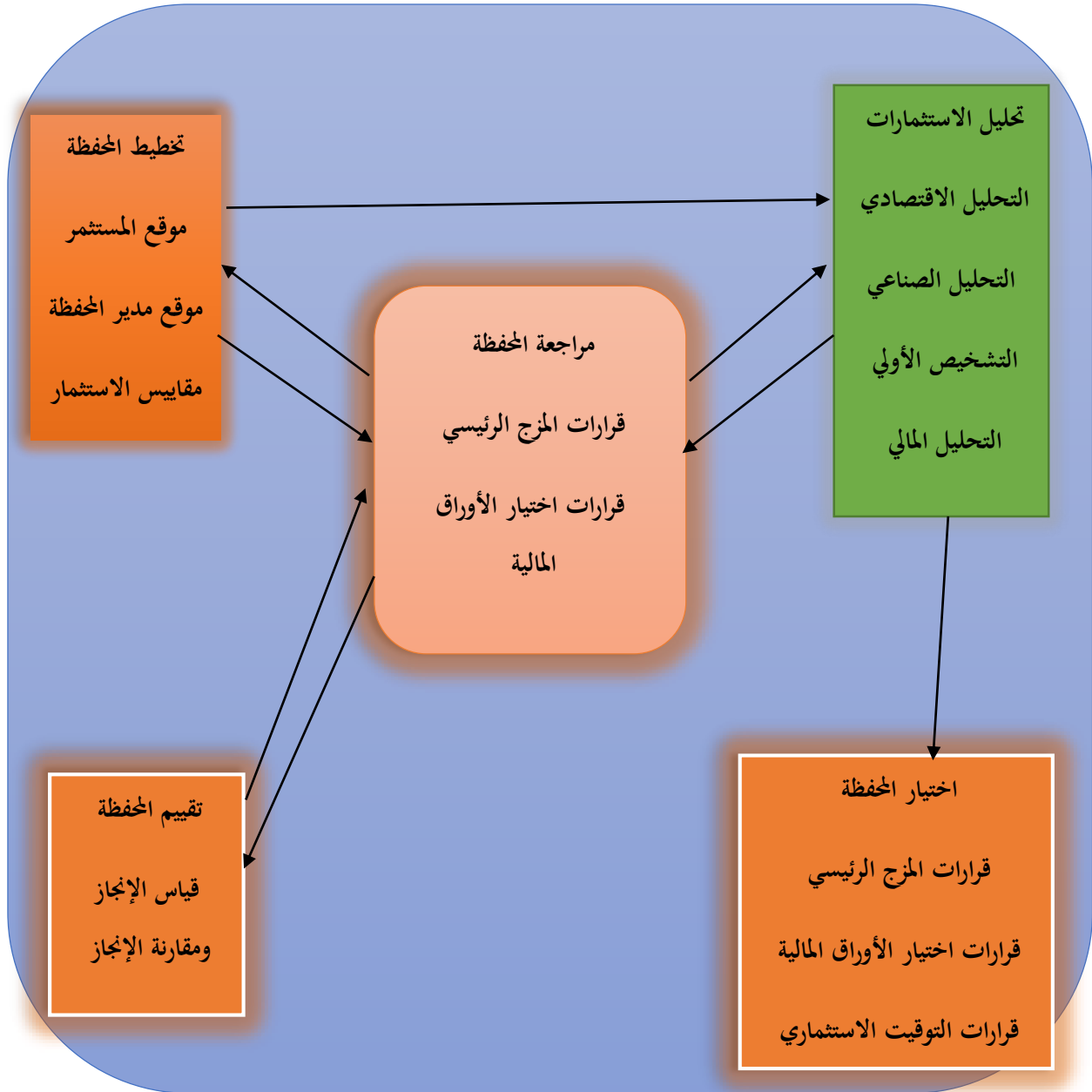
✓ اختيار المحفظة (PORTFOLIO SELECTION)

✓ تقييم المحفظة (PORTFOLIO EVALUATION)

✓ مراجعة المحفظة (PORTFOLIO REVISION)

فكل مرحلة من هذه المراحل تشتمل على مجموعة من الخطوات كما هي موضحة في الشكل التالي

الشكل رقم: (01-02): خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية



المصدر: (المومني، 2009، صفحة 43)

الفرع الثاني: أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية

نجد عدة أهداف تقع على عاتق إدارة المحفظة الاستثمارية نلخصها فيما يلي: (آل شيب ، 2010 ، صفحة 17)

✓ تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة.

✓ الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة: يعنى بعملية الاستثمار في الأوراق المالية الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يكون بعيدا عن المخاطر في رأسها الأصلي، وكما يشترط الاهتمام بموضوع المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المحفظة والذي يعد أحد أهم الأهداف الرئيسية التي تحققها إدارة المحفظة.

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

✓ النمو في رأس المال: يضع مدير المحفظة الاستثمارية هدفا أساسيا ألا وهو تنمية رأس المال فهو يعد الهدف الذي على أساسه يتم تأسيس المحفظة الاستثمارية.

✓ التنوع: يعد التنوع من أهم التقنيات الأساسية لتقليل المخاطر الغير نظامية التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية.

✓ قابلية السيولة والتسويق: يختار مدير المحفظة الأوراق المالية القابلة للسيولة في أي وقت بدون أن يحصل منها على خسائر.

#### المطلب الثالث: سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية

نجد ثلاث أنواع من السياسات التي يتم اتباعها في إدارة المحفظة الاستثمارية نذكرها فيما يلي:

##### أولاً: السياسة الهجومية

يتم تبني هذا النوع من السياسات من قبل مدراء المحافظ المضاربون الذين يرغبون في تفضيل عنصر العائد على عنصر الأمان، أين يركزون أهدافهم على تحقيق الأرباح الرأسمالية التي يتم تحقيقها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة، والنموذج المعروف للمحفظة الاستثمارية المثلى الملائمة لهذه السياسة هي ما يعرف بمحفظة رأس المال (CAPITAL PORTFOLIO) أو المحفظة التي يكون هدف مديرها الحصول على عائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح (DIVIDENDS) وإنما عن طريق نمو قيم الأصول، في هذا النوع من السياسة تكون المحفظة مبنية قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية وكذا بنسبة رأس مال تتراوح بين 80 إلى 90% من رأس المال المحفظة. (مطر و يتيم ، 2005 ، صفحة 183)

تقوم إدارة المحفظة عادة باستغلال وجود الاختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة، وإن نتيجة هذه السياسة الحصول على الأرباح الرأسمالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه الإدارة بشكل مستمر وتمتاز هذه السياسة بدرجة عالية من المخاطر وذلك نظرا للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المختارة في المحفظة، ويشترط في هذا النوع من الإدارة الدقة واليقظة الشديدة. (حنفي ع. ، 2000 ، صفحة 295)

##### ثانياً: السياسة الدفاعية

يتم تبني هذا النوع من السياسات من قبل مدراء المحافظ المتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطرة، والذين يضعون عنصر الأمان في أولوياتهم على حساب عنصر العائد، أين يستعملون أدوات استثمار ذات دخل ثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية بمحافظ الدخل والتي تكون قاعدتها الأساسية مكونة من السندات الحكومية أو المضمونة أو الأسهم الصادرة من الشركات الكبيرة العريقة المستقرة وهذه الأدوات تشكل ما بين 60 إلى 80 % من رأس المال المحفظة،

## الفصل الثاني : .....دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

ويتم اختيار هذه السياسة من قبل إدارة المحفظة عندما ترى وجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجه الاقتصاد نحو الكساد أو الركود الاقتصادي. (مطر و يتيم ، 2005، صفحة 183)

### ثالثا: السياسة المتوازنة

تعد هذه السياسة وسطا بين النوعين السابقين، ويتم تبنيها غالبية مدراء المحافظ لكونها ملائمة لجميع رغبات المستثمرين الراشدين الذين يرغبون في تحقيق عوائد مقبولة بمستويات مخاطرة معقولة وبالتالي تقوم سياسة المحفظة بتوزيع رأسمالها إلى قسمين: (حنفي ع.، 2003، صفحة 43)

✓ الاستثمار في الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع ودرجة المخاطرة العالية.

✓ اختيار أدوات استثمارية ذات دخل ثابت والتي لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق.

أين يتم توزيع رأسمال المحفظة على أدوات مالية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية، هذه السياسة توفر قدر عالي من المرونة لإدارة المحفظة في اختيارها وتشكيلها وكذا في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الأسهم وأسعار فائدة السندات. (حنفي ع.، 2003، صفحة 46)

### المطلب الرابع: نظرية المحفظة وقياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

من المعروف أنه وراء كل عملية استثمارية يفضل تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة ولكن بالرغم من ذلك فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الأعلى والتي تنطوي على مخاطر عالية يمكن أن تؤدي بالمستثمر إلى خسارة ثروته كاملة.

### الفرع الأول: مفهوم نظرية المحفظة

في هذا الفرع سنتطرق إلى مفهوم نظرية المحفظة ولأهم الافتراضات التي تقوم عليها.

**نظرية المحفظة** هي: نظرية معيارية تهتم بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين سواء أكانوا مؤسسات أو أفراد وذلك من خلال طريقة الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار وذلك إما في الموجودات المالية أو المادية، وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشيد عند ممارسته لعملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فهذا الأخير يتجنب المخاطرة التي تؤدي به إلى استثمارات تحقق له أعلى احتمال لمعدل العائد عند نسبة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد.

(العامري، 2010، الصفحات 23-24)

وفي عام 1952م أرسيت مبادئ نظرية المحفظة على يد منظرها الأول والحائز على جائزة نوبل للمالية والاقتصاد " هاري ماركويتز" ، ومن المساهمين في تطوير هذه النظرية الباحث المالي الاقتصادي " جامس سي توي" والذي توصل بتطور النظرية إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة وذلك عام 1958م، وفي عام 1963م اقترح الرائد المالي الاقتصادي "وليم أف شارب" نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM، وحصل على جائزة نوبل في المالية والاقتصاد عام 1990م ، وتقوم نظرية المحفظة على الافتراضات التالية: (عبد الجواد و الشديفات، 2006، الصفحات 34-35)

- ✓ تجنب المستثمرون للمخاطرة (المستثمر الرشيد): المستثمرون العقلانيون يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى وذلك عند نفس المستوى من المخاطرة أو يفضلون المخاطر الدنيا على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.
- ✓ تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطرة: يسعى المستثمرون إلى تعظيم العوائد المتوقعة وذلك لفترة واحدة علما أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة، فلهذا يضع المستثمرون قراراتهم على ما يتوقعونه من علاقات العوائد بالمخاطر وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية عبارة عن دوال للعوائد المتوقعة هذا من جانب وكذا للتباين والانحراف المعياري المتوقع لهذه العوائد فقط.
- ✓ تماثل فترة الاحتفاظ للمستثمرين: يتم تمثيل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة وذلك خلال فترة الاحتفاظ بالأذونات الاستثمارية.
- ✓ إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة: يقوم المستثمرون بمواجهة المخاطر التي تواجه محافظهم على أساس تغيير العوائد المتوقعة.
- الفرع الثاني: قياس عائد المحفظة الاستثمارية

إن من الأهداف الرئيسية التي يتم اتخاذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية العائد.

أولاً: تعريف عائد المحفظة

فيما يلي سنقوم بتقديم تعريف عائد المحفظة:

يعرف العائد بأنه: «ذلك التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، بحيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة وسمى بالعائد لفترة الاقتناء». (حداد، 2008، صفحة 128)

ثانيا: أنواع عوائد المحفظة

وفيها نميز ثلاث نذكرها فيما يلي:

✓ **معدل العائد المتحقق:** يمثل ذلك المعدل من العائد الفعلي الذي يتم تحقيقه من طرف المستثمر من مسك محفظته، وأحد مكوناتها مرجحة لأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة لذا يطلق عليه بالعائد المتحقق الموزون ويتم حسابه وفقا للعلاقة التالية: (زيان، 2015، صفحة 111)

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

✓ **معدل العائد المطلوب:** هذا المعدل يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة وذلك تعويضا للمخاطر المحتملة، ويتم حسابه على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحا لوزن مساهمته لمبلغ المحفظة. وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود (تعويض عن الانتظار وتكلفة الفرصة البديلة)، التضخم، مخاطر الاستثمار...، ويتم حساب هذا المعدل وفقا للعلاقة التالية: (زيان، 2015، الصفحات 111-112)

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر} + \text{نسبة التضخم المتوقعة} + \text{علاوة المخاطرة}$$

بحيث:

- **المعدل الخالي من المخاطر:** يمثل سعر الفائدة على السندات قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة وفي حال عدم وجودها نستعمل سعر الفائدة على الودائع. (زيان، 2015، صفحة 112)

- **علاوة المخاطرة:** تعتمد على نوع الاستثمار.

✓ **معدل العائد المتوقع:** إن حساب العائد المتوقع من حيازة المحفظة المالية يتوقف على مساهمة هذه الاستثمارات الفردية، لكن على العكس من ذلك بالنسبة لمخاطر المحفظة لأن هذا الأخير لا يتوقف فقط على المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة وإنما على أثر الاقتراح الاستثماري على المخاطر الكلية للمحفظة، أي أن خطر محفظة الاستثمار مرتبط بمدى وطبيعة الارتباط بين التدفقات النقدية للاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية. (بن فريجة ، 2021، صفحة 62)

وللتبسيط يفترض أن هناك نوعين من الأصول المكونة للمحفظة المالية، أين معدل عائد كل منهما ( $R_B$  ،  $R_A$ ) على التوالي وتباين عائدهما معروف ( $\delta_B^2$  ،  $\delta_A^2$ ) على التوالي.

ولنفترض أن:  $W_A$  الوزن النسبي للاستثمار في شراء الأصل  $A$  ضمن المحفظة.

$W_B$  الوزن النسبي للاستثمار في شراء الأصل  $B$  ضمن المحفظة.

## الفصل الثاني : دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

وقيمة العائد المتوقع للمحفظة ( $R_p$ ) هو عبارة عن المجموع المرجح لمعدلات العائد المتوقعة لهذه الأصول.

بحيث:

$$R_p = W_A \cdot E(R_A) + W_B \cdot E(R_B)$$

و  $R_A$  ،  $R_B$  : متغيرين عشوائيين لمعدلات عائد الاستثمار في الأصلين **A** و **B** على الترتيب.

وبما أن المحفظة متكونة من أصلين فقط أي أن:  $W_A + W_B = 1$  فإن  $W_A = 1 - W_B$

إذن:

$$R_p = (1 - W_B) E(R_A) + W_B E(R_B)$$

وبالتالي: يكون عائد هذه المحفظة المتكونة من **N** أصل محدد بالعلاقة:

$$R_p = E(R_p) = E(W_1 R_1 + W_2 R_2 + \dots + W_i R_i)$$

$$W_1 E(R_1) + W_2 E(R_2) + W_3 E(R_3) + \dots + W_N E(R_N)$$

$$R_p = \sum_{i=1}^N W_i E(R_i)$$

وكما نشير إلى أنه من المحتمل أن يكون عائد محفظة أصغر أو يساوي أو أكبر من مجموع عوائد الاستثمارات الفردية

المكونة للمحفظة، وذلك حسب حجم وإشارة التباين المشترك لتلك العوائد. (فائق، 2015، صفحة 57)

ويعد العالم "ماركويتز" أول من كان يقيس ربحية المحفظة وذلك من خلال العائد المتوقع والمخاطر المتباينة، ويطلق على

نحج ماركويتز "بمتوسط التباين" الذي كان الهدف من وراءه تقليل المخاطر في المحفظة إلى الحد الأدنى عن طريق تحديد الحد

الأدنى للعائد المتوقع من قبل هذا المستثمر أو العكس أي تعظيم العائد المتوقع عن طريق تحديد الحد الأدنى من المخاطر

المطلوبة من قبل هذا المستثمر. (بن فريجة ، 2021 ، صفحة 63)

وهناك عدة طرق لحساب معدل العائد المتوقع نذكر منها طريقة الوسط الحسابي: (زيان، 2015، صفحة 113)

✓ **طريقة الوسط الحسابي:** هذه الطريقة على مبدأ تجميع العائد المحقق للفترات السابقة وقسمة هذا المجموع على

عدد الفترات، ويعتبر الحاصل متوسطا للعائد المكون لمحفظة الاستثمار، ويتم حسابه وفقا للعلاقة التالية:

$$R_p = \frac{\sum_{i=1}^N R_i}{N}$$

### الفرع الثالث: قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية

ترجع درجات مخاطر الاستثمار في المحافظ الاستثمارية إلى التنبؤ الجيد بعوائد استثمار، لكل وجه من أوجه استثمارات المحفظة كل على حدا، ويزداد أو يقل الخطر حسب الانحرافات بين العوائد المتوقعة والفعالية للمحفظة، فكلما زادت أو قلت الانحرافات زادت أيضا أو قلت درجة خطورة الاستثمار في المحفظة والعكس صحيح، لذا يعتبر التباين والانحراف المعياري للتقلبات في معدلات العوائد المتوقعة عن متوسطها الفعلي مقياسا ملائما لدرجة خطورة الاستثمار في المحفظة. (البدوي،

2014، صفحة 65)

أولا: تعريف المخاطرة

تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة عدة تعريفات حول المخاطرة نذكر منها:

**تعرف المخاطرة بأنها:** درجة الاختلافات في التدفق النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة المخاطرة والمخاطرة مرتبطة بتلك المواقف التي يمكن القيام فيها بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين. (الحناوي، 2000، صفحة 230)

ثانيا: أنواع المخاطر الاستثمارية

قسمت المخاطر الاستثمارية إلى نوعين من المخاطر: مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية

**أ-المخاطر النظامية:** تمثل ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجمة عن العوامل العامة المشتركة والمؤثرة على النظام الاقتصادي ككل، أي أنها تتسبب بفعل العوامل العامة المشتركة المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل، وتوصف هذه المخاطر بالمخاطر البيئية الاقتصادية العامة، فعندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة نسبيا فإن ذلك يعكس الاستقرار فيها أما إذا كانت الظروف الاقتصادية غير مستقرة فإن المخاطرة النظامية ستباين كثيرا من مدة إلى أخرى. (زيان، 2015، صفحة 116) وتتميز هذه المخاطر بمجموعة من الخصائص نلخصها فيما يلي: (العامري، 2010، الصفحات 37-38)

✓ تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل.

✓ تؤثر في جميع الشركات العاملة وبالتالي تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

✓ لا يتم تجنبها في التنوع.

✓ يتم قياسها بمعامل  $\beta$ .

**ب-المخاطر الغير نظامية:** تمثل ذلك الجزء من المخاطر الكلية والتي تكون متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين، ومن العوامل المحددة لهذا النوع من المخاطرة نجد: (الحناوي، 2000، صفحة 235)

✓ قدرات الإدارة.

✓ توجهات المستهلكين.

✓ الإضرابات العمالية.

- ✓ التغييرات في القوانين والتشريعات التي تؤثر على شركة أو قطاع معين.
- ✓ ظهور اختراعات جديدة (التكنولوجيا).

### ثالثاً: مصادر المخاطر الاستثمارية

توجد عدة مصادر للمخاطر الاستثمارية أين تقسم هذه الأخيرة بحسب نوع المخاطرة التي تسببها فمنها عوامل تسبب مخاطر منتظمة وأخرى تسبب مخاطر غير منتظمة.

أ-مصادر المخاطر الغير نظامية: وتشمل هذه المخاطر كل من: مخاطر إدارية، مخاطر تشغيلية، مخاطر قانونية، مخاطر الرفع المالي.

1-المخاطر الإدارية: ينتج عن معظم الأخطاء الإدارية في المؤسسات وجود اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، وعموماً وبالرغم من قوة المركز المالي لتلك المؤسسات، يسبب هذا النوع في انخفاض معدل العائد الفعلي.

2-المخاطر التشغيلية: تنجم هذه المخاطر عن تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي: التغيير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، التغيير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي. (حماد، 2007، صفحة 320)

3-المخاطر القانونية: هذه المخاطر مرتبطة بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغيير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة ومنه التأثير على أداؤها.

4-مخاطر الرفع المالي: تنتج نتيجة استخدام المؤسسة لأموال ذات أعباء ثابتة مثل القروض والسندات والأسهم الممتازة، وسبب استخدام المؤسسة لهذا النوع من الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية. (عبد العال، 2003، صفحة 372)

ب-مصادر المخاطر النظامية: وتشمل هذه المصادر ما يلي:

1-انخفاض القوة الشرائية للنقود: من الأخطار التي يمكن أن يتعرض إليها المستثمر في الأوراق المالية خاصة في الأوراق ذات العائد الثابت، الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع وخدمات. (قزيب، 2011، صفحة 29)

2-تغيرات معدلات الفائدة: هذه المخاطر متعلقة بعمليات الإقراض والاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة ارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة، وتتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، وتؤثر مخاطرة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية. (زيان، 2015، صفحة 119)

**3-مخاطر سعر الصرف:** ينتج هذا النوع من المخاطر عن وجود مركز مفتوح بالعملات الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدا أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات وتنشأ عن التحركات الغير مواتية لأسعار الصرف، والعمليات الآجلة بأشكالها المختلفة والتي تندرج تحت مسمى (Spot Transaction) يشمل المركز المفتوح العمليات الفورية للمشتقات المالية. (عبد العال، 2003، صفحة 373)

**4-مخاطر السوق:** هذا النوع من المخاطر ذلك التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وتتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق وما يترتب عليهما من تقلب في الأسعار، إذ تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء والاشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية وتغير الإجراءات والقرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية. (زيان، 2015، صفحة 119)

#### رابعا: قياس خطر المحفظة الاستثمارية

يمكن بناء بعض المحافظ على سبيل المثال التي تحقق لنا أدنى المخاطر وذلك عن طريق تحديد قيمة الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة وأن خطره يقاس بمقدار مساهمته في تكوين خطر المحفظة، ويمكن استخدام الأساليب التالية لقياس مقدار مخاطرة الأصل في مخاطرة المحفظة كما يلي:

**أ-التباين:** وهو عبارة عن مجموع انحرافات البيانات عن الوسط الحسابي وبما أن المجموع يساوي صفرا دائما كان لا بد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس له معنى وذلك من خلال تربيع الانحرافات أين تستخدم هذه الأخيرة في حساب التباين. (شقيري، 2012، صفحة 65)

وبالتالي يعد كل من التباين والانحراف المعياري كمقياسين للمخاطر ويعبر عن التباين بتشتت القيم عن وسطها الحسابي أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين وبحسب التباين لأصل مالي واحد بالطريقة التالية: (حنفي ع، 2005،

صفحة 120)

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^N (R_i - \hat{R}_i)^2 P_i$$

حيث أن:

$\delta^2$ : التباين.

$R_i$ : العائد المتوقع لمعرفة الحالة الاقتصادية السائدة.

$\hat{R}_i$ : الوسط الحسابي للعوائد المختلفة.

$P_i$ : احتمال تحقق الحالة الاقتصادية.

**ب-الانحراف المعياري:** يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها فهو يقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، ويتم حسابه

وفقا للعلاقة التالية: (شقيري، 2012، صفحة 62)

$$\delta_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N (R_i - \hat{R}_i)^2 p_i}$$

بحيث:

$\delta_p$ : الانحراف المعياري للعوائد المتوقعة للمحفظة.

ج- معامل الاختلاف: هذا المقياس النسبي يزودنا بحجم المخاطر لكل دينار من القيمة المتوقعة للعائد، فالانحراف المعياري يكون مناسباً لقياس المخاطرة عندما يتم المقارنة بين ورقتين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة لهما فإنه يصبح معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب بحيث بين درجة المخاطرة لوحدة واحدة من العائد وبحسب وفقاً للعلاقة التالية: (شقيري، 2012، الصفحات 65-66)

$$C.V = \frac{\delta_p}{\hat{R}_i}$$

بحيث:

$\delta_p$ : الانحراف المعياري للعوائد المتوقعة للمحفظة.

$\hat{R}_i$ : الوسط الحسابي للعوائد المختلفة.

- ❖ يتم استخدام معامل الاختلاف C.V كمقياس للمخاطر في الحالات التالية:
- ✓ عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية تختلف من حيث التكلفة الاستثمارية.
- ✓ عند وجود مجموعة من البدائل الاستثمارية يختلف مجموع العوائد بين بديل وآخر.
- ✓ عند اختلاف الوسط الحسابي لعوائد المشاريع التي يراد المقاضلة بينها.

د- المعامل بيتا  $\beta$ : يعتبر مقياس احصائي للمخاطر المنتظمة أين يقيس حساسية عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق، والتي تشكل محفظة السوق، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط  $r$  بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة  $\delta_p$  والانحراف المعياري لعائد السوق  $\delta_m$  والذي يعطى بالعلاقة التالية: (العامري، 2010، صفحة 43)

$$COV(R_p, R_m) = r(R_p, R_m) \cdot \delta_p \cdot \delta_m$$

وعليه يتم صياغة علاقة بيتا بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{COV(R_p.R_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(R_p.R_m)(\delta_p)(\delta_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(R_p.R_m)\delta_p}{\delta_m}$$

حيث أن: (شقيري، 2012، صفحة 68)

$\beta$ : يمثل درجة الحساسية لتقلب العائد المتوقع للسهم مع التقلب الحاصل في محفظة السوق.

$COV(R_p.R_m) = r(R_p.R_m)$ : يمثل التباين المشترك بين عائد السوق وعائد الورقة المالية، ويتوقف على علاقة الارتباط بين العائدين.

$\delta_p \cdot \delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد كل من السوق والورقة المالية.

❖ ويتم حساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق حيث يقيس هذا الأخير المخاطر السوقية والمخاطر المنتظمة. (زيان، 2015، الصفحات 123-124)

- إذا كان معامل  $\beta = 1$ : فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق.

- إذا كان معامل  $\beta > 1$ : فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.

- إذا كان معامل  $\beta < 1$ : فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.

- إذا كان معامل  $\beta = 0$ : فإن مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق.

- إذا كان معامل  $\beta = (-1)$ : فإن مخاطر السهم تكون مساوية لمخاطر السوق، ولكن اتجاه مخاطر السهم في اتجاه تحرك العوائد وهو معاكس لاتجاه السوق، ويكون اختيار القطاع الذي يكون له أعلى رقم قياسي وكذا حجم التداول القطاعي وعدد العقود، ويتم اختيار الشركات على أساس تحليل الاحصائيات الشهرية لأهم الشركات العشرة الأكبر من حيث القيمة السوقية وأكثر ارتفاعات في أسعار أسهمها والشركات الأحسن أداء وذلك من أجل اختيار أفضلها لتشكيل المحفظة **B** الأكثر تداولاً لمختلف القطاعات ومن ثم حساب المعامل المراد دراسته.

هـ- التنوع: «استراتيجية تهدف لتخفيض خطر المحفظة دون التضحية بالعائد من خلال الاستثمار في عدة أصول مالية ذات خصائص مختلفة». (زيان، 2015، صفحة 124)

❖ ويوجد عدة أنواع للتنوع لكن نذكر النوعين الأساسيين منها فقط: (زيان، 2015، صفحة 124)

هـ.1. التنوع البسيط: ويتم فيه زيادة ورقة مالية لورقة مالية أو لمجموعة من الأوراق المالية بشكل عشوائي، فليس من الضروري أن يؤدي هذا التنوع لتخفيض خطر المحفظة، كما قد يؤدي إلى زيادته عند اختيار ورقة مالية غير مناسبة.

هـ.2. تنوع ماركويتز: يعتمد في اختياره للورقة المالية على معيار عائد-مخاطرة وكذلك على معامل الارتباط، الذي يقيس طبيعة تحرك عوائد الأوراق المالية المختلفة، أي مقدار واتجاه تحرك عائد كل ورقة مالية وعلاقتها بالأوراق الأخرى.

## المبحث الثاني: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية المثلى

بعد تحديد عائد ومخاطر كل محفظة، لجأ المنظر المالي والاقتصادي ماركويتز إلى وضع قاعدة أساسية للاختيار بين مجموعة المحافظ وهي المحفظة المثلى، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهومها، وطرق بناءها وكذا نماذج تقييم أدائها، ومع دراسة حالة السوق السعودية كمثال توضيحي.

### المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

يوجد عدة تعريفات للمحفظة الاستثمارية المثلى نذكر منها ما يلي:

**تعرف المحفظة الاستثمارية المثلى:** «أنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد». (بن فريجة ، 2021، صفحة 72)

**وكما تعرف بأنها:** «تلك المحفظة التي تحقق للمستثمر أكبر قدر من الاشباع، والتي تحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، فقد يرغب المستثمر في تحقيق عائد متوازن مقابل مخاطرة محدودة، والعكس قد يرغب في تحقيق عائد أعلى مصحوباً بمخاطر أعلى». (زيان، 2015، صفحة 125)

**وتعرف أيضاً:** «بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها». (خرباش، 2012، صفحة 23)

ومن خلال التعريف السابقة يمكن أن نعرف المحفظة الاستثمارية المثلى بأنها: تلك المحفظة من بين المحافظ الكفؤة التي تتناسب مع نموذج التبادل أي ما بين العائد والمخاطرة. وتتوفر المحفظة الاستثمارية المثلى على جملة من الخصائص نذكر منها ما يلي: تحقق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان، تتميز أصولها بقدر كاف من التنوع الإيجابي، تحقق أدوات المحفظة حداً من السيولة أو قابلية التسويق.

### المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

إن بناء المحفظة الاستثمارية المثلى يكون بعد تحديد مبادئها الأساسية، ويتم اختيارها عن طريق منحنيات السواء أو منحى الحد الكفاء.

### الفرع الأول: مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

إن عملية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى حسب المستثمر الرشيد تقوم على ثلاثة مبادئ أساسية وهي: (حنفي ع، 2005، صفحة 160)

- ✓ إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن تختلفان في درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، هنا أكيد المستثمر سيكون اختياره أمام المحفظة ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي العائد.
- ✓ إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان في العائد الذي تحققانه، هنا أكيد المستثمر سيكون اختياره أمام المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
- ✓ اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى والمخاطرة الأقل في باقي الحالات.

ولمعرفة مجموعة المحافظ الممكنة والتي يمكن تمثيلها وتكوينها من الأصول المتاحة، فإن اختيار المحفظة المثلى يتضمن قراراتين منفصلين: (خرباش، 2012، صفحة 24)

✓ تحديد مجموعة المحافظ الكفوة.

✓ الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة.

#### الفرع الثاني: اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى

بعد معرفة مجموعة المحافظ الكفوة يجب على المستثمر أن يحدد تلك المحفظة التي تحقق مصلحته (المحفظة المثالية) لأنه يجب عليه معرفة درجة قبوله للخطر أو بمعنى آخر المبادلة بين الخطر والعائد من وجهة نظر المستثمر وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لنظرية ماركويتز، نظرية توبين.

#### أولاً: نظرية ماركويتز

في عام 1952م قدم هاري ماركويتز إضافة جديدة في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال استخدام نموذج البرمجة التربيعية في اختيار المحفظة الاستثمارية، أين يعد هذا الأخير من بين التقنيات الكمية الحديثة في مجال الرياضيات المالية التي يتم العمل بها في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية، بحيث يأخذ المستثمر بعين الاعتبار عاملين أساسيين عند اختياره لأصول المحفظة الاستثمارية ألا وهما العائد والمخاطرة، وعليه يكون الهدف الرئيسي من نموذج المحفظة الاستثمارية إما تدنية مخاطر المحفظة مع تحقيق مستوى مقبول من العائد، أو تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة. (زواوي و نعاس، 2015، صفحة 124)

أ- الحد الكفاء: لتعريف الحد الكفاء نفترض أنه لو كان لدينا عددا من الأوراق المالية قدره (ن) وتم بناء عدد غير محدد من التوليفات تتفاوت من حيث الأوراق المالية التي تتضمنها أو من حيث نسبة الموارد المخصصة لكل ورقة أو من الناحيتين معا، ويطلق على هذه المجموعة غير المحددة من التوليفات المجموعة المتاحة أو الممكنة من الاستثمارات. وبتابع نظرية المجموعة الكفوة والتي تضع أسس للمفاضلة بين المجموعة الممكنة من الاستثمارات ممثلة في شرطين: (بن فريجة،

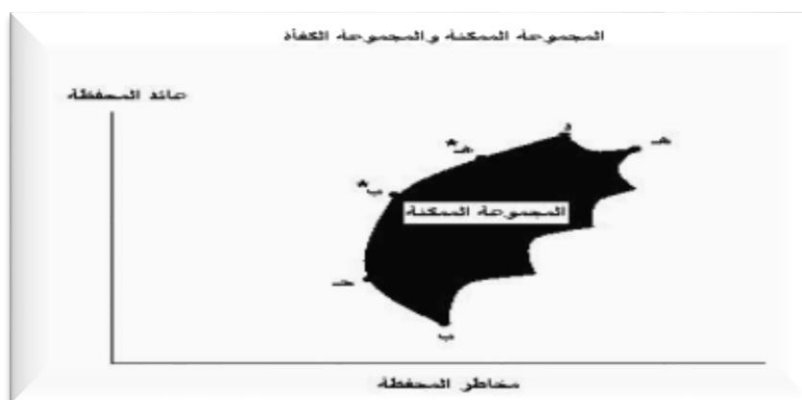
#### 2021، صفحة 73)

✓ اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

✓ اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد.

وأي مجموعة من الاستثمارات يتوافر فيها هذين الشرطين نطلق عليها المجموعة الكفوة أو الحد الكفاء، وذلك لأنها في قمة كافة الفرص الاستثمارية الأخرى.

الشكل رقم: ( 02-02 ): مجموعة محافظ الحد الكفاء

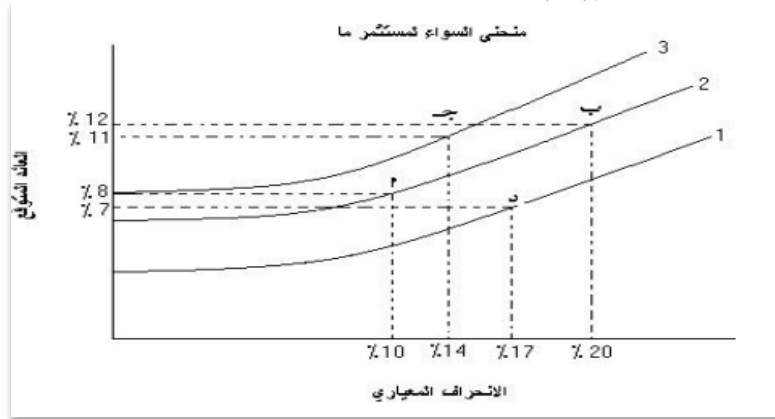


المصدر: (القيشاوي، 2004، صفحة 26)

ونظرية المجموعة الكفؤة تقضي باختيار المحافظ التي يتوافر فيها الشرطين معا وحيث أنه في ظل الشرط الأول قد استبعدت المحفظة (ب)، وفي ظل الشرط الثاني استبعدت المحفظة (هـ)، فإن المجموعة الكفؤة من المحافظ أو ما يمكن أن تسميه بالمحافظ الكفؤة هي التي تقع بين النقطتين (د)، (ج) وما عدا ذلك هي المحافظ التي تتسم بالكفاءة. (بن فريجة ، 2021، صفحة 74)

**ب-منحنيات السواء:** بعد التطرق إلى منحنى الحد الكفاء، يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة الكفؤة من النقاط الواقعة على هذا المنحنى، فلكي تتحدد المحفظة المثلى يجب معرفة ميول المستثمر اتجاه الخطر أو بمعنى آخر دالة المقايضة بين العائد والخطر من وجهة نظره. وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء ويمكن رسم عدد لا نهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر، لتمثل المقايضات بين العائد والمخاطرة لمستويات مختلفة من الرضا. ولمستوى معين من الخطر فإن عائدا أكبر يتم الحصول عليه عند انتقال المنحنيات ناحية اليسار. بالإضافة إلى ذلك فإن كل فرد يختلف عن الآخر فيما يتعلق بمنحنيات السواء أو المقايضة بين العائد والمخاطرة. (الحناوي و العبد، 2005، صفحة 294)، فمنحنى السواء يعد أفضل توليفة من الاستثمارات التي يفضلها المستثمر في شأن العائد المتوقع الذي يمثله المحور الأفقي والمخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري والتي يمثله المحور العمودي كما هو موضح في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم ( 02 - 03): منحنيات السواء لمستثمر ييغض المخاطر



المصدر: (بن فريجة ، 2021 ، صفحة 74)

ثانيا: نظرية توبين

أضاف المنظر المالي والاقتصادي "جيمس توبين" مصطلح الرافعة إلى نظرية المحفظة وذلك عن طريق إدراج أصل خال من المخاطر في محفظة تقع على خط الكفاءة، وهو ما يمكنه من التوصل إلى محافظ لديها خصائص العائد المخاطرة و تفضل تلك المحافظ التي تقع على خط الكفاءة الذي قدمه، ويتم الجمع بين منحنى الحد الكفاء الذي يمثل مجموعة المحافظ الكفؤة وبين منحنيات السواء، ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفؤة عند نقطة التماس بين منحنى الحد الكفاء ومنحنى السواء، حيث تمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر، وهذا ما أطلق عليه توبين خط سوق الأوراق المالية (SML)-(Security Market Line)، كما أطلق على المحفظة التي تقع عند نقطة التماس بمصطلح المحفظة تامة الكفاءة (Super-Efficient portfolio). (بن فريجة ، 2021 ، صفحة 74)

باستخدام الأصل الخالي من المخاطر فإن المستثمرين الذي يجوزون المحفظة تامة الكفاءة قد يقومون بما يلي: (بن فريجة ، 2021 ، صفحة 75)

- زيادة (Leverage) مراكزهم من خلال إنقاص (Shorting)الأصل الخالي من المخاطر واستثمار العوائد في حيازة محفظة أخرى تامة الكفاءة.

- تخفيض (Leverage) مراكزهم من خلال بيع المحافظ تامة الكفاءة التي في حوزتهم واستخدام هذا العائد في شراء أصول خالية من المخاطر.

وكل المحافظ تقع على خط سوق الأوراق المالية بناء على ذلك فإن المحافظ التي تضم أصل خال من المخاطر مع محفظة تامة الكفاءة سوف تفضل المحافظ التي تقع على خط الكفاءة نفسه من وجهة نظر العائد/ مخاطرة. ومن ثم فقد اقترح "توبين" أن بناء المحفظة يجب أن يمر بخطوتين:

- الأولى: قيام المستثمرين بتحديد المحفظة تامة الكفاءة، ويجب أن يشمل ذلك على نسبة المخاطر لمخاطرتهم.
- الثانية: يجب أن يزيدوا الرافعة المالية أو يخفضوها بالنسبة للمحفظة تامة الكفاءة للوصول إلى أي مستوى من المخاطر.

ويعرف خط سوق رأس المال بأنه: «مجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة»، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأتية من العلاقة بين الاستثمار الحالي من المخاطرة مع محفظة السوق. أما خط سوق الاستثمار، أو ما يعرف بخط سوق الورقة المالية **Capital Line Market (SML)** يعتمد على أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار لأي أصل يتكون من عائد خالي من المخاطرة زائد عامل المخاطرة المعدل المتأتي من حاصل ضرب علاوة المخاطرة المطلوبة لعائد السوق في مخاطرة الأصل، فعند مستوى معين من المخاطر المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب ودرجة مخاطرها المنتظمة المقاسة بالمعامل بيتا. (بن فريجة ، 2021، صفحة 75)

### الفرع الثالث: نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

قد يكون من الملائم ليكتمل إطار تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ضرورة التعرض لكيفية تقييمها، وللمستثمر الحق في معرفة مستوى أداء محفظته وكذلك أن يتساءل فيما إذا قد حقق الأهداف الأساسية التي استثمر في المحفظة من أجلها، وذلك بهدف التعرف على نقاط القوة والضعف للمحفظة واكتشاف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها أو الحؤول دون استفحالها بعد وقوعها، فتقييم أداء المحفظة يجب أن يتم من آن لآخر، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية وسوف نتعرض في هذا الفرع لأربعة نماذج أساسية، بالإضافة إلى النموذج البسيط، هناك نماذج اقترحت بطريقة متتابعة من طرف "ترينور" 1956م (Traynor) و"شارب" 1966م و"جنسن" 1968م.

### أولاً: النموذج البسيط

يعتمد هذا النموذج على قياس العائد الإجمالي على الاستثمار في المحفظة المالية، ويشمل هذا مضافاً إليه الأرباح أو الخسائر الرأسمالية خلال الفترة محل العائد الدخل الذي يحصل عليه المستثمر التقييم. ولكن إذا حدثت مسحوبات أو إيداعات قبيل نهاية الفترة الزمنية مباشرة، فيجب استبعاد الإيداعات من قيمة المحفظة في نهاية الفترة، وإضافة المسحوبات إلى قيمة المحفظة في نهاية الفترة لنحصل على من معدل العائد قريب جداً من معدل العائد الصحيح للفترة، في ضوء هذا النموذج يحكم المستثمر على أداء المحفظة المالية بمقارنة ما تحققه من عائد بمعدلات العائد التي تحققها محافظ مالية أخرى، أو بمعدل العائد الذي يحققه مؤشر سوق المال. وفي الواقع تعتبر هذه المقارنة غير كاملة ولا تعبر عن أداء المحفظة، وذلك لأنها لا تأخذ في اعتبارها العائد والمخاطرة. ولذلك عند تقييم أداء محافظ الاستثمار لابد من قياس كل من متوسط معدل العائد ومستوى المخاطرة للمحفظة خلال فترة التقييم. وعليه، يعاب على النموذج البسيط أنه يركز على قياس معدل العائد على الاستثمار دون مراعاة للمخاطر المرتبطة بهذا العائد. ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ولذا هناك من يطلق عليها الأساليب المزدوجة. (بن فريجة ، 2021،

الصفحات 90-91)

### ثانيا: نموذج " ترينور " (Treyner Measure or Treyner ratio)

يقوم نموذج " ترينور " على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنوعا جيدا وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة(الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة(العامة) باستخدام معامل بيتا  $\beta$  كمقياس لمخاطر المحفظة. وإن الفرق الوحيد بين مقياس "شارب" و"ترينور" هو في مقام المعادلة، إذ أننا نجد أن "شارب" قد استخدم الانحراف المعياري لقياس المخاطرة الكلية، بينما "ترينور" استخدم معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة فقط، حيث أنه قد افترض " أن مدير المحفظة سوف يتخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنوع البسيط في استثمارات محفظته". ويمكننا الحكم على محفظة الأوراق المالية للمستثمر من خلال مقارنة أداء هذه الأخيرة مع محافظ مستثمرين آخرين. (القاضي ، 2016، صفحة 26)

### ثالثا: نموذج شارب (Measure Sharpe) 1966م

قدم "وليام شارب" مقياسا لأداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى شبه الثقلب في العائد. أين يقوم نموذج على أساس قياس المخاطرة الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وبذلك فإن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي تنطوي عليها الاستثمار في المحفظة. حيث يمكننا مقارنة بين "مؤشر شارب" و"مؤشر ترينور" في النقاط التالية: (بن فريجة ، 2021، الصفحات 91-92)

- يعتمد اختيار أحد المؤشرين أساسا على توزيع أصول المستثمر، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمرا في نفس المحفظة موضوع الدراسة، فإن "مؤشر شارب" في هذه الحالة أنسب من مقياس "ترينور" الذي يعتمد على التطاير فقط، لأنه يولي اهتمام أكبر للخطر الكلي للمحفظة، إلا أنهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي لمحفظة جيدة التنوع يؤول إلى خطر السوق.

-يختلف مقياس "شارب" عن "ترينور" في قياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة، أما "ترينور" فيعتمد على معامل بيتا كمقياس لمخاطر.

### رابعا: نموذج جونسون

يرتكز تقييم الأداء حسب نموذج " جونسون " على السوق ونموذج توازن الأصول المالية، حيث حدد من خلال نتائجه علاوة الخطر التي يمكن انتظارها من كل محفظة لها مستوى معين من الخطر النظامي، تمارس سياسة معينة للشراء والاحتفاظ. ويطلق عليه أيضا مقياس العائد التفاضلي أو مقياس ألفا، ويعتمد هذا المقياس على استخدام (CAPM) كمعيار لتقييم أداء المحفظة المالية، وذلك من خلال مقارنة متوسط معدل العائد الفعلي الذي تحققه المحفظة خلال فترة التقييم، مع متوسط معدل العائد الذي يجب أن تحققه باستخدام (CAPM) فإذا تبين أن متوسط معدل العائد الفعلي

للمحفظة أقل من متوسط معدل العائد المحسوب (CAPM)، فهذا يعني انخفاض أداء المحفظة . وإذا تبين أن متوسط معدل العائد الذي حققته المحفظة يفوق متوسط معدل العائد المحسوب باستخدام (CAPM) ، فهذا يدل على ارتفاع أداء المحفظة، وذلك لقدرته على تحقيق معدل عائد فعلي يفوق معدل العائد المحسوب قيمة موجبة باستخدام (CAPM). (الحمودي، 2007، صفحة 322)

#### خامسا: تجزئة فاما (La décomposition de Fama)

إن الطرق سابقة الذكر لقياس أداء المحفظة المالية لم تأخذ بعين الاعتبار المعاملات التفسيرية الخاصة بها، وبالمقابل يمكن تجزئة أداء كل محفظة إلى عدة عناصر مع الأخذ بعين الاعتبار نوعية المسؤول عن الإدارة ويعود الفضل إلى هذا التحليل وهذه التجزئة في أداء المحفظة المالية إلى "فاما" سنة 1972 م أين قد قدم نموذجا لتقييم أداء المحافظ المالية يركز فيه على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذا على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، كما توصل إلى تجزئة الأداء إلى عنصرين الانتقائية (La sélectivité) والخطر (Le risque) فالانتقائية تقيس أداء محفظة لها نفس مستوى الخطر وتقع على خط سوق رأس المال، أما الخطر فيقيس الأداء الإضافي للمحفظة وهذا بقياس خطر المحفظة بالمقارنة مع محفظة تم تكوينها بشكل ساذج. (بوزيد، 2007، صفحة 98)

#### سادسا: مقياس بلوك وفرانش (La mesure de Block et French 2002)

إن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة، الذي يمكن أن يؤثر على العائد إيجابيا، إذا قام المسير (باختيار من أجل كل سهم عالي العائد وزن كبير) باختيار نسبة كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل، وكل هذا يتم بفعالية إذا تم في الوقت الملائم، ويمكن صياغة النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما:

#### (Value Weighted) و (equally Weighted). (شبير، 2015، صفحة 64)

المطلب الثالث: مساهمات مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية  
إن من أشهر طرق بناء المحافظ الاستثمارية هو الاعتماد على أحد المؤشرات السوقية، ومن ثم بناء محفظة لمحاكاة حركات الأسهم من خلال شراء الأسهم بنفس الأوزان على المؤشر المنشور، وبناء على ذلك سنقوم بتحليل محافظ استثمارية خاصة بالسوق السعودية باستخدام نماذج تقييمها ("شارب"، "ترينور"، "جنسن").

#### الفرع الأول: تقديم السوق المالي السعودي

تعتبر السوق المالية السعودية التي تعرف باسم تداول من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية. كما أنها تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة، وعليه سيتم التطرق للنقاط التالية

- الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي.
- الواقع العملي للسوق المالي السعودي.
- أداء السوق المالي السعودي.

أولاً: الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي

أ- أهداف السوق المالي السعودي "تداول": تداولاتي هي منظومة متكاملة لعدد من الخدمات الجديدة والمقدمة من قبل شركة مركز إيداع الأوراق المالية بالتعاون مع أعضائها والتي تلبي الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة. وتهدف منظومة الخدمات هذه إلى توفير قيمة مضافة لجميع أطراف العملية الاستثمارية والسوق المالية السعودية ككل، وذلك من خلال: (دليل الادراج السعودي، 2020، صفحة 15)

- توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وزيادة مستوى الثقة والشفافية لديهم بكل ما يتعلق بأصولهم المالية.
- تفعيل دور المستثمرين بشكل عام وذلك من خلال تمكينهم من التصويت، والاطلاع على استحقاقات الأرباح وتزويدهم برسائل تذكيرية واشعارات دورية عن أهم الأحداث واشعارات دورية عن أهم الأحداث ذات العلاقة.
- المساهمة في سد الفجوة بين الشركات المدرجة ومساهميها عن طريق تطوير آلية التواصل فيما بينهم.
- إتاحة مجموعة واسعة ومتنوعة من التقارير بطريقة سهلة وآمنة من خلال المصدر الأساسي لمعلومات الأوراق المالية.
- توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات المحفوظة لدى "تداول" وتحديثها.

ب- هيئة السوق المالية:

1-نشأة هيئة السوق المالية: أنشئت هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/06/2هـ الموافق ل 2003/07/31م ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتضطلع بالإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية. (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 28)

2-المهام الأساسية للهيئة: وفقاً للمادة الخامسة من نظام السوق المالية، الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات، وتطبيق أحكام هذا النظام وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 32)

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل معها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- حماية المواطنين المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات الغير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب .
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية .
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين المستثمرين فيها.

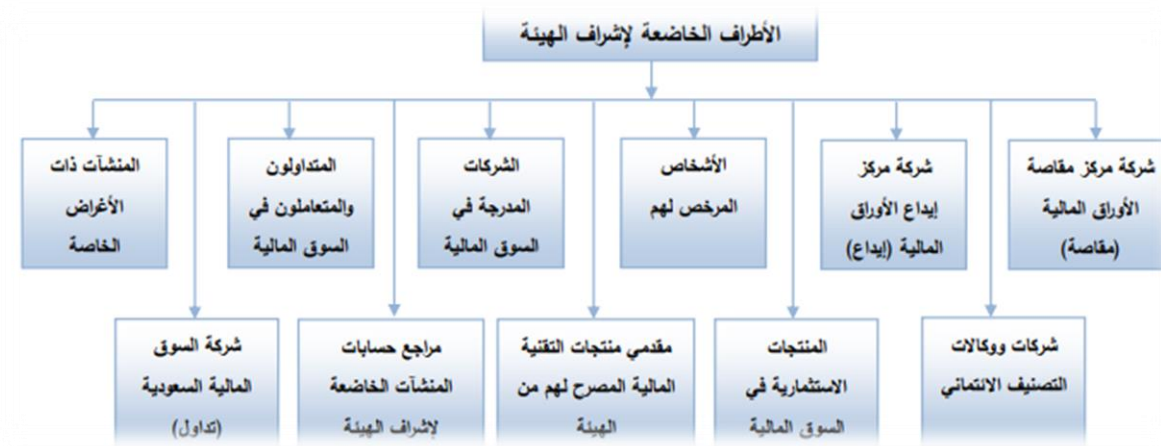
## الفصل الثاني : دراسة حالة محافظة استثمارية السوق السعودي

- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.
- الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة وتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية وتسجيلها في السجل الخاص بها، وتنظيم أحكام تسجيل الأموال المنقولة إليها، وإصدار القواعد المنظمة لذلك.
- تنظيم رهن الأوراق المالية والتنفيذ عليها.

### 3- الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة: يكمن توضيح الأطراف التي تخضع لإشراف الهيئة من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم (02-04): الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة



المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 36)

### ثانيا: الواقع العملي للسوق المالي السعودي:

تتمثل متطلبات الطرح والإدراج في السوق المالي السعودي فيما يلي:

#### 1-متطلبات الطرح والإدراج في السوق الرئيسي: يمكن للشركات الانضمام للسوق الرئيسية من خلال الطرح

العام والإدراج لرفع رأس مالها أو توفير سيولة لمالكها ومساهميها الحاليين وعلى الشركات المدرجة الالتزام بقواعد الطرح والالتزامات المستمرة التي حددها الهيئة وقواعد الإدراج التي حددها تداول وقد انضمت خلال السنوات الخمس الماضية أكثر من 26 شركة للسوق الرئيسية بقيمة إجمالية بلغت 49.45 مليار ريال سعودي عند الإدراج. (دليل الادراج السعودي،

2020، صفحة 26)

الجدول رقم (01-02): يوضح متطلبات الطرح والادراج في السوق الرئيسية

متطلبات السوق الرئيسية		
الالتزامات المستمرة	الادراج	الطرح
-الالتزام بالإفصاح عن التطورات الجوهرية.	-يجب أن تكون شركة مساهمة مقفلة.	-قيام الشركة بنشاط رئيسي لمدة 3 سنوات على الأقل إما بنفسها أو من خلال واحد أو أكثر من الشركات التابعة لها.
-الإفصاح عن الأحداث المعينة.	-طرح ملا يقل عن 3% من الأسهم للجمهورية.	-تقديم بيانات مالية محققة لآخر 3 سنوات.
-الإفصاح عن المعلومات والتي تشمل: -الإفصاح عن البيانات المالية الربعية (من خلال النظام الالكتروني للجمهورية خلال فترة لا تتجاوز 30 يوم بعد نهاية الفترة المالية. -الإفصاح عن البيانات المالية السنوية للجمهور خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر بعد نهاية الفترة المالية السنوية.	-أن تكون لدى الشركة 200 مساهم عام باعتبار ذلك حدا أدنى.	-فريق إداري ذو خبرة واسعة.
-تقرير مجلس الإدارة.	-يجب أن تكون القيمة السوقية المتوقعة 300 مليون ريال سعودي على الأقل.	-نوفمبر رأس المال العامل الكافي لمدة اثني عشر (12) شهرا قادمة.
-واجبات أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين. -تزويد الهيئة بالمستندات والوثائق.		-نشرة الإصدار

المصدر: (دليل الادراج السعودي، 2020، صفحة 26)

## 2-متطلبات الطرح والإدراج في سوق نمو السوق الموازي: يقدم سوق "نمو" بديلا حقيقيا للشركات الصغيرة

والمتوسطة في السعودية للوصول إلى مصدر بديل للتمويل من خلال السوق المالية السعودية. وتعتبر متطلبات الإدراج والطرح في "نمو" أكثر مرونة من متطلبات السوق الرئيسية، ويتم تلخيصها في الجدول أدناه، كما يتعين على الشركات المدرجة التقيد بالالتزامات المستمرة التي حددها "تداول" وكذلك الهيئة. منذ إطلاق "نمو" في شهر فبراير، 2017 تم إدراج 10 شركات في نمو -نمو السوق الموازية بأحجام طروحات تزيد عن 785 مليون ريال سعودي.

ومن خلال الإدراج في سوق "نمو" تستطيع الشركات الصغيرة والمتوسطة الوصول إلى المستثمرين من المؤسسات والأفراد الذين يستوفون عددا من المعايير والشروط يحق لأي شركة بعد إدراجها في نمو السوق الموازية بعامين فرصة الانتقال إلى السوق الرئيسية بعد استيفاء متطلبات هذه السوق. (دليل الادراج السعودي، 2020، صفحة 44)

### الجدول رقم (02-02): يوضح متطلبات الطرح والادراج في السوق الموازية

متطلبات السوق الموازية		
الالتزامات المستمرة	الادراج	الطرح
-الالتزام بالإفصاح عن التطورات الجوهرية.	-يجب أن تكون شركة مساهمة مقفلة.	-ممارسة المصدر لنشاط رئيسي لمدة عام واحد على الأقل إما بنفسه أو من خلال إحدى الشركات التابعة له.
-الإفصاح عن الأحداث المعينة.	-طرح 20% على الأقل من الأسهم المصدرة. -أو إدراج 30 مليون ريال سعودي كحد أدنى لقيمة الأسهم المدرجة.	-تعيين مستشار مالي مرخص له.
-الإفصاح عن المعلومات والتي تشمل: -الإفصاح عن البيانات المالية النصف سنوية (من خلال النظام الإلكتروني) للجمهور خلال فترة لا تتجاوز 45 يوما بعد نهاية الفترة المالية. -الإفصاح عن البيانات المالية السنوية للجمهور خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من نهاية الفترة.	-أن تكون لدى الشركة مالا يقل عن 50 مساهما من الجمهور في وقت الإدراج.	-إعداد نشرة الإصدار.
-تقرير مجلس الإدارة.		-يجب أن تكون القيمة السوقية الإجمالية للشركة 10 مليون ريال سعودي على الأقل.

## الفصل الثاني : دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

- بيانات مالية مدققة لمدة سنة واحدة على الأقل.	- مهام أعضاء مجلس الإدارة وكبار الموظفين التنفيذيين. - تزويد الهيئة بأي مستندات قد تطلبها.
--	---

المصدر: (دليل الادراج السعودي، 2020، صفحة 44)

ثالثاً: أداء السوق المالي السعودي (تداول)

سنقوم بتحليل أداء السوق المالي السعودي بالتعرض إلى:

أ- تطور القيمة السوقية ومؤشر تداول الأسهم

الجدول رقم (02-03): يوضح القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع الشركات للسنوات (2009-2019).

السنوات	القيمة السوقية (مليار ريال سعودي)	التغير %	المؤشر العام	التغير %
2009	1,195.51	/	6,121.76	/
2010	1,325.39	10.86%	6,620.75	8.15%
2011	1,270.84	-4.12%	6,417.73	-3.07%
2012	1,400.34	10.19%	6,801.22	5.98%
2013	1,752.86	25.17%	8,535.60	25.50%
2014	1,812.89	3.42%	8,333.30	-2.37%
2015	1,579.06	-12.90%	6,911.76	-17.06%
2016	1,681.95	6.52%	7,210.43	4.32%
2017	1,689.60	0.45%	7,226.32	0.22%
2018	1,858.95	10.02%	7,826.73	8.31%
2019	9,025.44	385.51%	8,389.23	7.19%

المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 18)

من خلال الجدول نلاحظ تزايد في القيمة السوقية للأسهم المصدرة وذلك بما قيمته (10.86%) خلال الفترة من 2009 إلى 2010م، أين قد أدت بالمؤشر العام للسوق المالية بالارتفاع بما نسبته (8.15%)، بحيث كان عند مستوى (6,121.76 نقطة) في سنة 2009 وفي سنة 2010 كان (6,620.75 نقطة). ثم لتعاود القيمة السوقية للأسهم المصدرة في سنة 2011 م الانخفاض بنسبة طفيفة تقدر ب: (-4.12%) والتي قد أثرت على قيمة المؤشر بنسبة (-3.07%) أين كان في هذه السنة عند مستوى (6,417.73 نقطة) ومن ثم يرجع إلى حالة الزيادة بما نسبته (5.98%) في سنة 2012 م أين قد كانت قيمة المؤشر قد بلغت في هذه السنة (6,801.22 نقطة)، وكانت نسبة الزيادة القيمة السوقية للأسهم المصدرة (10.19%) و لتستمر في الارتفاع بنسبة (25.17%) في سنة 2013 م

## الفصل الثاني : دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

بحيث أثرت بالزيادة على المؤشر بما نسبته (25.50%) أين كانت قيمته (8,535.60 نقطة) ، أما فيما يخص سنة 2014 م فقد انخفضت قيمة المؤشر (8,333.30 نقطة) أي بما نسبته (-2.37%) أما بالنسبة للقيمة السوقية فقد كانت بما نسبته (3.42%)، ومن ثم عاودت الانخفاض بما نسبته (-12.90%) في سنة 2015 م والتي أثرت على قيمة المؤشر بالانخفاض بما نسبته (-17.06%) بحيث كانت قيمته (6,911.76 نقطة)، ثم ارتفع في سنة 2016م بنسبة قدرها (4.32%) بحيث كانت قيمته (7,210.43 نقطة) أما فيما يخص القيمة السوقية للأسهم المصدرة لهذه السنة فقد بلغت نسبتها (6.52%) ثم انخفضت بنسبة طفيفة في سنة 2017 م وذلك بما قيمتها (0.45%) وكانت قيمة المؤشر (7,226.32 نقطة) أي بنسبة (0.22%) ، وفي نهاية سنة 2019م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى (8,389.23 نقطة) مقارنة مع (7,826.73 نقطة) كما هو موضح في سنة 2018 م مرتفعا ب(562.5 نقطة) أي بنسبة (7.19%) وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 2019/05/1 م أغلق عند مستوى (9,316.96 نقطة). وقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية سنة 2019 م ما قيمته 9,025.44 مليار ريال سعودي وذلك بما نسبته (385.51%) مقارنة بسنة 2018م التي كانت قيمتها 1,858.95 مليار ريال سعودي وذلك بما نسبته (10.02%).

ب-دراسة احصائيات السوق:

الجدول رقم (02-04): إحصائيات السوق المالي السعودي من 2009 إلى 2019

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال سعودي)	التغير %	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	التغير %	عدد الصفقات المنفذة (مليون)	التغير %
2009	1,264,011,29	/	58,461,829,885	/	36,458,326	/
2010	75,184,484	-39,94%	34,393,399,248	-41,17%	19,536,143	-46,42%
2011	1,098,836,028	44,74%	48,767,368,704	41,97%	25,546,933	30,77%
2012	1,929,318,274	75,58%	78,711,164,069	61,52%	42,105,048	64,81%
2013	1,369,665,791	-29,01%	51,571,330,784	-34,53%	28,967,694	-31,20%
2014	2,146,511,896	56,72%	67,134,345,824	30,18%	35,761,091	23,45%
2015	1,660,622,053	-22,64%	64,374,649,643	-4.11%	30,444,203	-14.87%
2016	1,156,987,084	-30.33%	65,005,407,626	0.98%	27,273,685	-10.41%
2017	836,275,133	-27.72%	43,763,049,609	-32.68%	21,895,281	-19.82%
2018	870,869,683	4.14%	38,050,788,298	-13.05%	25,001,885	14.23%
2019	880,139,074	1.06%	33,055,251,386	-13,13%	28,395,793	13.53%

المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 18)

من خلال الجدول نلاحظ انخفاض قيمة الأسهم المتداولة بما نسبته (-39.94%) خلال الفترة من 2009 إلى 2010 أين قد كانت قيمتها في سنة 2009 م (1,264,011,29 مليار ريال سعودي) وفي سنة 2010 م كانت (75,184,484 مليون ريال سعودي)، كما أن عدد الأسهم خلال نفس الفترة انخفضت بما نسبته (-41.17%) بحيث كانت في سنة 2009 م (58,461,829,885 مليار سهم) أما في سنة 2010 م (34,393,399,248 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الصفقات المنفذة فقد انخفضت أيضا بما نسبته (-46.42%) بحيث في سنة 2009 م كانت قيمتها (36,458,326 مليون صفقة) مقابل (19,536,143 مليون صفقة) سنة 2010 م . وفي سنة 2011 م ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة مقارنة بالسنة السابقة وذلك بما نسبته (44.74%) بحيث كانت قيمتها في سنة 2011 م (1,098,836,028 مليار ريال سعودي)، كما أن عدد الأسهم خلال نفس السنة ارتفعت بما نسبته (41.97%) بحيث بلغت قيمتها (48,767,368,704 مليار سهم)، أما فيما يخص عدد الصفقات المنفذة فقد زادت هي أيضا بما نسبته (30.77%) أين كانت قيمتها قد بلغت (25,546,933 مليون صفقة). أما في سنة 2012 م استمرت قيمة الأسهم المتداولة في الارتفاع وذلك بما نسبته (75.58%) أين كانت قيمتها (1,929,318,274 مليار ريال سعودي) وكما أن عدد الأسهم المتداولة في نفس السنة ارتفعت بما نسبته (61.52%) بحيث بلغت قيمتها (78,711,164,069 مليار سهم)، أما فيما يخص عدد الصفقات المنفذة فقد زادت هي أيضا بما نسبته (64.81%) أين كانت قيمتها قد بلغت (42,105,048 مليون صفقة). وفي سنة 2013 م انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بما نسبته (-29.01%) بحيث بلغت قيمتها في هذه السنة (1,369,665,791 مليار ريال سعودي)، واستمرت قيمة الأسهم المتداولة في الانخفاض وذلك بما نسبته (-34.53%) أين قد بلغت قيمتها (51,571,330,784 مليار سهم)، أما فيما يخص عدد الصفقات المنفذة فقد ارتفعت بما نسبته (23.45%) أين كانت قيمتها مساوية ل: (28,967,694 مليون صفقة). وفي سنة 2014 م عاودت قيمة الأسهم المتداولة للارتفاع من جديد وذلك بما نسبته (56.72%) أين وصلت قيمتها مساوية ل: (2,146,511,896 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة عاودت هي أيضا الارتفاع من جديد بما نسبته (30.18%) بحيث كانت قيمتها قد بلغت (67,134,345,824 مليار سهم)، وأما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة هي أيضا قد ارتفعت وذلك بنسبة (23.45%) بحيث كانت قيمتها (35,761,091 مليون صفقة). وفي سنة 2015 م انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بما نسبته (-22.64%) أين كانت قيمتها (1,660,622,053 مليار ريال سعودي)، أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة استمرت هي أيضا بالانخفاض لكن بنسبة طفيفة قدرت ب: (-4.11%) أين كانت قيمتها تساوي (64,374,649,643 مليار سهم)، وأما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة استمرت هي الأخرى أيضا بالانخفاض وذلك بما نسبته (14.87%) بحيث كانت قيمتها تساوي (30,444,203 مليون صفقة منفذة). أما بالنسبة لسنة 2016 م استمرت قيمة الأسهم المتداولة في الانحدار وذلك بما نسبته (-30.33%) أين كانت قيمتها مساوية ل: (1,156,987,084 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد ارتفعت بنسبة طفيفة

## الفصل الثاني : .....دراسة حالة محافظة استثمارية السوق السعودي

قدرت ب (0.98%) بحيث كانت قيمتها قد بلغت (65,005,407,626 مليار سهم) وأما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة فقد انخفضت بما نسبته (-10.41%) بحيث كانت قيمتها مساوية ل: (27,273,685 مليون صفقة منفذة). وفي سنة 2017 م استمرت قيمة الأسهم المتداولة في الانخفاض وذلك بنسبة (-27.72%) أين كانت قيمتها تساوي (836,275,133 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت هي الأخرى بما نسبته (-32.68%)، بحيث بلغت قيمتها في هذه السنة (43,763,049,609 مليار سهم)، وأما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة استمرت هي الأخرى بالانحدار بما نسبته (-19.82%) بحيث كانت قيمتها مساوية ل: (21,895,281 مليون صفقة منفذة). أما بالنسبة لسنة 2018م عاودت قيمة الأسهم المتداولة الارتفاع من جديد وذلك بما نسبته (4.14%) بحيث كانت قيمتها مساوية ل: (870,869,683 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت بما نسبته (13.05%) بحيث بلغت قيمتها (38,050,788,298 مليار سهم)، وأما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة فقد ارتفعت بما نسبته (14.23%) أين كانت قيمتها مساوية ل: (25,001,885 صفقة منفذة)، وفي سنة 2019م استمرت قيمة الأسهم المتداولة في الارتفاع وذلك بما نسبته (1.06%) أين كانت قيمتها مساوية ل: (880,139,074 مليار ريال سعودي)، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت بما نسبته (-13.13%) بحيث كانت قيمتها مساوية ل: (33,055,251,386 مليار سهم)، أما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة فقد استمرت هي بالارتفاع وذلك بما نسبته (13.53%) بحيث كانت قيمتها مساوية ل: (28,395,793 مليون صفقة منفذة).

ج- نشاط الشركات (الشركات الخمسة الأكثر نشاطا للسوق الرئيسية سنة 2019):

الجدول رقم (02-05): يوضح الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات

الشركة	عدد الصفقات	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من اجمالي السوق
راجحي	1,195,701	27.00%	4.21%
الانماء	1,118,965	25.27%	3.94%
سايك	813,277	12.30%	2.86%
دار الأركان	618,028	34.83%	2.18%
أرامكو السعودية	592,127	39.46%	2.09%

المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 22)

## الفصل الثاني : دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

الجدول رقم (02-06): يوضح الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة

الشركة	الأسهم المتداولة (مليار)	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
الانماء	2,428,110,783	30.56%	7.35%
دار الأركان	2,149,832,310	59.68%	6.50%
الراجحي	1,650,571,977	20.77%	4.99%
كيان السعودية	1,573,974,581	20.70%	4.75%
أرامكو السعودية	1,041,153,087	56.02%	3.15%

المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 22)

الجدول رقم (02-07): يوضح الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة

الشركة	عدد الصفقات (مليار ريال سعودي)	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
راجحي	108,873,591,356	38.88%	12.37%
سابك	80,005,243,868	37.33%	9.09%
الانماء	57,777,551,972	20.63%	6.56%
أرامكو السعودية	38,695,060,980	51.33%	4.40%
الأهلي	30,696,323,325	10.96%	3.49%

المصدر: (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 22)

من خلال نتائج الجداول الموضحة أعلاه نجد أن:

بالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2019م تصدر "مصرف الراجحي" المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات المنفذة أين قد بلغ عددها (1,195,701 ألف صفقة)، ثم يليه "مصرف الإنماء" بما قيمته (1,118,965 ألف صفقة) وفي المرتبة الثالثة "شركة سابك" بقيمة (813,277 ألف صفقة).

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة فقد تصدر "مصرف الراجحي" المرتبة الأولى أيضا وذلك بما قيمته (108,873,591,356 مليار ريال سعودي)، ثم في المرتبة الثانية "شركة سابك" أين كانت قيمتها (80,005,243,868 مليار ريال سعودي) وفي المرتبة الثالثة "مصرف الإنماء" بقيمة (57,777,551,972 مليار ريال سعودي).

وحل المرتبة الأولى "مصرف الإنماء" من حيث عدد الأسهم المتداولة بما قيمته ( 2,428,110,783 مليار سهم)، ثم تلتها "دار الأركان" في المرتبة الثانية بقيمة (2,149,832,310 مليار سهم)، وفي المرتبة الثالثة "مصرف الراجحي" بما قيمته (1,650,571,977 مليار سهم).

الفرع الثاني: التعريف بالمحافظ الاستثمارية قيد الدراسة

بعد التطرق للمفاهيم النظرية حول السوق المالي السعودي سنتطرق الآن إلى دراسة بعض المحافظ الاستثمارية المتواجدة فيه.

**أولاً: محفظة المقدم:** أنشأت هذه المحفظة في 10 جوان 2001 من طرف شركة الرياض المالية، أين تهدف إلى نمو رأس مال المستثمر، وتحقيقه لدخل منتظم على المدى الطويل في ظل المخاطر المتوسطة، من خلال استثمار 50% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية، و 50% في أسواق الدخل الثابت والنقد. (عبو و بوفليح، 2012، صفحة 51)

**ثانياً: محفظة الهادئ:** تم إنشاء هذه المحفظة في 10 جوان 2001 من طرف شركة الرياض المالية، والتي تهدف إلى الحفاظ على رأس مال المستثمر، وتحقيقه لمعدل عائد منافس على المدى القصير في ظل مخاطر محدودة، من خلال استثمار 10% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية، و 90% في أسواق النقد متدنية المخاطر. (عبو و بوفليح، 2012، صفحة 52)

**ثالثاً: محفظة الشامخ:** هذه المحفظة تم إنشائها في 10 جوان 2001 من طرف شركة الرياض المالية، بحيث تهدف إلى نمو رأس مال المستثمر على المدى الطويل في ظل مخاطر عالية من خلال استثمار 90% من أصوله في الأسهم المحلية والعالمية و 10% في أسواق النقد. (عبو ، عبو ربيعة، و بوفليح، 2017، صفحة 106)

**رابعاً: محفظة الرياض الخليجي:** تم إنشاء هذه المحفظة في 10 فيفري 2006م من قبل شركة الرياض المالية، أين يقوم المستثمر فيها باستثمار أصوله في أسهم موزعة على الإمارات العربية، الكويت، قطر، عمان والبحرين، وتدار بطريقة نشطة بما يتوافق مع الضوابط المقررة من قبل الهيئة الشرعية في شركة الرياض المالية. (عبو ، عبو ربيعة، و بوفليح، 2017، صفحة 106)

الفصل الثاني : .....دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

الفرع الثالث: قياس عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المدروسة

من خلال الجدول الموالي سنوضح عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية المدروسة.

الجدول رقم (02-08): عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية محل الدراسة

محفظة الاستثمارية	محفظة السوق	محفظة المقدم	محفظة الهادي	محفظة الشامخ	محفظة الرياض الخليجي
عائد المحفظة					
2007	0.39144355	0.1172	0.0587	0.1717	0.4432
2008	-0.56489138	-0.2474	-0.0163	-0.4089	-0.5034
2009	0.27456022	0.1585	0.0364	0.2695	0.0927
2010	0.08151331	0.0925	0.0204	0.1285	0.1164
2011	-0.03066141	-0.0527	-0.0065	-0.1048	-0.0442
2012	0.05975661	0.0851	0.0224	0.1338	0.0595
2013	0.25501382	0.1382	0.0316	0.2217	0.363
2014	-0.02370074	0.0333	0.0115	0.0526	0.0686
2015	-0.17058068	-0.0252	0.0004	-0.0337	-0.0715
متوسط عائد المحفظة %	3.32%	%3.32	%1.76	%4.78	%5.82
الانحراف المعياري	%26.77	%12	%2.19	%19.64	25.57%
التباين المشترك Cov(RM.Rp)	/	0.03034177	0.005366288	0.04909792	0.06499705
معامل $\beta$	1	0.42316833	0.07484215	0.68475528	0.90649615
معدل العائد الخالي من المخاطر	RF=1.19				

المصدر: (عمو ، عمو ربيعة، و بوفليح، 2017، صفحة 107)

## الفصل الثاني : دراسة حالة محفظة استثمارية السوق السعودي

من خلال نتائج الجدول التي تم التوصل إليها نلاحظ أن:

في السنوات 2008، 2011، 2014، 2015، شهدت عوائد محفظة السوق تذبذباً ملحوظاً لكونها قد حققت عوائد سالبة، ويرجع ذلك لحدوث عدة أزمات الأولى أزمة الرهن العقاري سنة 2008م وتداعياتها السلبية على معظم الاقتصاديات في العالم والتي قد شملت أيضاً الاقتصاد السعودي، ثم تلتها أزمة الديون السيادية في مطلع سنة 2011م وأخيراً الانهيار الحاد لأسعار النفط في الأسواق العالمية في كل من سنتي 2014-2015م.

أما فيما يخص قياس ربحية درجة المخاطرة الكلية للمحافظ المدروسة فقد اعتمدنا في ذلك على انحرافها المعياري بحيث نلاحظ من خلال الجدول أن:

مخاطر "محفظة السوق" مرتفعة وهذا بناء على انحرافها المعياري المقدر بـ: 26.77%، ومن ثم تلتها "محفظة الرياض الخليجي" والتي تقدر درجة مخاطرتها بـ: 25.57% ويرجع ذلك لكون أن الاستثمار فيها يقتصر على الأسهم. وثم "محفظة الشامخ" بانحراف معياري يقدر بـ: 19.64% ويعود ذلك إلى أن النسبة المخصصة للاستثمار في الأسهم تقدر بـ: 90% مقارنة بـ: 10% في أسواق النقد التي تتميز بدرجة مخاطرة أقل، وبعدها "محفظة المقدم" بنسبة مخاطرة متوسطة في حدود 12% حيث تم فيها استثمار 50% من أصولها في الأسهم المحلية والعالمية و 50% في أسواق الدخل ذات المخاطر المنخفضة أي بنسب متساوية. وأخيراً "محفظة الهادئ" التي تحتوي على أقل درجة من بين جميع المحافظ والتي قدرت بـ: 2.19% وهذا ما تفسره النسبة المستثمرة في الأسهم بنسبة 10% و 90% في أسواق النقد متدنية المخاطر.

### الفرع الرابع: تقييم أداء المحافظ باستخدام الأسلوب المزدوج

نميز عدة مؤشرات لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج والتي سنعتمد في دراستنا على: "مؤشر شارب"، "مؤشر ترينور"، "مؤشر جنسن".

الجدول رقم (02-09): تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفق الأسلوب المزدوج

المؤشر	مؤشر شارب (وحدة)	مؤشر ترينور (وحدة)	مؤشر جنسن (وحدة)
محفظة السوق	0.06	1.83	0
محفظة المقدم	0.17	5.07	1.36
محفظة الهادئ	0.26	8.14	0.44
محفظة الشامخ	0.18	5.27	2.34
محفظة الرياض الخليجي	0.18	5.14	2.98

المصدر: (عبو ، عبو ربيعة، و بوفليح، 2017، صفحة 108)

من خلال نتائج الجدول التي تم التوصل إليها نجد أن:

أولاً: بالنسبة لـ "مؤشر شارب": هذا المؤشر يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف

المعياري، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$S = (TR_p - R_f) / s_p$$

أ- **محفظة المقدام**: بالنسبة للعائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية قدره: **0.17** وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق **26.77%** أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: **12%** وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق. حيث أنه يوجد فرق قدره **0.11** وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

ب- **محفظة الهادئ**: العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ: **0.26** وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق **26.77%** أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والذي قدر بـ: **2.19%** وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره **0.2** وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

ج- **محفظة الشامخ**: العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطر كلية تقدر بـ: **0.18** وحدة عائد، وعليه معدل عائد مخاطر السوق **26.77%** أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ: **19.64%** وعليه تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث أن هناك فرق قدره **0.12** وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

د- **محفظة الرياض الخليجي**: العائد الإضافي الذي تم تحقيقه في المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية قدرت بـ: **0.18** وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطر في السوق **26.77%** أكبر من معدل عائد المخاطر على المحفظة والمقدرة بـ **25.57%** وبالتالي تكون العوائد المرجحة للمحفظة أكبر مقارنة بمؤشر السوق، ويقدر الفرق بينهما بـ: **0.12** وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

ومن خلال تحليلنا للنتائج الموصول إليها عن طريق "مؤشر شارب" نجد أن أداء كل من "محفظة المقدام، الهادئ، الشامخ، الرياض الخليجي" تحقق أفضل أداء مقارنة بأداء محفظة السوق.

ثانياً: بالنسبة لـ "مؤشر ترينور": هذا المؤشر يقيس علاوة مخاطر المحفظة نسبة إلى المخاطر المنتظمة والتي يعبر عنها

بمعامل بيتا  $\beta$ . ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$T = \frac{TR_p - R_{FF}}{b_p}$$

أ- **محفظة المقدام**: العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ:  $5.07\%$  وحدة عائد، والذي يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق نظرا لارتفاع عوائد المحفظة من  $3.32\%$  إلى  $5.07\%$  في ظل المخاطر المنتظمة.

ب- **محفظة الهادئ**: العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ:  $8.14\%$  وحدة عائد، والذي يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة مع ربحية السوق نظرا لارتفاع عوائد المحفظة من  $1.76\%$  إلى  $8.14\%$  في ظل المخاطر المنتظمة.

ج- **محفظة الشامخ**: العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ:  $5.27\%$  وحدة عائد، وهذا ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق التي ارتفعت من  $4.78\%$  إلى  $5.27\%$ .

د- **محفظة الرياض الخليجي**: العائد الإضافي الذي حققته هذه المحفظة من كل وحدة مخاطر منتظمة قدر بـ:  $5.14\%$  وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق نظرا لانخفاض عوائد المحفظة من  $5.82\%$  إلى  $5.14\%$  في ظل المخاطر المنتظمة.

ثالثا: "مؤشر جنسن": تركز فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول (الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر)، والثاني (حاصل ضرب معامل  $\beta$  في علاوة الخطر) ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\alpha = (R_p - R_F) - \beta(R_M - R_F)N$$

حيث:

- إذا كان  $\alpha > 0$  يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة.

- إذا كان  $\alpha < 0$  يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة.

ورجوعا إلى نتائج الجدول السابق نجد أن  $\alpha > 0$  في كل المحافظ الاستثمارية المدروسة وبالتالي فإن أداء المحافظ يعتبر أداء جيد مقارنة بمحفظة السوق.

### خلاصة الفصل الثاني:

من خلال هذا الفصل حاولنا التعرف على دور ومساهمة مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية وذلك بإجراء دراسة تحليلية على مجموعة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي (محفظة المقدم، محفظة الشامخ، محفظة الهادي، محفظة الرياض الخليجي)، معتمدين في ذلك على نتائج إحصائية لمؤشرات قياس أداء المحافظ الاستثمارية (مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن) والمتمثلة في الانحراف المعياري، معامل بيتا  $\beta$ ، عوائد المحافظ، نسب المخاطرة ، ومن خلال ما توصلنا إليه أنه كلما زادت أهمية الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة من الأصول والأدوات الاستثمارية لأنها أيضا أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان، وتختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر، ويعتبر مؤشر الأسواق المالية الأساس في إدارة المحفظة الاستثمارية عندما يكون المؤشر مرتفعا تكون الأسعار في زيادة حيث يدلنا المؤشر على أداء المحفظة أو أداء مدراء المحافظ الاستثمارية، كذلك يمكن أن يدلنا المؤشر على حالة السوق في المستقبل وما ستكون عليه الأسعار في المستقبل. بالإضافة الى انه يساعد في تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية. ويوضح كذلك المؤشر مستوى التنوع في المحفظة.

خاتمة

## خاتمة:

لقد تمت المحاولة من خلال هذه الدراسة ابراز دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة وبناء المحفظة الاستثمارية حيث تم التوصل إلى ما يلي:

سوق الأوراق المالية الدولية سوق رسمية ومستمرة قد تكون منظمة أو غير منظمة، تعمل وفق مواعيد محددة يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بيعا وشراء، بحيث تتسع لوجود مستثمرين أجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية. وتمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) التي يجري تداولها بحيث تكون إما أصولا تتمثل في الأسهم والسندات، أو حقوقا تتمثل في المشتقات المالية كالخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية.

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تمويل الاقتصاد كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وتمويل المؤسسات، حيث تعتبر الوسط الأنسب للتداول وتسيير الأصول المالية، والمحافظ الاستثمارية لما لها من قدرة على توفير المعلومات والشفافية لكل من المستثمرين والمدخرين.

نجد في كل أسواق الأوراق المالية الدولية ما يعرف بالمؤشرات، فهي تعد مرجعية معلوماتية هامة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلا عن الباحثين، وقد اكتسبت هذه الأهمية من كونها قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع وقياس التغيرات السعرية أو التغيرات المقطعية بين الشركات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العام في مستوى زمني معين والحاصل في سوق رأس المال وبشكل رئيسي سوق الأسهم، سواء كانت أسواق منظمة أو غير منظمة. ويتم بناءها على ثلاث أسس رئيسية هي: عينة ملائمة، تحديد واضح لأوزان كل مفردة داخل المؤشر، طريقة واضحة لحساب قيمة المؤشر حيث توجد ثلاثة طرق حسابية: الأرقام القياسية، المتوسط الحسابي والمتوسط الهندسي. وللمؤشرات استخدامات عديدة أهمها متابعة أداء المحفظة الاستثمارية والحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بحركة أسعار الأسهم.

في الأسواق المالية يسعى كل مستثمر إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل نسبة مخاطرة ممكنة، لهذا يلجأ إلى تشكيل محفظة استثمارية، أين تعد هذه الأخيرة توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسمه والسندات والمشتقات، وتنطوي هذه المحافظ على ميزة التنوع الذي يعتبره المستثمرون مفتاح الأمان في استثماراتهم وذلك من ثلاث نواحي أساسية: تنوع الأصول، التنوع الجغرافي، تنوع العملات.

- خاتما يتضح لنا بأن مؤشرات الأسواق المالية الدولية دورا ناجعا في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية لذا أضحي تطبيقها الجيد أمرا ضروريا تلميه الظروف الاقتصادية في الأسواق المالية.

### 1-اختبار فرضيات الدراسة: بناء على دراستنا التحليلية تم التوصل إلى النتائج التالية:

بالنسبة للفرضية الرئيسية: انطلاقا من تحليل هذه الفرضية والتي مفادها: "تساهم مؤشرات الأسواق المالية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية"، يتضح لنا بأنه مؤشرات الأسواق المالية الدولية دورا فعالا في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية، وذلك

باعتبارها مرجعية معلوماتية تعكس التغيرات السعرية التي تحدث في أسواق الأوراق المالية، بحيث أنها تدخل في كل مراحل إدارة المحفظة من الناحية الوصفية والكمية. وبهذا نكون قد أجبنا على الفرضية الرئيسية.

**بالنسبة للفرضية الفرعية الأولى:** انطلاقاً من تحليل هذه الفرضية والتي مفادها " يتم حساب مؤشرات الأسواق المالية الدولية بحساب نسبة التعاملات اليومية للأوراق المالية المتداولة في تلك السوق"، يتبين لنا بأنه يتم حساب مؤشرات الأسواق المالية الدولية على أنها قيمة مطلقة على شكل متوسطات أو أرقام قياسية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية الدولية عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس (نقطة البدء)، وهكذا نكون أجبنا على الفرضية الفرعية الأولى.

**بالنسبة للفرضية الفرعية الثانية:** انطلاقاً من تحليل هذه الفرضية والتي مفادها " لكل مؤشر طريقة حساب خاصة بها"، نرى بأنه تختلف مؤشرات الأسواق المالية من حيث طريقة الحساب، حيث نميز أربعة مداخل أساسية لحساب قيمة المؤشرات تتمثل في: الترجيح على أساس السعر، الترجيح على أساس القيمة، الترجيح على أساس الأسعار النسبية. وبهذا نكون أجبنا على الفرضية الفرعية الثانية.

**بالنسبة للفرضية الفرعية الثالثة:** انطلاقاً من تحليل هذه الفرضية والتي مفادها " يتم اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى بناء على الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل الشركات الكبرى"، يتضح لنا بأنه لا يتم وفقاً لذلك وإنما على أساس مجموعة من المحددات التي يجب أخذها بعين الاعتبار والتي على رأسها أن تكون المحفظة تحت رغبة المستثمر والتي تترجم إلى أكبر عائد ممكن وإلى أقل نسبة مخاطرة ممكنة. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الفرعية الثالثة.

**بالنسبة للفرضية الفرعية الرابعة:** انطلاقاً من الدراسة التطبيقية وتحليلاً لهذه الفرضية والتي مفادها "يساهم عدد الأصول المالية في ارتفاع العوائد وزيادة مخاطر المحافظ وذلك حسب الخصائص التي يتميز بها الأصل المضاف"، نرى بأنه من خلال المقارنة بين المحافظ المكونة من أصول مالية مختلفة تبين أن المحفظة المالية تتأثر بعائد وخطر الأصل المضاف، بحيث عند انخفاض عائد المحفظة اخفض عائد الأصل المضاف عن عوائد الأصول المكونة لها، ويرتفع عائدها في الحالة المعاكسة، ويحدث نفس الشيء بالنسبة للمخاطر وهذا ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الرابعة.

**بالنسبة للفرضية الفرعية الخامسة:** انطلاقاً من الدراسة التطبيقية وتحليلاً لهذه الفرضية والتي مفادها " يعتبر مؤشر شارب أفضل مؤشر لتقييم أداء المحافظ"، استنتجنا أن مؤشر شارب يعتبر من أهم المؤشرات التي قمنا بدراستها (شارب، تينور، جنسن) لقياس أداء المحافظ باعتباره يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية سواء المنظمة أو الغير منتظمة وهذا ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الخامسة.

## 2-نتائج الدراسة: من خلال ما تقدم ذكره في هذه الدراسة وبعد اختبار الفرضيات تم التوصل إلى النتائج التالية:

يتم إدارة المحفظة الاستثمارية من خلال توظيف الموارد المالية بكيفية تسمح لها بتعظيمها وذلك من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي تمثل ترجمة لأهداف المستثمر بهدف الحفاظ على رأس المال الأصلي لها وتطويره والحصول على أكبر عائد ممكن بأقل نسبة مخاطرة.

✚ يتم تقييم أداء المحفظة الاستثمارية بواسطة عدة مقاييس أهمها مقياس شارب، ترينور، جنسن، ويمكن الوقوف على وجود المؤشرات في تركيبة هذه المقاييس مما يعني أن للمؤشرات دور في تقييم المحفظة الاستثمارية.

✚ يؤثر عدد الأصول المالية المكونة للمحفظة على كل من عائدها ومخاطرها، وذلك حسب أثر الأوراق المالية على تشكيل المحفظة.

✚ المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على أكبر عدد من الأسهم هي المحفظة الأكبر مخاطرة، وذلك بعد حساب مخاطرها باستعمال الانحراف المعياري.

✚ يقيس مؤشر ترينور أداء المحافظ ويمكن من اختبار أفضلها انطلاقاً من مبدأ أن المخاطر غير النظامية تم التخلص منها، ولهذا يستعمل معامل  $\beta$  كمقياس للمخاطر المنتظمة.

✚ يقيس مؤشر جنسن هو أيضاً أداء المحافظ ويمكن من اختيار أفضلها من خلال معامل  $\alpha$ .

**3-التوصيات المقترحة للدراسة:** على ضوء النتائج السابقة نقدم التوصيات المقترحة التالية:

✓ يجب الاستعانة بالمؤشرات والنماذج التي من شأنها قياس وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية (كمؤشر شارب، ترينور، جنسن....).

✓ الاعتماد على مختلف أدوات التحليل في السوق المالي عند بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية.

✓ عند رغبة المستثمر في تنوع مكونات محفظته يجب مراعاة درجة الارتباط بين عوائدها وأصولها بحيث كلما ارتفعت الارتباط ترتفع معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.

**4-آفاق البحث:** لا يتم الحكم على أن هذا العمل قد استطاع أن يلم بكافة جوانب الدراسة لذا نقترح المواضيع التالية

التي تخدم نفس مجال البحث:

✚ مساهمة المحفظة الاستثمارية في تنمية المؤسسات المالية.

✚ علاقة مؤشرات الأسواق المالية بالحالة الاقتصادية العامة.

✚ فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية.

## قائمة المراجع

- ابتسام قواجلية. (2020). دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية -دراسة حالة إدارة محفظة استثمارية دولية-(أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية). بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر-بسكرة-.
- أحمد أبو موسى رسمية. (2005). *الأسواق المالية والنقدية*. عمان: دار المعتر للنشر والتوزيع.
- أحمد عمر القيشاوي. (2004). *الحد الكفاء في نظرية المحفظة*. غزة: جامعة غزة.
- أحمد نصر محمود البدوي. (2014). تقييم الاداء الاستثماري لمخافض استثمار أموال واحتياطات التأمينات الاجتماعية بالتطبيق على الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية (رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، القاهرة: جامعة القاهرة.
- أفين فائق. (2015). أثر تنوع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، حلب: جامعة حلب.
- الحبيب زواوي، ومريم نجاة نعاس. (2015). قياس أمثلية المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية (مجلة رؤى الاقتصادية).
- الباس خضير الحمدوني. (2007). تقييم أداء المخافض الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي (مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 04، العدد:07). العراق.
- بن حاسين بن اعمر. (2013). فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-(أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تلمسان: جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان-.
- توفيق عوض شبير. (2015). بناء محافض استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غزة: الجامعة الاسلامية -غزة-.
- جبار محفوظ. (2002). *تنظيم وإدارة البورصة (سلسلة التعريف بالبورصة)*. الجزائر: دار هومة.
- جمال جويدان الجمل. (2002). *الأسواق المالية والنقدية*. عمان: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع.
- جهاد بوضياف. (2020). دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-(أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية بنوك وتأمينات). بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة محمد خيضر -بسكرة-.

- حسام بن فريجة. (2021). بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال (أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص: علوم مالية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سيدي بلعباس: جامعة الجيلاي اليابس بسيدي بلعباس.
- حليمة عطية. (2015). دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات -دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013). بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة محمد خيضر -بسكرة.
- حياة زيد. (2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، (مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر -بسكرة.
- حيدر يونس الموسوي. (2011). المصارف الإسلامية وأدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية. عمان: دار اليازوري.
- خليل الهندي، وأنطوان الناشر. (2000). العمليات المصرفية والسوق المالية (الجزء الثاني). لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس.
- خيرة الداوي. (2012). تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية -دراسة حلة سوق عمان للأوراق المالية للفترة ما بين (2005-2009)، (مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، رقلة: جامعة قاصدي مرباح -ورقلة.
- دريد كامل آل شيب. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- دريد كامل آل شيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- دليل الادراج السعودي. (2020). تم الاسترداد من [www.Tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/listig+guit-arb+2020pdf](http://www.Tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/listig+guit-arb+2020pdf)
- ربيعة عبو، ونبيب بوفليح. (2012). دور التنوع في التقليل من مخاطر الحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة في السوق المالي السعودي (مجلة أبعاد اقتصادية).
- رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها (رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.
- رفيق شرياق . (2018). أسواق مالية (مطبوعة بيداغوجية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قالمة: جامعة 08 ماي 1945-قالمة.

- زكريا سلامة عيسى شطناوي. (2009). الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار النفائس.
- زيد رمضان، ومروان شموط. (2015). الأسواق المالية. القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- زيد رمضان. (2005). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي (الإصدار الطبعة الثالثة). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- سارة بوزيد. (2007). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري - قسنطينة.
- سارة بوزيد. (2007). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP (مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري - قسنطينة.
- سعاد زيان. (2015). دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية (مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، البويرة: جامعة البويرة.
- سليم قط. (2016). مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود وتمويل). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- سمية بلعيد. (2014). دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية - (رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية). قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة منتوري - قسنطينة 2.
- سميحة بن محياوي. (2015). دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية - (أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- شعبان محمد اسلام البراوي. (2001). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق: دار الفكر المعاصر.
- صالح رجب حماد. (2007). أثر إدارة المخاطر على البيئة الرقابية والتدقيق الداخلي (المؤتمر العلمي التابع لإدارة المخاطر واقتصاد المعرفة). عمان: جامعة الزيتونة.
- صالح مفتاح، وفريدة معارفي. (2009-2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - (مجلة الباحث العدد 07). بسكرة: جامعة محمد خيضر - بسكرة.

- صفية صديقي. (2012). طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية - مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 -، (مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-.
- صلاح الدين شريط. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية- مع إمكانية تطبيقها في الجزائر " (أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر -3-.
- صلاح الدين حسن السيسي. (2014). البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية. القاهرة: دار الكتاب الحديث.
- صلاح الدين حسن السيسي. (2003). بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح) (الإصدار الطبعة الأولى). القاهرة: عالم الكتب للنشر والتوزيع.
- ضياء مجيد. (2008). أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات (الإصدار الطبعة الأولى). الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- طارق حماد عبد العال. (2003). إدارة المخاطرة: أفراد، إدارات، شركات بنوك. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- عاطف وليم أندراوس. (2008). أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها (الإصدار الطبعة الأولى). الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- عبد الرحمان بن عزوز. (2012). دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس (مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري -قسنطينة-.
- عبد الغفار حنفي. (2000). الاستثمار في الأوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- عبد الغفار حنفي. (2003). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الغفار حنفي. (2005). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- عبد القادر الحمزة. (2010). أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية. القاهرة: دار الكتاب الحديث للطباعة والنشر والتوزيع.

- عبد النافع عبد الله الزرري، وتوفيق فرح غازي. (2001). *الأسواق المالية*. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- عصام حسين. (2007). *أسواق الأوراق المالية (البورصة) (الإصدار الطبعة الأولى)*. عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع.
- علي توفيق الحاج، وعامر علي الخطيب. (2012). *إدارة البورصات المالية*. عمان: دار الإعصار العلمي.
- عمر عبو، عبو ربيعة، ونبيل بوفليح. (مارس، 2017). مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي (مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 01). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المسيلة: جامعة -المسيلة-.
- غازي فلاح المومني. (2009). *إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة*. عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- فايز سليم حداد. (2008). *الإدارة المالية (الإصدار الطبعة الثالثة)*. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- فريد راغب النجار. (2009). *إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- فطوم حوحو. (2015). *سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي* - (رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر -بسكرة-.
- قاسم نايف علوان. (2009). *إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق (الإصدار الطبعة الأولى)*. عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
- قيصر عبد الكريم المهني. (2006). *أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية*. سوريا: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- كاظم عباس الدعيمي. (2009). *السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية*. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- لورين ابراهيم القاضي. (2016). *أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية - دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية (رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير)*. جامعة الشرق الأوسط.
- محمود حبار، وعديلة مريم. (2010). *الهندسة المالية والنحوظ من المخاطر في الأسواق الصاعدة - دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات - (مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10)*. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف: جامعة سطيف.
- محمد شكري الجميل العدوي. (2002). *المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.

- محمد أبو العلا يسري. (2008). تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية في ضوء التشريعات المالية والاقتصادية. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- محمد الصيرفي. (2008). البورصات. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- محمد الفاتح محمود بشير المغربي. (2017). البورصات والأسواق المالية. المنصورة: المكتبة العصرية.
- محمد براق، وثامر بن صوشة. (بلا تاريخ). تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر (مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد، 28). الجلفة: جامعة عاشور زيان.
- محمد زيدان، ونورين بومدين. (21-22 نوفمبر، 2006). دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر (مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية). بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، وجمال العبد. (2007). تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية. الاسكندرية: المكتب الجامعي الحديث.
- محمد صالح الحناوي، وجمال ابراهيم العبد. (2005). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- محمد صالح الحناوي. (2000). الادارة المالية والتمويل. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- محمد عبد الحميد عطية. (2011). الاستثمار في البورصة: سوق المال، التحليل الأساسي، التحليل الفني، أدوات التحليل المالي، مؤشرات أداء السوق، اتجاهات الأسعار، محفظة الاستثمار. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع.
- محمد علي ابراهيم العامري. (2010). الإدارة المالية المتقدمة (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار إثراء للنشر والتوزيع.
- محمد عوض عبد الجواد، وعلي ابراهيم الشديفات. (2006). الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- محمد قاسم خصاونة. (2011). أساسيات الإدارة المالية. عمان: دار الفكر للنشر والتوزيع.
- محمد مطر، وفايز يتيم. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- محمود محمد الداغر. (2005). الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع.
- مروان عطون. (2003). الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

مريم باي. (2008). السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز (مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية). قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة منتوري -قسنطينة-.

منية قريز. (2011). المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية (مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وبنوك). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-.

منير ابراهيم هندي. (2002). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الاسكندرية: منشأة المعارف للطباعة والنشر والتوزيع. مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا- (أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في التطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر -بسكرة-.

مؤيد عبد الرحمان الدوري، وسعيد جمعة عقل. (2012). إدارة المشتقات المالية. عمان: إثراء للنشر والتوزيع.

مينة خرباش. (2012). أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية (مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص: مالية المؤسسة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-.

نوري موسى شقيري. (2012). إدارة المخاطر (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.

نوري موسى شقيري. (2015). إدارة المشتقات المالية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

هوشيار معروف. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.

هيئة السوق المالية. (2019). هيئة السوق المالية -التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية. تم الاسترداد من

<https://cma.org.sa/Market/Reports/Documents/cma-2019-Report-pdf>

يوسف أحمد عبد الوهاب. (2008). التمويل وإدارة المؤسسات المالية (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

الملاحق





شركة تداول السعودية

## قواعد الإدراج

الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم (3-123-2017) بتاريخ (9/4/1439هـ) الموافق (27/12/2017م).

و المعدلة بموجب قراره رقم (1-104-2019) بتاريخ (1/2/1441هـ) الموافق (30/9/2019م)

و المعدلة بموجب قراره رقم (1-22-2021) بتاريخ (12/7/1442هـ) الموافق (24/2/2021م)

و المعدلة بموجب قراره رقم (1-19-2022) بتاريخ (12/07/1443هـ) الموافق (13/02/2022م)

و المعدلة بموجب قراره رقم (1-52-2022) بتاريخ (12/09/1443هـ) الموافق (13/04/2022م)

و المعدلة بموجب قراره رقم (3-96-2022) بتاريخ (10/02/1444هـ) الموافق (06/09/2022م)

هيئة السوق المالية  
Capital Market Authority

المملكة العربية السعودية  
هيئة السوق المالية

قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة

الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية  
موجب القرار رقم ٣-١٦٣-٢٠١٧ وتاريخ ١٤٣٩/٤/٩هـ الموافق ٢٠١٧/١٢/٢٧م  
بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ  
العدلي بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٨-٥-٢٠٢٣ وتاريخ ١٤٤٤/٦/٢٥هـ الموافق  
٢٠٢٣/١/١٨م

ملحوظة مهمة:  
لإضافة التطورات والتغييرات المستمرة بشأن لوائح وقواعد الهيئة، يود مجلس الهيئة التنبه  
على أنه يجب الاطلاع دائماً على نسخ اللوائح والقواعد المنشورة في موقع الهيئة:  
[www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)